

Van bewaarder naar AIFMD *depository* *Een inkijkje in de veranderende rol van de bewaarder bij beleggingsinstellingen*

mr. drs. M.R. Hoekstra*

1. Inleiding

Het begrip beleggingsinstelling in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) omvat beleggingsmaatschappijen¹ en beleggingsfondsen.² Dit onderscheid heeft gevolgen voor de fiscale, de financieel- en de civielrechtelijke behandeling van beleggingsinstellingen. Beleggingsmaatschappijen manifesteren zich in de praktijk meestal in de vorm van een naamloze vennootschap, meer in het bijzonder een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal.³ Beleggingsfondsen doen zich veelal voor in de vorm van een personenvennootschap (commanditaire vennootschap (CV) en maatschap)⁴ of een overeenkomst *sui generis* (fonds voor gemene rekening) of een samenstel van dergelijke overeenkomsten. De kern van het verschil tussen een beleggingsfonds en beleggingsmaatschappij is de verhouding tot de deelnemers. Beleggingsmaatschappijen zijn beleggingsinstellingen met een rechtspersonenrechtelijke verhouding tot de deelnemers, die waarborgt dat het fondsvermogen is afgescheiden van het privévermogen van de deelnemers en die recht geeft op zeggenschap en uitkeringen van vermogen. Beleggingsfondsen zijn beleggingsinstellingen waarbij de rechtspersonenrechtelijke waarborgen ontbreken en de verhouding tot de deelnemers zich beperkt tot een verbintenissenrechtelijke. Een andere, niet op de wettelijke voorschriften gebaseerde, manier om het onderscheid tussen beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen te duiden is door te kijken naar de vraag wie de economische eigendom van het belegde vermogen heeft. Ligt de economische eigendom bij de deelnemers, dan zal sprake zijn van een beleggingsfonds. Ligt de economische eigendom echter bij de rechtspersoon waarin de deelnemers deelnemen, dan zal er sprake zijn van een beleggingsmaatschappij.⁵

Beleggingsinstellingen kwalificeren voorts als icbe⁶ of als niet-icbe. Dit onderscheid is in de Wft uitgewerkt. Voor in Nederland gevestigde beleggingsinstellingen zijn er thans dus twee toezichtregimes: (i) icbe's en (ii) beleggingsinstellingen (niet-icbe's). De laatste categorie kan indien gebruikmakend van een vrijstelling tot juli 2013 opteren voor het vrijwillig toezichtregime.⁷

Bij alle beleggingsinstellingen met of zonder rechtspersoonlijkheid, icbe of geen icbe en ongeacht het toezichtregime, speelt de bewaarder een rol die zijn oorsprong vindt in zowel het financiële toezichtrecht als het civiele recht. Financieelrechtelijk omdat de Wft de eis van een afgescheiden vermogen oplegt aan onder toezicht staande beleggingsinstellingen. De Wft vereist voorts dat deze aparte entiteit, de bewaarder, de activa van de beleggingsinstelling bevaart⁸ en rechthebbende is van het fondsvermogen.⁹ Civiel-

rechtelijk omdat beleggingsfondsen wegens hun gebrek aan rechtspersoonlijkheid per definitie niet in staat zijn juridisch eigenaar van de activa (en passiva)¹⁰ van het fonds te zijn en

* Mr. drs. M.R. Hoekstra is *Regulatory Affairs Counsel* bij ING Investment Management en advocaat bij NN Advocaten en als buitenpromovenda verbonden aan het Instituut voor Financieel Recht (IFR) van de Radboud Universiteit Nijmegen. Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

