

De abi-bewaarder: theorie en praktijk

There is only so much you can do

mr. drs. M.R. Hoekstra¹

Dit artikel analyseert de uitwerking van de toezichhoudende functie van de abi-bewaarder in de praktijk. Aan de hand van een bespreking van de opzet van de bewaarfunctie worden kritische kanttekeningen geplaatst bij de daadwerkelijke onafhankelijkheid van de bewaarder en de rol die de bewaarder kan spelen bij het mitigeren van tegenstrijdige belangen op het niveau van de beheerder en de beleggingsinstelling. Ook wordt de toegevoegde waarde van een reeds in 2004 geopperd alternatief, een raad van commissarissen op het niveau van de beheerder, onderzocht.

1. De rol van de abi-bewaarder op papier

1.1. Inleiding

De Alternative Investment Fund Managers Directive (hierna: AIFM Richtlijn)² introduceerde per 22 juli 2013 een vergunning voor beheerders van 'alternatieve' beleggingsinstellingen (hierna: abi's).³ Abi's zijn, kort gezegd, alle beleggingsinstellingen

die niet kwalificeren als een icbe.⁴ Waar icbe's (en hun beheerders) worden gereguleerd door de ICBE Richtlijn, zijn abi-beheerders dus per genoemde datum gereguleerd door de AIFM Richtlijn. De AIFM Richtlijn bracht een aardverschuiving teweeg. In Nederland gold dit met name voor beheerders van beleggingsinstellingen die tot die tijd gebruik maakten van de onder de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) bestaande vrijstellingen⁵, welke vrijstellingen per 22 juli 2013 zijn vervallen.

Eén van de ingrijpende wijzigingen betrof het vereiste dat elke abi een bewaarder dient aan te wijzen. Deze bewaarder en om de terminologie van de AIFM Richtlijn aan te houden, de *depository*, heeft specifieke in de wet omschreven taken. Hoewel veel beleggingsinstellingen, of dat nu abi's zijn of icbe's, vaak al gebruik maakten van een *global custodian* voor bewaring (*custody*) van hun financiële instrumenten, kreeg de abi-bewaarder een (controleerende) functie toebedeeld die voor (Nederlandse) beleggingsinstellingen (niet-icbe's) nieuw was. Over de invulling van de controleerende en toezichhoudende rol van de bewaarder bij beleggingsinstellingen

1. Minke Hoekstra is Managing Counsel Regulatory & Compliance en advocaat werkzaam bij Shell Asset Management Company. Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

2. Richtlijn 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 (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (*PbEU* L174).

3. De AIFM Richtlijn, zoals geïmplementeerd in de Wft bestrijkt alle niet-icbe's met uitzondering van: (1) gereguleerde instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, (2) holdingvennootschappen die voor zichzelf optreden en een onderneming drijven, (3) supranationale en internationale organisaties voor zover handelend in het algemeen belang, (4) (nationale, regionale, lokale) overheden, (5) werknemersparticipatie en – spaarplannen, (6) entiteiten met als enig doel securitisatie (transacties), (7) intra-groep beheerders en centrale banken van lidstaten. Daarnaast geldt er een vrijstelling voor beheerders van beleggingsinstellingen met maximaal EUR 100.000.000 AuM (*Assets under Management*) en beleggingsinstellingen met maximaal EUR 500.000.000 AuM indien de beleggingsinstelling geen gebruik maakt van hefboomfinanciering (*leverage*) en er gedurende de eerste vijf jaar geen inkoop of terugbetaling van deelnemingsrechten plaatsvindt. Ook *joint-ventures* zijn vrijgesteld. Op basis van het omstreden amendement Huizing c.s. dat is aangenomen op 2 oktober 2012 zijn beheerders van pensioenfondsen ook vrijgesteld (*Kamerstukken II* 2012/13, 33 235. nr. 11).

4. Instelling voor collectieve belegging in effecten (zoals bedoeld in EU-richtlijn 85/611/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten *PbEU* L 375) zoals gewijzigd in Richtlijn nr. 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (*PbEU* L 302) en 10 februari 2016 (*PbEU* 2014, L 257) (hierna: ICBE Richtlijn).

5. Te denken valt dan met name aan de coupure vrijstelling (art. 4 Vrijstellingsregeling Wft) en de gekwalificeerde belegger (professionele investeerder) vrijstelling.

gaat deze bijdrage. De beschrijving van en reflectie op deze taken richten zich op de abi-bewaarder. Gezien de voortschrijdende harmonisatie tussen de ICBE Richtlijn en de AIFM Richtlijn, kunnen de in deze bijdrage geuite gedachten vaak ook worden losgelaten op de bewaarder van icbe's.⁶

In dit artikel sta ik kort stil bij denkbare tegenstrijdige belangen op het niveau van de beheerder van beleggingsinstellingen. Vervolgens wordt onderzocht op welke manieren deze tegenstrijdige belangen kunnen worden gemitigeerd en hoe daarover door regelgevers wordt gedacht. In die analyse wordt niet alleen het in Nederland en Europa gekozen systeem van een bewaarder – en raad van commissarissen – besproken maar ook de in de Verenigde Staten van Amerika (VS) bestaande wetgeving inzake *mutual funds*. Deze paragrafen vormen de inleiding op de analyse van de toegevoegde waarde van de toezichhoudende rol van de bewaarder bij beleggingsinstellingen in theorie en praktijk, het onderwerp van deze bijdrage.

1.2. Tegenstrijdige belangen bij het beheer van beleggingsinstellingen

Het voorkomen van belangenconflicten bij (het beheer van) beleggingsinstellingen heeft al sinds jaar en dag de aandacht van regelgevers, toezichhouders en (beheerders van) beleggingsinstellingen. Het bestaan van conflicterende belangen lijkt bijna inherent aan de opzet van (het beheer van) beleggingsinstellingen. De beheerder beheert immers niet zijn eigen geld, maar het geld (de investeringen) van derden. De beheerder wordt geacht (uitsluitend) de belangen van de investeerders te dienen. Tegelijkertijd heeft de beheerder een (eigen) belang welk belang niet per definitie overeenkomt met dat van de investeerders. De beheerder is immers geen altruïstische instelling en zal een winstoordeel hebben. Het streven van de beheerder om geld te verdienen en de plicht van diezelfde beheerder om zich louter en alleen bezig te houden met het behartigen van de belangen van de investeerders leidt tot een (potentieel) permanent tegenstrijdig belang dat inherent is aan de constructie van collectief vermogensbeheer. Dit veel besproken *agency* probleem manifesteert zich, onder andere, in de hierna te noemen gevallen, welke beschrijvingen onder andere zijn ontleend aan het in 2010 verschenen rap-

port van IOSCO⁷ en de *best practice* aanbevelingen van het Investment Company Institute (ICI)⁸:

- a. Beheer van meerdere beleggingsinstellingen: Collectief beleggen kan voor zowel individuele als institutionele beleggers interessant zijn. Gezamenlijk beleggen biedt in beginsel gemak, een betere risico/rendementsverhouding, makkelijk(er) toegang tot beleggingsinstrumenten, kostenvoordelen en ervaring en expertise van deskundigen.⁹ Ook flexibiliteit, fiscale voordelen, verhoogde liquiditeit en verlaging van administratieve lasten kunnen bijkomende voordelen zijn.¹⁰ Door een collectieve beheervorm te kiezen kunnen beleggingen beter worden gespreid en kan worden geprofiteerd van de expertise van de beheerder.¹¹ Hierin schuilt echter ook gelijk een risico: het succes van de investering, ofwel het rendement van de investering, wordt beïnvloed door en is (mede) afhankelijk van de kwaliteiten van (de bestuurders van) de beheerders. De beheerder beheert de (portefeuille van de) beleggingsinstelling en levert zogenaamde *portfolio (asset) management* diensten aan de beleggingsinstelling. Het komt vaak voor dat de beheerder portefeuilles van meerdere beleggingsinstellingen tegelijkertijd beheert. In dat geval, zal de beheerder zijn aandacht moeten verdelen. Dit kan erin resulteren dat niet alle vereiste, en te verwachten, aandacht aan alle onder beheer zijnde beleggingsinstellingen wordt gegeven.¹²

6. Zie Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) as regards depositary functions, remuneration policies and sanctions, Straatsburg, 3 juli 2012, COM(2012) 350/final, 2012/0168 (COD) ook wel UCITS V genoemd en Council of the European Union, Interinstitutional File 2012/0168(COD), Brussel 11 december 2012, 17653/12, EF 309, ECOFIN 1067, CODEC 3022.

7. Technical Committee of the International Organization of Securities Commission (IOSCO), Private Equity Conflicts of Interest, Final report FR11/10, November 2010, te raadplegen via www.iosco.org, ('IOSCO Rapport'). Het IOSCO Rapport bevat aanbevelingen voor het mitigeren van conflicterende belangen (*conflicts of interests*) in de (*non retail*) private equity sector, ongeachte grootte, structuur, strategie, complexiteit etc. Het doel van de aanbevelingen is om zowel de marktpartijen als de toezichhouders in staat te stellen de kwaliteit van de genomen mitigerende maatregelen te toetsen aan de hand van de in de aanbevelingen gegeven maatstaven.

8. Een Amerikaanse (belangen)organisatie. ICI publiceerde in 1999 best practice aanbevelingen voor de invulling van de taken en verantwoordelijkheden van de onafhankelijke bestuursleden. De ICI Aanbevelingen dragen suggesties aan voor de verbetering van het functioneren van het bestuur van mutual funds in termen van onafhankelijkheid en effectiviteit.

9. ING Investment Management, *Vermogensbeheer, Beleggingstheorie & beleggingspraktijk*, Den Haag 2008 ('ING IM (2008)'), p. 10.

10. J.J. Hazenberg, *Investment Fund Governance, An investigation of Luxembourg UCITS funds* (diss. Luxemburg), Wassenaar 2012, ('Hazenberg (2012)'), p. 22.

11. C.J. Groffen, N.B. Spoor & J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsinstellingen', in: D. Busch e.a., *Onderneming en financieel toezicht*, 2010, ('Groffen/Spoor/Van der Velden (2010)'), p. 465.

12. *When funds are managed side by side, fund management companies can be tempted into unethical or even illegal behaviour. The convex relationship between performance and flows and the spillover effect make it more profitable for the fund management company to produce one top*

- b. Beloningsstructuren (management en andere fees): De beloning voor het beheer van beleggingsinstellingen is veelal gekoppeld aan het beheerd vermogen (*Assets under Management of AuM*). Een beheerder zal derhalve onder andere gedreven worden door de wens om de AuM te verhogen, dat betekent immers een hogere beloning. Voor de beleggers geldt logischerwijs het omgekeerde in de zin dat zij, in principe, streven naar een zo laag mogelijke management fee. Het is van belang dat de beheerder te allen tijde de belangen van de investeerders laat prevaleren maar het moge duidelijk zijn dat de monopolie positie van de beheerder het risico in zich draagt dat zijn beslissingen niet altijd in het voordeel van de investeerders uitpakken.¹³
- c. Groepsbelangen: Veelal is de beheerder onderdeel van een groep waarin door gelieerde entiteiten complementerende diensten worden aangeboden zoals bancaire - of verzekeringsdiensten. Het aangaan van transacties met of uitbesteding van bepaalde diensten aan dergelijke gelieerde entiteiten kan in het voordeel zijn van zowel de investeerders als van de groep waar de beheerder deel van uitmaakt. Het laat zich raden dat dit echter niet altijd het geval hoeft te zijn.¹⁴

De hierboven beschreven meest voor de hand liggende tegenstrijdige belangen worden al geruime tijd erkend. Om die reden is er vanaf het ontstaan van beleggingsinstellingen behoefte geweest aan het formaliseren van controle en toezicht op de beheerder van beleggingsinstellingen om deze risico's te mitigeren. In de volgende paragraaf wordt duidelijk hoe lang al en welke aanpak door de tijd heen is gekozen.

1.3. Mitigeren van tegenstrijdige belangen - Een terugblik

De eerste in Nederland bekende beleggingsinstelling (en tevens het eerste beleggingsfonds ter wereld), de *Negotiatie onder de Zinspreuk 'Eendragt maakt Magt'* dateert van 7 juli 1774. Deze beleggingsinstelling kende verschillende klassen aan-

delen en was opgericht in een tijd van crisis. Om eventuele verliezen van de beleggingsinstelling te beperken bepaalden de voorwaarden dat de beheerder bij het doen van beleggingen slechts kon kiezen uit een welomschreven lijst van obligaties. Dit spreidingsvoorschrift legde avontuurlijk beheer door de beheerder aan banden.¹⁵ Het actieve beheer, koop en verkoop binnen de spreidingsvoorschriften van de portefeuille van het fonds lag verder in de handen van een beheerder bijgestaan door twee commissarissen. De beheerder diende jaarlijks rekening en verantwoording van de administratie af te leggen aan die commissarissen. Door deze scheiding van beheersbevoegdheden probeerden men een belangentegenstelling tussen de oprichter en directeur van het fonds, de beheerder, en de investeerders te vermijden. Regelmatige omzetting van de portefeuille zou immers voor de beheerder interessant kunnen zijn. Nu hij hier geen enkele invloed op had, kon het beleggingsfonds door hem niet als melkkoe worden gebruikt.¹⁶ Door middel van protocollering van de 'deelhebbersbewijzen' werd een extra waarborg voor investeerders ingebouwd. Deze praktijk zorgde ervoor dat het aantal uitgegeven 'deelhebbersbewijzen' niet groter was dan het vermogen van het fonds. Om die reden moesten de effecten worden bewaard in 'eene sufficente yzere Kist met drie different werkende Slooten voorzien'. De sleutels van deze kist werden in bewaring gegeven bij de twee commissarissen en een notaris.¹⁷ Een andere beleggingsinstelling die in die periode werd opgericht is de *Negotiatie onder de Zinspreuk 'Voordeelig en Voorsigtig'*. Ook hier waren gezaghebbende onafhankelijke personen als commissaris benoemd en ook in deze beleggingsinstelling bezorgden de commissarissen niet alleen status aan de beleggingsinstelling maar dienden zij ter bescherming van de belangen van de investeerders.¹⁸ De *Negotiatie onder de Zinspreuk 'Concordia res parvae crescunt'* zag in 1799 het daglicht. Deze derde uit die tijd in Nederland bekende beleggingsinstelling legde de beheerder, anders dan haar twee voorgangers, geen beleggingsrestricties op. De beheersvrijheid werd noodzakelijk geacht om zo goed mogelijk te profiteren van de kansen die de markt bood.¹⁹ Zie hier een probleem dat heden ten dage nog steeds bestaat. Investeerders willen beschermd worden tegen een (te) zelfstandig opererende beheerder maar wensen tegelijkertijd zoveel mogelijk rendement te behalen. Om dat laatste doel te bereiken, dient de beheerder juist wel een zekere vrijheid te hebben in het beheer van het vermogen, met alle risico's van dien. Met een grote sprong in de tijd wordt in de volgende paragraaf beschreven

performing fund and one poor performing fund than to produce two average performing funds. This creates the incentive for the fund management company to produce good performing funds, even if that is at the expense of having additional poor performing funds in the range, Hazenberg (2012), p. 42.