1. Een rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen, art. 1:1 Wft.
2. Een niet in een beleggingsmaatschappij ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen, art 1:1 Wft.
3. Art. 2:76a Burgerlijk Wetboek.
4. In deze bijdrage wordt geen aandacht besteed aan het Wetsvoorstel Personenvennootschappen daar het waarschijnlijk lijkt dat dit Wetsvoorstel niet zal worden aangenomen. Zie het bericht van 7 september 2011 van de Minister van Veiligheid en Justitie aan de Eerste Kamer waarin hij aangeeft het wetsvoorstel te willen intrekken.
5. C.J. Groffen, N.B. Spoor & J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsinstellingen', in: D. Busch e.a., *Onderneming en financieel toezicht*, 2010 (hierna: Groffen e.a. 2010), p. 467.
6. 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 (icbe's) (*PbEU L 302*) (hierna: ICBE Richtlijn).
7. Groffen e.a. 2010, p. 476.
8. Art. 1:1 Wft.
9. Art. 4:42 Wft.
10. Zie voor een verdere uitleg van deze aanname J.P.W.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar Burgerlijk recht* (diss. RU Nijmegen), *Serie Onderneming en Recht Deel 47*, Kluwer: Deventer 2008 (hierna: Van der Velden diss. 2008), p.131 - 132.

daarvoor dus een aparte (rechts)persoon moeten aanwijzen. Bij gebruik van een commanditaire vennootschap of fonds voor gemene rekening wordt meestal de beheerder of een bewaarder aangewezen als juridisch eigenaar van het fondsvermogen.¹¹ Op deze manier wordt aangesloten bij de in de Wft neergelegde normen.

In deze bijdrage concentreer ik mij op de bewaarder en de bewaarfunctie bij onder toezicht staande beleggingsinstellingen. Deze beperking leidt alsnog tot een beschrijving van het vanaf 22 juli 2013 op het overgrote deel van de in Nederland gevestigde beleggingsinstellingen toepasselijke regime. Op die datum zal namelijk de Alternative Investment Fund Managers Directive (hierna: AIFM-richtlijn)¹² van kracht zijn welke richtlijn zich uitstrekt tot alle beheerders van 'alternatieve' (niet-icbe's) beleggingsinstellingen.¹³ Vanaf 22 juli 2013 zullen dus alle icbe's en niet-icbe's onder een toezichtregime vallen.

Na inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn zal de definitie van een beleggingsinstelling in de zin van de Wft geen icbe's meer omvatten.¹⁴ De reden die in het Wetsvoorstel AIFM¹⁵ wordt aangedragen is dat bij de voorbereiding van het voorstel bleek dat het handhaven van de thans geldende definitie van beleggingsinstelling en beheerders de inzichtelijkheid van het voorstel kon belemmeren.¹⁶ Waar in deze bijdrage over beleggingsinstellingen wordt gesproken, wordt uitgegaan van de betekenis van deze nieuwe definitie. Een beschrijving van de op de AIFM-richtlijn gebaseerde bewaarfunctie omvat dus strikt genomen niet de icbe-bewaarder. Echter, de functie van de bewaarder in de zin van de AIFM-richtlijn en die van de icbe-bewaarder zijn gebaseerd op dezelfde uitgangspunten. Vreemd is dat niet, de bewaarfunctie heeft immers zijn intrede gedaan in de ICBE Richtlijn en is in de AIFM-richtlijn verder uitgewerkt waarbij de ervaringen van de laatste decennia, Madoff in het bijzonder, zijn meegenomen.

Het takenpakket en de verantwoordelijkheden van de bewaarder zullen voor icbe en niet-icbe beleggingsinstellingen gaan veranderen. De nieuwe taken en verantwoordelijkheden van de bewaarder van in Nederland gevestigde beleggingsinstellingen zullen verder gaan dan de naleving van het principe van vermogensscheiding. Over deze verandering van bewaarder naar *depository* gaat deze bijdrage. Hoewel dus wordt uitgegaan van de bewaarder bij in Nederland gevestigde beleggingsinstellingen in de nieuwe betekenis van het woord, zal hetgeen wordt beschreven naar verwachting (grotendeels) van toepassing worden op de icbe-bewaarder en dus ook voor geïnteresseerden in dat regime interessant zijn om te lezen. Op basis van de in juli gepubliceerde tekst van UCITS V¹⁷ zal de *custodian* bewaarfunctie uit de ICBE Richtlijn en zoals geïmplementeerd in de Wft, in verregaande mate worden geharmoniseerd met de *depository* functie uit de AIFM-richtlijn.¹⁸