13. *Several empirical studies find evidence of type of behaviour of fund management companies that are in their benefit, but go against the interest of the investor. (...) increasing volatility to catch up the market or lock-in their favourable results early, increasing of risk profile to compete, inflating of year net asset value,* Hazenberg (2012), p. 40.
14. *(...) investment managers that are subsidiaries of large banks and insurance companies tend to have a sales driven as distinct from an investment driven culture. Independent houses and partnerships have a better alignment of interests between investors and managers, by being able to take a long-term view when meeting clients needs,* Hazenberg (2011), p. 44.

15. W.H. Berghuis, *Ontstaan en ontwikkeling van de Nederlandse beleggingsfondsen tot 1914* (diss. Rotterdam), Van Gorcum & Comp. N.V., Assen 1967 ('Berghuis (1967)'), p. 53.

16. Berghuis (1967), p. 54.

17. Berghuis (1967), p. 54.

18. Berghuis (1967), p. 57.

19. Berghuis (1967), p. 59.

hoe in de 21ste eeuw wordt aangekeken tegen het mitigeren van deze tegenstrijdige belangen.

1.4. Mitigeren van tegenstrijdige belangen - De (icbe) bewaarder

In plaats van commissarissen, heeft de Europese Commissie (en daarmee de lidstaten) ingezet op de bewaarder als toezichthouder en bewaker van de belangen van de investeerders. In reactie op en in navolging van een in 2002 gehouden openbare raadpleging waarin bijdragen van bijna 100 respondenten met uiteenlopend professioneel profiel werden besproken, publiceerde de Europese Commissie een rapport over de bewaarder. De technische voorzorgsmaatregelen in de richtlijn van 1985 beperkten zich tot twee specifieke bepalingen²⁰ en in de praktijk bleek de bewaarfunctie op nationaal niveau zeer verschillend te zijn ingevuld. Om die reden verzocht de Europese Raad de Europese Commissie in 2004 onderzoek te doen naar de in de lidstaten vigerende wetgeving terzake van bewaarders en om met voorstellen te komen ter verdergaande communautaire harmonisatie.²¹ In haar evaluerende mededeling bevestigde de Europese Commissie haar visie op de rol van de bewaarder.

Bewaarders van icbe's zijn belast met de bewaring van de activa van icbe's en de uitvoering van een reeks controletaken ten behoeve van beleggers. Zonder bewaarder zou het veel makkelijker zijn voor malafide fondsbeheerders om beleggers bij transacties te bedriegen of zelfs met de effecten en liquiditeiten van het fonds aan de haal te gaan, zoals al bij enkele grote schanda-

20. Commissie van de Europese Gemeenschappen, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europese Parlement, Reglementering van bewaarders van icbe's in de lidstaten: stand van zaken en mogelijke toekomstige ontwikkelingen, COM(2004) 207 definitief, Brussel 30 maart 2004, ('EC Mededeling ICBE bewaarders (2004)'), p.3-4. Fondsbeheerders of bewaarders die voor rekening van een beleggingsfonds optreden mogen geen kredieten verstrekken of verkopen vanuit een ongedekte positie met betrekking tot effecten verrichten. Een ander algemeen aspect zijn de voorwaarden van uitbesteding van taken door middel van delegatie. Tijdens de onderhandelingen werd het algemene verbod op de delegatie van taken door de beheermaatschappij aan de bewaarder uiteindelijk beperkt tot de 'kernactiviteit het beheer van beleggingen'.

21. Voornaamste beleidsvraagstukken voor de Europese Commissie waren dat bewaarders geen volwaardig recht van vestiging genieten, de markt voor bewaarders in de Europese Unie sterkt versnipperd bleek welke juridische en prudentiële belemmeringen opwierp voor het ontplooiën van grensoverschrijdende activiteiten. Ook bestonden er uiteenlopende kapitaalvereisten en aansprakelijkheidsregelingen en bleek de betekenis van het begrip 'bewaring van activa' niet geharmoniseerd. Al naar gelang de lidstaat bleek de taak bewaring van activa ook bewaarneming te kunnen omvatten. EC Mededeling ICBE bewaarders (2004), p. 8.

len is gebeurd. (...)De bewaarder moet derhalve worden gezien als een cruciaal prudentieel instrument ter bescherming van de beleggers in icbe's. (...) Al sinds de totstandkoming van de ICBE Richtlijn vormt de bewaarder een van de drie pijlers van dit kader, samen met het fonds (icbe) en de beheerder ervan.²²

De reden voor de aangebrachte focus op de bewaarfunctie lijkt te zijn gelegen in de gedachte dat het scheiden van de activa van het beleggingsfonds en de entiteit die het beheer erover voert, resulteert in twee onafhankelijk van elkaar opererende entiteiten die beide een eigen verplichting hebben in de belangenbehartiging van de investeerders.²³ Naar aanleiding van het instorten van Lehman²⁴ en het Madoff schandaal²⁵ laaide de discussie omtrent de positie van de bewaarder als hoeder van de belangen van investeerders in 2008 weer op. Bewaarders zouden in staat moeten zijn, en verplicht moeten worden, om het door hen bewaarde vermogen volledig te restitueren werd de gedachte. In 2009 publiceerde CESR²⁶ de uitkomst van een *mapping exercise* waarin werd onderzocht hoe de verschillende lidstaten de taken en functie van de bewaarder hadden uitgelegd. Ook hierin werd de positie van de bewaarder als belangrijke pijler in de bescherming van de belangen van de investeerders benadrukt.²⁷ De Europese Commissie erkent in het

22. EC Mededeling ICBE bewaarders (2004), p. 2.

23. Dit valt na te lezen in het volgende citaat uit de EC Mededeling ICBE bewaarders (2004), p. 3-4: *De scheiding tussen de activa van het fonds en de maatschappij die het beheer ervan waarneemt, was het gevolg van de lessen die uit het eind jaren zestig losgebarsten IOS-schandaal zijn getrokken. Dit komt in de richtlijn van 1985 tot uiting in de omschrijving van de bewaarder als de instelling die verantwoordelijk is voor de bewaring van de activa van een ICBE. Met de opneming van een lijst van prudentiele controletaken [verwijzing weggelaten; MRH] beoogde de richtlijn impliciet ook andere mogelijke belangenconflicten bij fondsbeheerders tot een minimum te beperken. In de richtlijn is het beginsel van de scheiding en ethische onafhankelijkheid van de fondsbeheerder enerzijds en de bewaarder anderzijds neergelegd: beide taken mogen niet door eenzelfde maatschappij worden vervuld en zowel de bewaarder als de beheermaatschappij moet onafhankelijk en uitsluitend in het belang van de deelnemers optreden.*

24. Als gevolg van het instorten van financiële markten ging Lehman Brothers International Europe in september 2008 failliet. Deze entiteit was als sub-custodian bewaarder van het vermogen van verscheidene beleggingsinstellingen. Het vermogen verdween in de failliete boedel.