2. De bewaarder – huidige regime

In Nederland hadden beleggingsfondsen sinds eind negentiende eeuw al een bewaarder, die het vermogen ten titel van beheer hield voor de deelnemers. Deze bewaarder heeft de taken van de bewaarder uit de ICBE Richtlijn erbij gekregen.¹⁹ Afgezien van de vraag of de interpretatie van de bewaarfunctie vanuit het civiele en financiële recht wel op elkaar aansluiten,²⁰ is de Wft vrij duidelijk over de rol van de bewaarder. De Wft bepaalt dat de beheerder van een beleggingsfonds maatregelen treft opdat de activa van het beleggingsfonds ten behoeve van de deelnemers worden

11. Hoewel er theoretisch gezien andere vormen mogelijk zijn - zo kan het fondsvermogen in gemeenschap door de deelnemers worden gehouden - komen deze in de praktijk minder vaak voor.
12. 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* L 174).
13. De AIFM-richtlijn, zoals te implementeren in de Wft op basis van het wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, het Burgerlijk Wetboek, de Wet op de economische delicten en enige fiscale wetten ter implementatie van [de AIFM-richtlijn], (*PbEU* L 2011, 174) (het 'Wetsvoorstel AIFM'), is gericht tot de beheerders van beleggingsinstellingen (art. 1:13 Wetsvoorstel AIFM) en bestrijkt alle niet-icbe's met uitzondering van: (1) gereguleerde instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening (art. 1:13a sub a Wetsvoorstel AIFM jo art. 2 lid 3 sub b AIFM-richtlijn), (2) holdingvennootschappen die voor zichzelf optreden en een onderneming drijven (art. 1:13a sub b Wetsvoorstel AIFM jo art. 4 lid 1 sub o AIFM-richtlijn), (3) supranationale en internationale organisaties voor zover handelend in het algemeen belang (1:13a sub c Wetsvoorstel AIFM), (4) (nationale, regionale, lokale) overheden (art. 1:13a sub d Wetsvoorstel AIFM), (5) werknemersparticipatie en - spaarplannen (art. 1:13a sub e Wetsvoorstel AIFM), (6) entiteiten met als enig doel securitisatie(transacties) (art. 1:13a sub f Wetsvoorstel AIFM), (7) intragroepbeheerders (art. 1:13a sub g Wetsvoorstel AIFM) en centrale banken van lidstaten (art. 1:13a lid 2 Wetsvoorstel AIFM jo art. 2 lid 3 sub d AIFM-richtlijn). 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 (art. 2:66a lid 1 sub a Wetsvoorstel AIFM) (*Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 2). Ook *joint-ventures* zijn volgens de Memorie van Toelichting op het Wetsvoorstel AIFM (p. 12) en zoals blijkt uit het ESMA *Discussion Paper Key Concepts of the AIFMD and types of AIFM (Question 2)* vrijgesteld. Gezien het feit dat het karakter van een joint-venture, meer ondernemen dan beleggen is, ligt deze uitsluiting voor de hand. Voorts is op 2 oktober 2012 het amendement Huizing c.s. aangenomen. Dit amendement resulteert in een vrijstelling voor beheerders van pensioenpoolingstructuren (*Kamerstukken II* 2012/13, 33 235, nr. 11).
14. Zie definities van het Wetsvoorstel AIFM. Het begrip 'beleggingsfonds' is overigens niet (opnieuw) gedefinieerd.
15. Zie definitie in voetnoot 14.
16. Memorie van Toelichting Wetsvoorstel AIFM, p. 69.
17. Proposal for a 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, Brussel XXX, COM(2012) 350/2, 2012/0168 (COD) (hierna: UCITS V).
18. De term *custodian* wordt in de praktijk gebruikt om de

verkregen door een van de beheerder onafhankelijke bewaarder waarbij de bewaarder slechts met medewerking van de beheerder over de activa kan beschikken.²¹ De verhouding tussen de beheerder en de bewaarder dient schriftelijk te worden vastgelegd en de inhoud van deze overeenkomst is bij algemene maatregel van bestuur nader bepaald.²² Een bewaarder heeft zijn zetel of bijkantoor in Nederland²³ en dient over rechtspersoonlijkheid te beschikken. De bewaarder dient zich volgens in de statuten neergelegde doelomschrijving expliciet te beperken tot het bewaren van de activa en het administreren van de goederen waarin het beleggingsfonds belegt.²⁴ Daarbij moet de bewaarder een voorgeschreven eigen vermogen van ten minste EUR 125.000²⁵ hebben. De bewaarder is voorts gehouden om bij het bewaren in het belang van de deelnemers van het beleggingsfonds op te treden.²⁶ Afhankelijk van het risicoprofiel van het beleggingsfonds zal voor elk beleggingsfonds een aparte bewaarder worden aangewezen.²⁷ De dagelijkse beleidsbepalers, ten minste twee,²⁸ van de bewaarder worden getoetst op deskundigheid en betrouwbaarheid.²⁹ De bewaarder dient een integere bedrijfsuitoefening te voeren.³⁰ Tot slot schrijft de Wft een rangregeling voor bij de voldoening van vorderingen welke van kracht is behoudens andere wettelijke rangregelingen: eerst vorderingen die verband houden met het beheer en bewaren van het fonds, daarna vorderingen die verband houden met rechten van deelneming en tot slot overige vorderingen.³¹

De Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) biedt via 'Veelgestelde vragen' op de website inzicht in haar visie op de invulling van de rol van de bewaarder. De AFM stelt vast dat van de bewaarder wordt verwacht dat hij enige controle houdt op de werkzaamheden van de beheerder. Tegelijkertijd erkent de AFM dat deze taak in de praktijk tot problemen kan leiden aangezien de bewaarder niet in alle gevallen kan controleren of een transactie in overeenstemming met de voorwaarden heeft plaatsgevonden en niet in alle gevallen in staat is om een handtekening voor het beschikken over de activa te plaatsen. De AFM doet vervolgens enkele suggesties voor de manier waarop de taken van de bewaarder praktisch kunnen worden vormgegeven. Kort samengevat stelt de AFM voor dat de bewaarder een volmacht afgeeft aan de beheerder voor onder andere beschikkingshandelingen in lijn met het beleggingsbeleid en de beleggingsrestricties van de beleggingsinstelling waarvan de bewaarder de juridische eigendom houdt. De bewaarder dient voorts enkele (ex-post) periodieke controles uit te voeren. Hoe de bewaarder deze rol concreet moet invullen en uitoefenen blijft onduidelijk. De praktijk worstelt hier dan ook mee en vaak zijn het takenpakket van de (interne) bewaarder en met name zijn controlerende taken beperkt. Dit kan anders zijn indien de bewaarder als toezichthoudend orgaan is aangewezen ter uitwerking van de *governance* van de (beheerder van de) beleggingsinstelling. In reactie op het in 2004 verschenen Rapport van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (hierna: Commissie Winter) waarin onder andere veel aandacht werd besteed aan de *governance* van beleggingsinstellingen en hun beheerders zijn door DUFAS³² de DUFAS Principes van Fondsbestuur³³ (hierna: de DUFAS Principes) opgesteld. Deze gedragscode beoogt nadere richtlijnen te geven voor de organisatorische opzet en werkwijze van de (beheerders van) beleggingsinstellingen ter uitvoering van de wettelijke principes van integere bedrijfsvoering.³⁴

Nadruk ligt hierbij op verdergaande zelfregulering van (beheerders van) beleggingsinstellingen wat betreft integere bedrijfsuitoefening en zorgvuldige dienstverlening. De DUFAS Principes beperken zich tot beleggingsinstellingen die onder de Nederlandse toezichtwetgeving vallen. Uitgangspunt van de DUFAS Principes is dat de daarin opgenomen richtlijnen bijdragen aan de praktische uitwerking van verplichting van de beheerder om te handelen in het belang van de deelnemers en belangenverstrengeling tegen te gaan. Om zowel de integriteit van de fondsensector te waarborgen als een *level playing field* met het buitenland en andere financiële sectoren in het oog te houden,³⁵ is ervoor gekozen bestaande praktijken vast te leggen zonder sectorbrede administratieve en/of financiële lastenverzwaring op te leggen. Door te kiezen voor zelfregulering heeft DUFAS gehoor gegeven aan de druk vanuit de praktijk die niet zat te wachten op verdergaande regulering. Het advies van de Commissie Winter was namelijk een andere.