25. Madoff gaf leiding aan Bernard L. Madoff Investment Securities en werd in 2008 gearresteerd wegens verdenking van zogenaamde Ponzifraude. Deze praktijken zien op het (deels) uitbetalen van gelden aan investeerders met de inleg van andere investeerders. Vaak worden bij dergelijk investeringen rendementen toegezegd die niet in verhouding staan tot de risico's van de beleggingen.

26. Committee of European Securities Regulators, de voorganger van ESMA, European Securities and Markets Authorities.

27. European Commission Working Document of the

rapport dat er weinig duidelijkheid bestaat over de invulling van het begrip bewaring (*safekeeping*) en dat de lidstaten het begrip op verschillende manieren hebben ingevuld. Wederom werd geconstateerd dat verdergaande harmonisatie vereist was op het gebied van preventie van belangenconflicten, reikwijdte van de aansprakelijkheid van de bewaarder, uitoefening van de werkzaamheden van de bewaarder (en met name kapitaalseisen) en de transparantienormen en informatieverstrekking aan de belegger. In latere stukken formuleert de Europese Commissie onder andere de noodzaak tot het verder harmoniseren van de toezichthoudende taken van de bewaarder.²⁸ Bij de totstandkoming van de AIFM Richtlijn zijn deze uitgangspunten en de ervaringen uit het eerste decennium van de 21^{ste} eeuw meegenomen.

1.5. Mitigeren van tegenstrijdige belangen - Anno 2017: de abi-bewaarder

Op basis van de AIFM Richtlijn en de Level 2 bepalingen kan het volgende worden vastgesteld wat betreft de controlerende en toezichthoudende taak van de abi-bewaarder. De abi-bewaarder contro-

leert de kasstromen²⁹ van de abi's³⁰ en zorgt ervoor dat:

- i. verkoop, uitgifte, inkoop, terugbetaling en intrekking van deelnemingsrechten in overstemming met de wet en de fondsvoorwaarden geschiedt;
- ii. de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten conform de wet, de fondsvoorwaarden en het bepaalde in de AIFM Richtlijn omtrent waardering³¹ wordt vastgesteld;
- iii. hij aanwijzingen van de abi-beheerder uitvoert, tenzij deze aanwijzingen in strijd met de wet of de fondsvoorwaarden zijn;
- iv. bij transacties met betrekking tot de activa, de tegenwaarde binnen de gebruikelijke termijnen bekend gemaakt wordt; en
- v. de opbrengsten van de beleggingsinstelling een bestemming krijgen die in overeenstemming is met de wet en de fondsvoorwaarden.³²

Level 2 werkt vervolgens uit op welke manier de abi-bewaarder deze taken dient uit te voeren. Zo is beschreven waaraan de overeenkomst op basis waarvan de abi-bewaarder wordt aangewezen moet voldoen. Voor wat betreft de uitoefening van de toezichtfunctie dient de overeenkomst te bepalen dat alle relevante informatie benodigd voor de uitoefening van de taak van de abi-bewaarder wordt uitgewisseld³³, dat de escalatieprocedure wordt beschreven³⁴, dat de abi-bewaarder de mogelijkheid krijgt (door middel van bezoeken en/of boekencontrole) onderzoek te doen naar het gedrag van de beheerder en/of de abi³⁵ en de procedures op basis waarvan de abi de abi-bewaarder kan monitoren en beoordelen³⁶. Level 2 regelt voorts de taak van de abi-bewaarder bij de monitoring van de kasstromen³⁷, uitgifte en inkoop van participaties³⁸, bewaar van het vermogen van de abi³⁹, rapportage⁴⁰, waardering van de participaties⁴¹, uitkeringen en transacties⁴², procedures omtrent delegatie⁴³ en de

Commission Services, MARKT/G4 D (2010) 950800, Consultation Paper on the UCITS Depositary Function and the UCITS Managers' Remuneration, Brussel, 14 december 2010, ('EC Working Document UCITS Depositaries (2010)'), p.2: *The requirements relating to UCITS depositaries are an important building block within the UCITS framework so as to ensure a high level of investor protection. The depositary is an entity independent from the fund manager to whom the assets of a UCITS fund are entrusted. The depositary also performs certain oversight functions. The losses suffered by UCITS holders after the Madoff fraud and the Lehman Brothers default revealed divergences in interpretation of these functions, which raised a number of questions as to whether the UCITS framework in this area needed to be further harmonised and strengthened, so as to ensure a level playing field in terms of UCITS investor protection measures across all Member States.*

28. Overige adviezen zagen op: (1) het nader invullen van het begrip op Europees niveau; (2) het verder op elkaar afstemmen van de artikelen 22 en 32 van de ICBE Richtlijn; (3) het nader uitleggen van de reikwijdte van de bewaarfunctie; (4) het inperken van uitbesteding van bewaartaken; (5) het aanpassen en verscherpen van de aansprakelijkheid van bewaarders voor verlies door Icbes als gevolg van wanprestatie van de bewaarder; (6) het aanpassen en verscherpen van de aansprakelijkheid van bewaarders voor verlies van vermogen dat hij voor de Icbes bewaart; (7) het bevestigen van de aansprakelijkheid van bewaarders voor verlies van het vermogen door de *sub-custodian*; (8) het omkeren van de bewijslast bij onenigheid over het functioneren van de bewaarder; (9) het verder harmoniseren van het recht van aandeelhouders en participatiehouders direct of indirect via de beheerder een claim in te dienen bij de bewaarder; (10) het beperken van instanties die de bewaardersfunctie op zich kunnen nemen en (11) het stimuleren van de discussies omtrent een paspoort voor bewaarders. EC Working Document UCITS Depositaries (2010), p. 8-17.

-
29. Boeking en betalingen door en aan beleggers op (kasgeld)rekeningen op naam van de beheerder, de beleggingsinstelling of de bewaarder geopend en aangehouden bij een onder toezichtstaande onderneming.
30. Art. 21 lid 7 AIFM Richtlijn, art. 87 tot en met 90 Level 2.
31. Art. 19 AIFM Richtlijn: Volgens passende en consistente procedures onafhankelijk en accuraat vaststellen van de waarde van de activa welke waardering periodiek bekend wordt gemaakt aan de beleggers.
32. Art. 21 lid 9 AIFM Richtlijn, art. 94 tot en met 100 Level 2.
33. Art. 83 sub (k) Level 2.
34. Art. 83 sub (o) Level 2.
35. Art. 83 sub (q) Level 2.
36. Art. 83 sub (r) Level 2.
37. Art. 84 en 85 Level 2.
38. Art. 87 en 93 Level 2.
39. Art. 88, 89 en 90 Level 2.
40. Art. 91 Level 2.
41. Art. 94 Level 2.
42. Art. 96 en 97 Level 2.
43. Art. 98 en 99 Level 2.

aansprakelijkheid van de bewaarder.⁴⁴ De abi-bewaarder dient (uitsluitend) in het belang van de abi en de abi-beleggers te handelen.⁴⁵ Deze eis is ook terug te lezen in de voorwaarde dat de abi-bewaarder de instructies van de abi-beheerder niet mag opvolgen indien deze in strijd met de abi-voorwaarden zijn.⁴⁶ Het is dus de bedoeling van de wetgever dat de bewaarder een eigen, onafhankelijke rol vervult waarbij hij uitsluitend in het belang van de investeerders dient op te treden. Die onafhankelijke positie van de bewaarder wordt verder uitgewerkt in Level 2 waarin nadere regels worden gegeven voor de invulling van het bepaalde genoemd onder (iii) in de vorige alinea: de abi-bewaarder dient adequate procedures te implementeren voor de controle op het feit dat de beheerder in overeenstemming met alle toepasselijke wet- en regelgeving en de voorwaarden die de abi reguleren, opereert. In deze controle dient specifiek gelet te worden op *compliance* met investeringsrestricties en hefboombeperkingen zoals gestipuleerd in de voorwaarden van de abi. De procedures dienen in verhouding te staan tot de grootte en de mate van complexiteit van de abi.⁴⁷ De abi-bewaarder dient eveneens een procedure op te stellen voor de situatie dat de beheerder in strijd handelt met deze wet- en regelgeving en voorwaarden.⁴⁸ Via de beheerder kan de toezichthouder inzage vragen in deze escalatieprocedure.⁴⁹ De abi-bewaarder, tot slot, dient de bewaar- en controle taken uit te voeren op loyale, billijke, professionele en onafhankelijke wijze. Hij mag daarbij geen activiteiten verrichten waardoor een belangenconflict ontstaat tussen de abi-beheerder, de abi-bewaarder, de abi en haar deelnemers, tenzij de abi-bewaarder de verrichtingen van zijn bewaarfuncties functioneel en hiërarchisch gescheiden heeft van zijn andere, mogelijkerwijs conflicterende taken, en de potentiële belangenconflicten naar behoren zijn geïdentificeerd, beheerd, gecontroleerd en medegedeeld aan de abi-beleggers.⁵⁰ In theorie vervult de abi-bewaarder dus een belangrijke rol in de bescherming van de investeerders en het mitigeren van tegenstrijdige belangen op het niveau van de beheerder. De praktische uitwerking en interpretatie van deze rol in de praktijk, brengen echter toch enkele zwakke punten aan het licht.

2. De abi-bewaarder in de praktijk⁵¹

2.1. Mitigeren van tegenstrijdige belangen - Verschillende categorieën bewaarders

Op basis van de in de AIFM Richtlijn gegeven categorieën abi-bewaarders, zijn er, de alternatieve bewaarder daargelaten, in de praktijk drie logische opties denkbaar voor de inrichting van de abi-bewaarfunctie⁵²: (i) de beheerder richt de abi-bewaarfunctie intra-groep in, (ii) de beheerder wijst de global custodian aan als abi-bewaarder, of (iii) de beheerder wijst een externe partij, niet zijnde de global custodian, aan als abi-bewaarder.⁵³ Hierna worden de voors- en tegens van deze categorieën besproken.

2.2. De intra-groep abi-bewaarder

Een reden om voor de intra-groep abi-bewaarder te kiezen is gelegen in de verwachting dat er minder kosten mee gemoeid zijn. Een bijkomend voordeel is dat er geen wijzigingen in (IT) systemen en operationele processen nodig zijn. De intra-groep abi-bewaarder werkt immers met dezelfde (IT) systemen en procedures als de beheerder en de abi's. Een laatste voordeel tot slot, is het voorkomen van 'pottenkijkers'. De vraag is echter of deze voordelen opwegen tegen het aansprakelijkheidsrisico dat de abi-bewaarder loopt op basis van de AIFM Richtlijn. Ook kunnen vraagtekens worden geplaatst bij de mate van onafhankelijkheid van de intra-groep abi-bewaarder, onafhankelijkheid die zo is de gedachte, nodig is ter waarborging van de belangen van de investeerders. De AIFM Richtlijn adresseert deze onafhankelijkheid door te eisen dat er een zogenaamde *Chinese Wall* is aangebracht tussen de abi-beheerder en de abi-bewaarder. Eenzelfde eis wordt bijvoorbeeld ook gesteld aan de *prime broker*⁵⁴ indien deze als abi-bewaarder wordt aangewezen.⁵⁵ Is dit nu voldoende? Het voorkomen van belangenconflicten van (de bestuurders van) de abi-bewaarder lijkt praktisch gezien namelijk onmogelijk.

51. De in deze paragraaf gegeven uitleg is mede gebaseerd op de AFM 'Veelgestelde vragen/Q&A AIFM-richtlijn' (www.afm.nl).

52. De gegeven opties zijn met name relevant voor internationaal opererende beheerders van beleggingsinstellingen die hun financiële instrumenten reeds (gedeeltelijk) in bewaring hebben gegeven bij een custodian.

53. Ten tijde van het schrijven van dit artikel waren er ongeveer 30 abi-bewaarders ingeschreven in het AFM register welke allemaal meerdere abi's bedienen en waaronder zich met name grote(re) partijen bevinden die ook andere financiële diensten zoals custody aanbieden.

54. Een prime broker verleent diensten op het gebied van het uitlenen van financiële instrumenten en geld om (meestal professionele) partijen in staat te stellen om met *netting* een *absolute return* te bewerkstelligen (middels *short selling*, gebruik van *leverage* en *high turn overs*).

55. Art. 21 lid 4 sub b AIFM Richtlijn.

44. Art. 100, 101 en 102 Level 2.

45. Paragraaf (38) van de Overwegingen van de AIFM Richtlijn.

46. Zie (iii) van de opsomming in deze paragraaf.

47. Art. 95 sub (a) Level 2.

48. Art. 95 sub (b) Level 2.

49. Art. 92 lid 3 Level 2.

50. Art. 21 lid 10 AIFM Richtlijn, Chapter IV Level 2.

Anders gezegd, een intra-groep onafhankelijke bewaarder lijkt een *contradictio in terminis*. Zelfs met het opzetten van Chinese Walls voorkom je naar mijn mening namelijk niet dat er hiërarchische (en functionele) rapportagelijnen blijven bestaan binnen de groep die haaks staan op de gevraagde onafhankelijkheid. Immers, op een ho(o)ger niveau komen de managementlagen toch samen en aan het hoofd van iedere groep staat uiteindelijk één bestuur. De enige manier waarop je de onafhankelijkheid bij een intra-groep bewaarder echt zou kunnen vormgeven lijkt dan te zijn het aanstellen van niet uit de eigen organisatie van de abi-beheerder komende (professionele) bestuurders die door de beleggingsinstelling - de investeerders dus - worden betaald. Deze bestuurders hebben immers geen rapportage lijnen binnen de groep. Deze keuze staat echter weer haaks op de wens om een interne bewaarder op te zetten vanwege de voordelen van kostenbesparing en het voorkomen van pottenkijkers.