De Commissie Winter 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 AFM signaleerde dat beleggingsinstellingen niet altijd handelen in het belang van de beleggers en dat zij belangenverstrengeling niet altijd in voldoende mate tegen gaan. De Commissie Winter deed een viertal aanbevelingen om tot betere en transparantere governance van beleggings-

icbe-bewaarder te omschrijven en volgt uit de (Engelstalige versie van de) ICBE Richtlijn. De AIFM-richtlijn hanteert de term *depositary*. Suggesties tot het gebruik van een onderscheidende term als 'bewaarinstelling' of 'bewaarbedrijf' naast 'bewaarder' ten spijt (zie bijvoorbeeld J.W. van der Velden, 'Babylonische bewaarders', *Ondernemingsrecht*, 2009/173 (hierna: Van der Velden *Ondernemingsrecht* 2009), komt men bij vertaling naar het Nederlands in beide gevallen op de term 'bewaarder' uit. Zie voorts citaat met voetnoot 50.

19. Van der Velden *Ondernemingsrecht* 2009, p. 742.
20. Zie bijvoorbeeld Van der Velden *Ondernemingsrecht* 2009, waarin de auteur betoogt dat de bewaarder uit de ICBE Richtlijn niet is bedoeld als eigenaar ten titel van beheer en aangeeft dat er in zijn ogen twee soorten bewaarders te onderscheiden zijn: enerzijds de eigenaar ten titel van beheer van een beleggingsfonds en anderzijds het bewaarbedrijf waar financiële instrumenten 'liggen'.
21. Art. 4:42 Wft.
22. Art. 4:43 Wft jo 116 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (hierna: BGfo).
23. Art. 4:57 Wft.
24. Art. 4:44 lid 1 Wft.
25. Art. 3:53 Wft jo art. 48 lid 1 sub o Besluit prudentiële regels Wft.
26. Art. 116 BGfo.
27. Art. 4:44 lid 2 en 3 Wft.
28. Art. 4:39 Wft.
29. Art. 4:9 jo 4:10 Wft jo art. 12 tot en met 16 BGfo en Beleidsregel deskundigheid 2011.
30. Art. 4:11 jo 4:14 Wft.
31. Art. 4:45 Wft.
32. *The Dutch fund and asset management association*.
33. Vastgesteld en gepubliceerd op 20 februari 2008.
34. Art. 4:14 Wft.
35. Considerans DUFAS Principes.

instellingen te komen. In het kort zag één van de aanbevelingen op het instellen van een raad van commissarissen (hierna: RvC) bij iedere beheerder van een beleggingsinstelling.³⁶ Voor beleggingsmaatschappijen zonder aparte beheerder zou de RvC op het niveau van de beleggingsmaatschappij moeten worden geïnstalleerd. Indien een beheerder beleggingsinstellingen beheert die alle een eigen RvC hebben, zou een additionele RvC op het niveau van de beheerder overbodig zijn. De Commissie Winter besteedde ook kort aandacht aan de rol van bewaarder tot het veiligstellen van de vermogensbestanddelen voor de beleggers en de vraag of deze rol zou moeten worden uitgebreid met algemeen controlerende taken. Omdat de Commissie Winter al had ingezet op de introductie van een RvC én omdat de Commissie Winter de bewaarders niet voldoende uitgerust achtte om dergelijke taken op zich te nemen, zou de impact van de te maken aanpassingen niet opwegen tegen de meerwaarde van een dergelijke controlerende taak. Het door de AFM uit te oefenen toezicht in combinatie met de installatie van een RvC zou derhalve in de ogen van de Commissie Winter voldoende moeten zijn. In reactie op deze aanbeveling van de Commissie Winter, reageerde de Minister van Financiën destijds als volgt:

Met het verplicht opleggen van een RvC zou Nederland uit de pas lopen met Europa en zou het vestigingsklimaat voor beleggingsinstellingen verder worden geschaad. De uitdaging is dan ook om Nederland als vestigingsland voor beleggingsinstellingen aantrekkelijk te houden en tegelijkertijd zorg te dragen voor afdoende bescherming voor beleggers. (...) Het verplichten van een RvC zou dan ook een vrij rigide oplossing zijn gegeven de heterogene beleggingsinstellingssector. (...) De sector heeft zich ingezet voor zelfregulering op het vlak van fund governance. (...) Ik ben daarom van mening dat dit initiatief [de DUFAS Principes; toevoeging MRH] recht doet aan de governance-aanbevelingen van de Commissie Winter en tegelijkertijd een flexibele oplossing biedt, passend bij de diversiteit binnen de Nederlandse beleggingsinstellingssector en de dynamische internationale omgeving waarin deze opereert.³⁷

Er rust derhalve geen wettelijke verplichting op beheerders van beleggingsinstellingen om een RvC in te stellen. De DUFAS Principes adviseren overigens wel het gebruik van een 'interne toezichthouder'. Deze interne toezichthouder kan zich manifesteren als: (i) RvC op het niveau van de beheerder, de beleggingsinstelling, of beide, (ii) niet-uitvoerende bestuursleden binnen het bestuur, (iii) RvC op het niveau van de groep waar de vermogensbeheerder deel van uitmaakt, (iv) *onafhankelijke bewaarder* op het niveau van de beleggingsinstelling, (v) externe accountant (die van tevoren afgesproken controle taken uitvoert), (vi) een hybride vorm van bovenstaande mogelijkheden of (vii) een door de beheerder op te zetten alternatieve manier van controle (te beschrijven in de AO/IC).³⁸ De bewaarder zou dus additionele governance-taken op zich kunnen nemen.

Bovenstaande is een overzicht van de rol van de bewaarder van in Nederland gevestigde beleggingsinstellingen in het huidige regime. Vanaf 22 juli 2013 zullen de hierboven beschreven vereisten voor zover officieel bekend ten tijde van het schrijven van dit artikel van toepassing blijven op icbe-bewaarders. Zoals te verwachten viel na de consultatie over de

icbe-bewaarfunctie³⁹ en de introductie van de AIFM-richtlijn, zal de inhoud van de functie geharmoniseerd worden met die van de AIFM-richtlijn. Daarenboven zal op basis van de huidige tekst van UCITS V de icbe-bewaarfunctie verder worden aangescherpt. Als icbe-bewaarder kan straks optreden een bank of beleggingsonderneming zoals hieronder nader uitgewerkt. Ook zal de aansprakelijkheid van bewaarders verder worden aangescherpt vanuit de gedachte dat de bescherming van *retail* beleggers waar de ICBE Richtlijn op ziet dit rechtvaardigt.⁴⁰ Naar horen zeggen staat de implementatie van UCITS V echter niet boven aan de agenda van de Europese Commissie. Naar verwachting zal implementatie van UCITS derhalve op zijn vroegst in de loop van 2014 plaatsvinden.

3. De bewaarder – toekomstig regime

Deel 4, art. 21 leden 1 tot en met 17, van de AIFM-richtlijn behandelt de karakteristieken en taken van de bewaarder. Deze vereisten zullen worden uitgewerkt in art. 4:37 Wft en het BGfo. Onder het toekomstige regime zal iedere beleggingsinstelling, ongeacht de rechtsvorm, een onafhankelijke bewaarder moeten aanwijzen⁴¹ welke bewaarder zich be-