2.3. De global custodian als bewaarder

De tweede genoemde mogelijkheid ligt voor een internationaal opererende beheerder met AuM in de vorm van over de hele wereld verhandelde financiële instrumenten voor de hand. Een partij die al in andere hoedanigheid, custodian of *transfer agent* bijvoorbeeld, bekend is met het bedrijf van de beheerder en de abi's onder beheer, is beter en in ieder geval sneller in staat om aansluiting te zoeken bij bestaande (IT) systemen en operationele processen van de beheerder. Vaak worden bepaalde (*fund*) *accounting* taken ook aan deze derde partij uitbesteed gezien het via de bewaarder of de global custodian al bestaande inzicht in de kasstromen. Vanzelfsprekend dient in dit geval wel een Chinese Wall te bestaan tussen de afdeling van de global custodian die deze beheerstaak uitvoert en de bewaarder. Uitbesteding aan de global custodian voorkomt doorgaans problemen of beperkingen bij de aansluiting tussen de (IT) systemen van de beheerder en de abi-bewaarder welke nodig is om de controle taken uit te voeren. De inrichting van de abi-bewaarfunctie kan in zo'n geval sneller en naar verwachting ook goedkoper plaatsvinden. In de praktijk blijkt dan ook dat veel beheerders voor deze bewaarder hebben gekozen. Aan de bekendheid met de beheerder en de abi's kleeft echter ook gelijk een (groot) nadeel. Hoe meer functies bij dezelfde derde partij worden uitbesteed, hoe meer taken in één hand komen en hoe meer de slager zijn eigen vlees lijkt te keuren. Het is dan aan deze derde partij die ook de abi-bewaarfunctie op zich neemt om er zorg voor te dragen dat de controlerende taken van de abi-bewaarfunctie op een dusdanige manier zijn afgescheiden van de overige entiteiten/functies dat aan alle eisen uit de AIFM Richtlijn wordt voldaan. Ook hier moeten Chinese Walls hun werk doen. Maar ook hier geldt dat de werking van Chinese Walls, mijns inziens, in de praktijk zijn grenzen kent. In feite lijkt het probleem van het voorkomen en miti-

geren van tegenstrijdige belangen hiermee eerder verplaatst dan opgelost.

2.4. De onafhankelijke abi-bewaarder

De derde optie, tot slot, is de meest zuivere maar in de praktijk tegelijkertijd ook de minst voor de hand liggende (en gekozen) optie. Welke derde partij is bereid de abi-bewaarfunctie op zich te nemen terwijl de custody (en eventuele andere taken) bij weer een andere partij is uitbesteed? De custodian immers kan zijn aansprakelijkheid voor het verlies van financiële instrumenten beperken, de abi-bewaarder kan dat, uitzonderingen daargelaten, niet.⁵⁶ De abi-bewaarder moet dan wel erg overtuigd zijn van de kwaliteiten van de custodian en ter ondersteuning van deze overtuiging een goed due diligence proces inrichten, alvorens bereid te zijn de abi-bewaartaak en de daarbij behorende aansprakelijkheidsrisico's op zich te nemen. In de praktijk blijkt dan ook dat de meeste partijen alleen bereid zijn de bewaarfunctie uit te voeren als ook de custody bij diezelfde partij is ondergebracht. Daarnaast zijn de kosten van een dergelijke separaat ingestoken abi-bewaarfunctie ook hoger dan bij uitbesteding aan de custodian en/of een intra-groep entiteit. Een verhoging van de kosten is dan weer niet in het belang van de investeerders.

3. Onafhankelijk toezicht schier onmogelijk of biedt een raad van commissarissen uitkomst?

Ongeacht de gekozen partij als abi-bewaarder, is er sowieso sprake van een grote mate van afhankelijkheid tussen de beheerder en de abi-bewaarder. Uit de tussen de beheerder en de abi-bewaarder afgesloten overeenkomst valt doorgaans namelijk af te leiden dat de abi-bewaarder (contractuele) verplichtingen heeft jegens de beheerder en de abi zelf. In de praktijk zijn de twee laatstgenoemde partijen vaak vereenzelvigd in de beheerder. Hoewel de AIFM Richtlijn bepaalt dat de abi-bewaarder onder andere rechtstreeks door de beleggers aansprakelijk kan worden gesteld⁵⁷, is er in de praktijk vaak geen (direct) contact tussen de investeerders en de bewaarder en wordt dus weinig invulling gegeven aan de verantwoordelijkheid van de bewaarder jegens de investeerders. Investeerders zullen daarom doorgaans ook weinig inzicht hebben in het functioneren van de bewaarder. Hoewel de abi-bewaarder dus in theorie rechtstreeks kan worden aangesproken op zijn functioneren door de investeerders, is het nog maar de vraag of dat zich in de praktijk zal voordoen: investeerders zullen doorgaans (moeten) vertrouwen op de beheerder voor een juiste selectie van de bewaarder en het toezicht

56. Art. 21 lid 12 AIFM Richtlijn jo Chapter IV, section 4 Level 2.

57. Art. 21 lid 15 AIFM Richtlijn.

op het functioneren van die bewaarder.⁵⁸ Terwijl de onafhankelijkheid van de abi-bewaarder wordt beschouwd als een belangrijke pijler in het mitigeren van tegenstrijdige belangen tussen de beheerder en de investeerders, wordt de abi-bewaarder aangesteld en gecontroleerd door de beheerder waarmee de afhankelijkheid van de abi-bewaarder tot de beheerder en *vice versa* gegeven lijkt. En deze afhankelijkheid wordt alleen maar groter naarmate er meer taken aan de abi-bewaarder zijn uitbesteed. Immers, de beheerder (en dus ook de abi) is afhankelijk van deze derde partij voor de uitoefening van de toebedeelde taken en was ook verantwoordelijk voor het aanstellen van deze partij. Bij disfunctioneren van de abi-bewaarder heeft de beheerder dan een dubbel probleem: hij moet op zoek naar een nieuwe partij voor de uitbesteedde diensten én hij kan aansprakelijk worden gehouden voor het selecteren van de 'verkeerde' abi-bewaarder. De abi-bewaarder zal er verder vooral belang bij hebben de relatie met de beheerder en de abi goed te houden, dat brengt immers inkomsten binnen. Deze wederzijdse afhankelijkheid kan onafhankelijk toezicht op de beheerder in de weg staan. Daarmee lijkt een nieuw (potentieel) tegenstrijdig belang te zijn ontstaan. Misschien zijn daarom additionele waarborgen voor het mitigeren van (die) tegenstrijdige belangen nodig, bijvoorbeeld in de vorm van een verplicht te stellen raad van commissarissen op het niveau van de beheerder? Bij (beursgenoteerde en structuur) vennootschappen bijvoorbeeld is de (raad van) commissaris(sen) sinds jaar en dag een belangrijke pijler in het toezien op en voorkomen van tegenstrijdige belangen. De Nederlandse corporate governance code⁵⁹ welke beursgenoteerde vennootschappen naar Nederlands recht regeert, ziet de (raad van) commissaris(sen) als een onmisbare schakel en één van de twee steunpilaren in de governance van de onderneming.⁶⁰ Deze zienswijze is ook over de landsgrenzen actueel.

58. Zie bijvoorbeeld paragraaf G. van de Veelgestelde vragen/Q&A AIFM -richtlijn van de AFM (www.afm.nl) waarin wordt uitgelegd dat de beheerder moet vaststellen dat de abi-bewaarder voor de betrokken abi geschikt is.

59. De Corporate Governance Code zoals in werking getreden vanaf het boekjaar beginnend op of na 1 januari 2009.

60. Preambule 8 Corporate Governance Code: *Het bestuur en de raad van commissarissen behoren met de belangen van de verschillende belanghebbenden rekening te houden, inclusief de voor de onderneming relevante maatschappelijke aspecten van de onderneming. Vertrouwen van de belanghebbenden dat hun belangen worden behartigd, is een voorwaarde voor hen om binnen en met de vennootschap samen te werken. Goed ondernemerschap, waaronder inbegrepen integer en transparant handelen door het bestuur, alsmede goed toezicht hierop, waaronder inbegrepen het afleggen van verantwoording over het uitgeoefende toezicht, zijn essentiële voorwaarden voor het stellen van vertrouwen in het bestuur en het toezicht door de belanghebbenden. Dit zijn de twee steunpilaren waarop goede corporate governance rust en waarop deze Code ziet.*

Het belang van het aanstellen van een (raad van) commissaris(sen) lijkt bij de opzet van beleggingsinstellingen naar de achtergrond te zijn geraakt. De gedachte is overigens wel geopperd door de Commissie Winter in 2004 bij de presentatie van het Rapport van de Commissie Winter⁶¹. De Commissie Winter deed een viertal aanbevelingen om tot betere en transparantere governance van beleggingsinstellingen te komen. In het kort zag één van de aanbevelingen op het instellen van een raad van commissarissen bij iedere beheerder van een beleggingsinstelling.⁶² De Commissie Winter onderzocht ook de rol van de bewaarder in de governance van beleggingsinstellingen. Gezien de keuze voor de raad van commissarissen als controlerend en toezichhoudend orgaan, werd aan de bewaarder echter minder aandacht besteed. Wel constateert de Commissie Winter in haar rapport dat het de voorkeur geniet als de bewaarder onafhankelijk van de (groep van de) beheerder functioneert.⁶³ Met deze aanbevelingen heeft de wetgever destijds en tot op heden niets gedaan. Waarom eigenlijk niet, was de lobby vanuit de industrie misschien te krachtig? In de VS bijvoorbeeld, wordt ook gewerkt met een model van onafhankelijke bestuursleden ter waarborging van het tegengaan van en controle op tegenstrijdige belangen bij beleggingsinstellingen. De *independent directors* worden gekarakteriseerd als *watch dogs*⁶⁴ en zijn wettelijk verplicht

61. De Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen was ingesteld door de AFM volgend op het rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen' waarin de AFM constateerde dat er gebreken leken te bestaan op het gebied van transparantie en werkwijze van beleggingsinstellingen. De Commissie Winter presenteerde haar aanbevelingen ter verbetering van de werkwijze van beleggingsinstellingen in een rapport in december 2004.

62. Voor beleggingsmaatschappijen zonder aparte beheerder zou de raad van commissarissen op het niveau van de beleggingsmaatschappij moeten worden geïnstalleerd. Indien een beheerder beleggingsinstellingen beheert die allen een eigen raad van commissarissen hebben, zou een additionele raad van commissarissen op het niveau van de beheerder overbodig zijn. Deze aanbeveling is een alternatief voor het instellen van een raad van commissarissen op het niveau van de beleggingsinstelling zelf, waar de Commissie Winter in eerste instantie op had ingezet.

63. *Om een meer algemene controlerende taak te kunnen vervullen zouden bewaarders in ieder geval onafhankelijk moeten functioneren van de beheerder en de groep van ondernemingen waarvan deze deel [toevoeging; MRH] uitmaakt. Dit zou in de praktijk een grote aanpassing vergen die niet in verhouding staat tot de beperkte meerwaarde die een dergelijke controle zou hebben naast het toezicht door een raad van commissarissen en het toezicht van de AFM.* Rapport Winter, p. 47.

64. *Independent fund directors play a critical role in overseeing fund operations and are entrusted with the primary responsibility of looking after the interests of the fund's shareholders. They serve as 'watchdogs', furnishing an independent check on the management of funds. Like directors of operating companies, they owe shareholders the duties of loyalty and care under state law. But independent fund directors also have specific statutory and re-*

gesteld voor in de VS gevestigde open end (*mutual funds*)⁶⁵, closed-end, *exchange traded funds* (ETFs) en *unit investment trusts* (UTIs) in de vorm van een *corporation* of *unit trust*.⁶⁶ De *Investment Company Act 1940* verplicht onder andere dat het bestuur van de beleggingsinstelling voor ten minste twee/derde uit onafhankelijke bestuursleden bestaat. De bepalingen voor het functioneren van de onafhankelijke bestuursleden is grotendeels gebaseerd op de in 1999 gepubliceerde aanbevelingen van het Investment Company Institute (ICI).⁶⁷ De onafhankelijke bestuursleden hebben specifieke en wettelijk vastgelegde taken op het gebied van toezicht op het bestuur, de beheerder, en het mitigeren van tegenstrijdige belangen. De werkzaamheden zien met name op controle op *compliance* met wet- en regelgeving en de voorwaarden van de beleggingsinstelling, (management) fee afspraken, tegenstrijdige belangen, goedkeuringsbevoegdheid bij het aangaan van overeenkomsten en andersoortige relaties met *service providers*, met derde partijen en gelieerde partijen in het bijzonder, goedkeuring bij aanwijzing van de accountant, beoordeling en beloningsstructuren van de beheerder⁶⁸ etc.⁶⁹ Ook in

gulatory responsibilities under the Investment Company Act beyond the duties required of other types of directors. ICI Fact Book (2011), p. 8.

65. Een mutual fund verschilt in essentie weinig van de in Nederland gebruikte fondsstructuren. Het fonds zelf is vaak een juridische huls, al dan niet met rechtspersoonlijkheid, zonder werknemers en kapitaal. Het is de manager die het overgrote deel van de taken uitvoert en de portefeuille van het fonds bestiert.
66. Deze structuren worden, onder andere, geregeerd door de *Investment Company Act 1940*, de *Investment Advisers Act 1940*, de *Securities Act 1930* en de *Securities and Exchange Act 1934*.
67. ICI is een Amerikaanse (belangen)organisatie. ICI publiceerde in 1999 best practice aanbevelingen voor de invulling van de taken en verantwoordelijkheden van de onafhankelijke bestuursleden. De ICI aanbevelingen dragen suggesties aan voor de verbetering van het functioneren van het bestuur van mutual fund in termen van onafhankelijkheid en effectiviteit. De ICI aanbevelingen gaan in sommige gevallen verder dan de regelgeving voorschrijft. Het doel van de ICI aanbevelingen is het bestuur in staat te stellen de belangen van de aandeelhouders (nog) beter te behartigen. De ICI aanbevelingen suggereren eisen aan aantal, achtergrond, benoeming, beloning en activiteiten van onafhankelijke bestuursleden.
68. Zie Section 15(c) jo Section 16(a) en (b) jo Section 15(f)(1) (A) en Section 32(a) 1940 Investment Company Act.
69. *Mutual fund boards focus primarily on conflicts of interest, including matters of compliance, risk, fees and the other costs of running a fund. For example, the independent directors are responsible for ensuring that fee negotiations are objective and fair and the board focuses much of its time and energy on preventing compliance violations from occurring, particularly through the Chief Compliance Officer who reports directly to the board. This oversight process also includes the periodic review of service relationships provided to a fund, which are brought before the board for approval. For example, every mutual fund has a transfer agent that handles shareholder records and interactions, a custodian that maintains a record of fund investments, an investment adviser that makes invest-*

het Verenigd Koninkrijk wordt bij monde van de FCA⁷⁰ erkend dat conflicterende belangen beter beheerd worden indien er binnen het bestuur van de beheerder een (aparte) commissie is aangesteld die zich bezighoudt met het monitoren er van.⁷¹

Deze gebruiken in landen met een van oudsher sterke fondsindustrie doen vermoeden dat een raad van commissarissen (enige) toegevoegde waarde zou kunnen hebben bij het beheersen van conflicterende belangen bij beleggingsinstellingen, zelfs ook naast een bewaarder. Kort en goed lijkt de rol van de onafhankelijke bestuursleden veel op die van de raad van commissarissen in de in Nederland nog steeds veel gebruikte *two tier* structuur van directie en raad van commissarissen (of uitvoerende en toezichthoudende bestuursleden in een *one tier* structuur). Anders dan de abi-bewaarder immers, is de raad van commissarissen, helemaal in een one tier board, actiever betrokken bij de besluitvorming en zit dus dicht op het vuur waar de bewaarder alleen maar controles achteraf uitvoert. Ook kan in een structuur met een raad van commissarissen gezocht worden naar een directe rapportage lijn met de *risk, compliance* (en juridische) functie. Inzicht in het functioneren van deze functies en praktische zaken die daar naar boven komen, zorgt op het niveau van de raad van commissarissen voor beter inzicht in en daardoor beter toezicht op de activiteiten en het functioneren van de onderneming. De abi-bewaarder voert natuurlijk ook bepaalde ex-post controles uit maar staat op veel meer afstand van de (beheerder van de) beleggingsinstelling. Daarnaast zijn de controles van de abi-bewaarder beperkt tot de hiervoor beschreven activiteiten welke in ieder geval niet de (lange) termijn strategie en de bedrijfscultuur van de (beheerder van de) beleggingsinstelling omvatten. Misschien was het advies van de Commissie Winter zo gek nog niet?

ment decisions according to the objectives and policies described in the fund's prospectus, a principal underwriter with responsibility for the sale of fund shares, an external auditor that certifies the fund's financial statements and oftentimes there is a fund administrator that oversees all these components plus ensures regulatory compliance. A mutual fund board is responsible for the oversight of these relationships and it is not uncommon for some or all of the services to be provided by a subsidiary of the investment adviser or outsourced to a third party provider. R.F. Radin/W.B. Stevenson, 'Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance', *Journal*, Volume 14, Number 5, Blackwell Publishing, Oxford en Main, 2006, p. 367-376 ('Radin/Stevenson (2006)'), p. 369.

70. Financial Conduct Authority, *Conflicts of interest between asset managers and their customers: Identifying and mitigating the risks*, november 2012 ('FSA 2012').
71. *Such governance bodies challenged and approved conflict identification and controls design work undertaken by others, defined the MI they wished to receive and reviewed the implications of materials presented to them. The best example was a committee chaired by an effective, independent non-executive director, which provided a forum for legal and compliance teams and those with day-to-day responsibility for operating the firm's conflicts practices.* FSA 2012, p. 6.

4. Theorie en praktijk - Niet alles valt in regels te vatten

Op het functioneren van de raad van commissarissen en de onafhankelijke bestuursleden bij mutual funds, valt zeker ook het nodige af te dingen. Onafhankelijke bestuursleden worden ook wel aangeduid als 'country club acquaintances' en 'well compensated rubber stamps'.⁷² Eenzelfde probleem deed zich voelen in het zogenaamde *old boys network* dat de Nederlandse Corporate Governance Code met specifieke aanbevelingen over het functioneren van de raad van commissarissen probeert te doorbreken. Hoe goed bedoeld ook in theorie, bij de rol van de raad van commissarissen, de onafhankelijke bestuursleden als ook bij die van de abi-bewaarder kunnen dus vraagtekens worden geplaatst bij de mate van hun onafhankelijkheid. Voor de raad van commissarissen en onafhankelijke bestuursleden zijn deze vraagtekens niet nieuw. Voor de abi-bewaarder wel. Met de keuze om binnen Europa in te zetten op de abi-bewaarder als toezichthoudend orgaan bij beleggingsinstellingen, zal de wetgever zich dus rekenschap moeten geven van de beperkingen die er aan kleven in de praktijk. Vanuit de gedachte dat tegenstrijdige belangen gemitigeerd dienen te worden en het (uitsluitende) belang van de investeerders dient te prevaleren, zal continu moeten worden bekeken in hoeverre de huidige regelgeving zoals geïmplementeerd door de praktijk de onafhankelijkheid van de abi-bewaarder voldoende waarborgt en afdwingt. Het blijkt immers dat de opties die de praktijk heeft om de abi-bewaarfunctie in te richten weinig ruimte laten voor het daadwerkelijk mitigeren van tegenstrijdige belangen door een onafhankelijke abi-bewaarder. Sterker nog, je zou kunnen beweren dat de wettelijke verplichting een abi-bewaarder aan te stellen voor met name de grote financiële dienstverleners nieuwe *business* heeft opgeleverd op conto van de investeerders zonder dat het veel heeft toegevoegd. De beheerder heeft immers weinig keus dan de global custodian aan te wijzen als abi-bewaarder omdat andere partijen niet bereid bleken (of tegen torenhoge vergoedingen) de abi-bewaarfunctie sec op zich te nemen. En ook aan de benoeming van een intra-groep abi-bewaarder kleven voor investeerders bezwaren omdat de onafhankelijkheid ook in die constructie vaak alleen op papier bestaat. Hoe je het ook wendt of keert, de abi-bewaarder/global custodian zal Chinese Walls moeten opzetten en vervolgens controle en toezicht

uitoefenen op activiteiten die het als custodian, in opdracht van de beheerder, zélf ontplooit en de intra-groep abi-bewaarder rapporteert uiteindelijk aan hetzelfde bestuur als de beheerder. Van een daadwerkelijk onafhankelijke abi-bewaarder als toezichthouder die in het belang van de investeerders tegenstrijdige belangen op het niveau van de beheer mitigeert, lijkt in de praktijk nauwelijks sprake te zijn. De praktische toegevoegde waarde voor investeerders staat daarmee ook een beetje op losse schroeven.

Maar hoe veel meer kun je doen als toezichthouder en regelgever? We kunnen en moeten ook niet verwachten dat met regelgeving alles kan worden opgelost. Linksom, met een raad van commissarissen of rechtsom, met een bewaarder of zelfs als je allebei hebt aangesteld, blijft een kwaadwillende beheerder in staat zijn belangen te laten prevaleren of in ieder geval die van de investeerder niet centraal te stellen. Met *rule based* regelgeving waarmee de financiële sector wordt dichtgetimmerd, kunnen niet alle gaten worden gedicht en dreigt overigens het (grote) gevaar van 'box ticking' zonder dat het gezond verstand nog actief wordt ingezet. Bij *principle based* regelgeving, waarop het burgerlijk recht en ook de Corporate Governance Code in grote mate zijn gebaseerd, moet je anderzijds wel vertrouwen hebben in de bereidheid van de (gemiddelde) beheerder om naar beste kunnen en met het belang van de investeerder centraal gesteld te willen opereren en een governance structuur op te zetten die de (potentieel) tegenstrijdige belangen voldoende mitigeert. Het bereik van regelgeving kortom, kent zijn grenzen en er zullen altijd wanpraktijken zijn. Dat neemt niet weg dat het voor regelgevers, toezichthouders en de praktijk belangrijk is en blijft om te evalueren hoe het papier zich vertaalt naar de praktijk.

72. *Fund directors are sort of a bad joke. They've watched industry fees go up every year, they've watched expense ratios go up year after year, they've added 12b-1 fees. I think they've forgotten, maybe they've never even been told, that the law, the Investment Company Act, says they're required to put interests of the fund shareholders ahead of the interest of the fund advisor.* Citaat van J.C. Bogle (2000) *Common Sense on Mutual Funds: New Imperatives for the Intelligent Investor*, in: Radin/Stevenson (2006), p. 370.