36. Deze aanbeveling is eigenlijk tweede keus daar de Commissie Winter in eerste instantie versterking van de trustee functie op het niveau van de beleggingsinstelling overwoog. Deze benadering sluit aan bij de in de Verenigde Staten van Amerika gebezigde praktijk waar elke beleggingsinstelling die relaties wil aangaan met aan de beheerder gelieerde partijen een onafhankelijke *board of directors* met drie kwart onafhankelijke bestuurders moet hebben. Analooq aan deze gedachte stelt de Commissie Winter dat een grotendeels onafhankelijke RvC op het niveau van beleggingsinstellingen ook voor Nederlandse beleggingsinstellingen zou moeten gelden. Hierdoor wordt op het juiste niveau invulling gegeven aan de trustee functie. Daar de Commissie Winter zich realiseerde dat een dusdanige verandering voor de praktijk betekent dat het twijfelachtig is of naleving van een dergelijk vereiste binnen afzienbare termijn gerealiseerd kan worden, een dergelijk voorschrift in zou gaan tegen de ingezette lijn waarbij het zwaartepunt van verantwoordelijkheid bij de beheerder in plaats van de beleggingsinstelling ligt en de aannemelijke kans bestond dat een dergelijke aanbeveling Nederlandse aanbieders van beleggingsinstellingen zou benadelen, koos de Commissie Winter uiteindelijk voor versterking van de governance op het niveau van de beheerder.
37. Aanbiedingsbrief Governance beleggingsinstellingen, Minister van Financiën, Directie Financiële Markten aan de voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal, Den Haag 2008, p. 2 - 4.
38. Administratieve Organisatie/Interne Controle.
39. Working document of the commission services (DG Markt) Consultation paper on the UCITS depositary function, 2009/2010.
40. *This strengthening of the liability in case of delegation of custody appears justified in light of the very large investor base and the retail nature of UCITS holders*, UCITS V, p. 9.
41. Waar de AIFM-richtlijn voorschrijft dat iedere beleggingsinstelling één bewaarder moet aanwijzen (art. 21 lid 1 AIFM-richtlijn) is dit in het Wetsvoorstel AIFM niet overgenomen. Zie art. 4:37 f Wetsvoorstel AIFM en de memorie van Toelichting waarin wordt verklaard dat de bewaarder voor meerdere beleggingsinstellingen kan

vindt in de lidstaat waar de beleggingsinstelling gevestigd is, of indien het een buiten de Europese Unie gevestigde beleggingsinstelling betreft in de lidstaat waar de beheerder is gevestigd,⁴² en welke bewaarder ten behoeve van de deelnemers van de beleggingsinstelling de activa bewaart.⁴³ In het Wetsvoorstel AIFM wordt de bewaarder gedefinieerd als degene die belast is met de bewaring van de activa van de beleggingsinstelling.⁴⁴ Uit de definitie lijkt allereerst het vereiste dat de bewaarder een rechtspersoon dient te zijn, welk vereiste wel in de huidige definitie is opgenomen, verdwenen. Dit vereiste komt echter impliciet terug in het artikel waarin de categorieën bewaarders worden gedefinieerd.⁴⁵ Voor het overige lijkt de omschrijving van de bewaarder van beleggingsinstellingen overeen te komen met de huidige bewaarder. Echter, schijn bedriegt. Hoewel dit niet uit de definitie blijkt, zal het vereiste dat de bewaarder juridisch eigenaar van de activa moet zijn, vervallen.⁴⁶ Dat brengt in Nederland een wijziging teweeg ten opzichte van de bestaande situatie. Sinds 2005, toen de destijds van kracht zijnde Wet toezicht beleggingsinstellingen ingrijpend werd herzien, is bepaald dat de bewaarder juridisch eigenaar is van het fondsvermogen en de eigendom houdt ten behoeve de deelnemers.⁴⁷ Bij invoering van de Wet toezicht beleggingsinstellingen in de Wft is het vereiste van vermogensscheiding enigszins anders geformuleerd en beperkt tot het bewaren van de activa van het beleggingsfonds. Zoals in de inleiding al kort aangestipt, zou deze beperking kunnen suggereren dat de bewaarder niet tevens rechtssubject is van de passiva van het fondsvermogen. Uit de memorie van toelichting destijds blijkt dat de wetgever bij invoering in de Wft geen inhoudelijke verschillen met de in de Wft opgaande Wet toezicht beleggingsinstellingen beoogde. De huidige tekst is tot stand gekomen omdat de Raad van State meende dat passiva niet bewaard kunnen worden en het wetsartikel derhalve enkel moest verwijzen naar activa in plaats van het bredere begrip vermogen. Waar de bewaarder de activa verkrijgt, moet op basis van de huidige uitleg van de Wft worden gelezen dat hij ook de passiva verkrijgt.⁴⁸ Overigens heeft het Ministerie van Financiën in de bespreking van de reacties op de consultatieversie van het Wetsvoorstel AIFM-richtlijn aangegeven dat de eis dat de icbe-bewaarder juridisch eigenaar moet zijn van het fondsvermogen bij icbe's ook zal komen te vervallen. De aangevoerde reden is dat er voldoende waarborgen blijven om de belangen van onder andere de deelnemers te beschermen. Hoe het vervallen van deze eis zich laat uitleggen in de civielrechtelijke situatie van beleggingsfondsen is niet geheel duidelijk. Immers, beleggingsfondsen zullen per definitie niet in staat zijn de juridische eigendom te houden en zullen, gemeenschappelijke eigendomsconstructies daargelaten, een andere partij moeten aanwijzen die als juridisch eigenaar optreedt. Dit kan de beheerder of een bewaarder zijn. Resulteert dit nu in twee soorten bewaarders? Van der Velden deed in dit verband een interessante suggestie:

Bewaarders die fungeren als eigenaar ten titel van beheer voor beleggingsfondsen kunnen met andere woorden het beste een special purpose vehicle zijn. Dit is in Nederland al decennia lang de praktijk.⁴⁹ (...) Het heeft duidelijk gemaakt dat in Nederland de rol van de bewaarder anders is verstaan dan in andere Europese lidstaten. De reden van het onbegrip is veel minder fundamenteel dan zij op het eerste gezicht lijkt. Er is sprake van spraakverwarring. (...) De

taken en verplichtingen die deze richtlijnen (AIFM en UCITS IV [toevoeging; MRH]) aan de bewaarder toekennen, kunnen in de Wft worden toebedeeld aan een nieuw te definiëren financiële onderneming. De term bewaarbedrijf lijkt hiervoor het meest adequaat. Daarbij kan worden bepaald dat een bewaarbedrijf een vergunning als bank of beleggingsonderneming moet hebben. De taken en verplichtingen die betrekking hebben op de eigendom ten titel van beheer kunnen dan achterblijven bij de bewaarder zoals die in de Wft is gedefinieerd.⁵⁰

Hoe logisch deze suggestie ook lijkt, de wetgever lijkt ervoor gekozen te hebben vast te houden aan de term bewaarder voor zowel de 'klassieke' bewaarder als de bewaarder *depositary* (en *custodian*).

De overeenkomst tussen de beheerder en de bewaarder waarbij de bewaarder wordt aangewezen dient schriftelijk te worden vastgelegd en de vereisten waaraan deze overeenkomst moet voldoen worden bij algemene maatregel van bestuur nader uitgewerkt.⁵¹ Deze eisen wijken weinig af van de huidige bewaarfunctie zoals in paragraaf 2 beschreven.

En toch zijn er wel degelijk verschillen. Wat bijvoorbeeld niet uit de definitie blijkt, is dat er naast het feit dat de bewaarder een rechtspersoon moet zijn, aanvullende eisen aan de bewaarder worden gesteld.

Wie is de bewaarder? Als bewaarder zal slechts kunnen optreden:

- a. een gereguleerde bank met zetel in een lidstaat;
- b. een (MiFID)⁵² gereguleerde beleggingsonderneming die toereikend kapitaal aanhoudt conform de herziene richtlijn kapitaaltoereikendheid⁵³ en bewaring van financiële instrumenten als nevendienst uitoefent (waarover hieronder meer);

optreden. Een niet onlogische uitleg van de tekst van de AIFM-richtlijn op dit punt.

42. Art. 4:37i Wetsvoorstel AIFM.

43. Art. 4:37f Wetsvoorstel AIFM.

44. Art. 1:1 Wetsvoorstel AIFM.

45. Zie art. 4:37h lid 1 sub c (...) een andere *rechtspersoon* (...) [cursivering; *MRH*]. Interessant is nog te vermelden dat in een eerdere versie van het Wetsvoorstel AIFM wel expliciet werd verwezen naar de eis van rechtspersoonlijkheid: Art. 4:37h lid 1 oude tekst Wetsvoorstel AIFM: 'Een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling treft maatregelen opdat de activa van een door hem beheerde beleggingsinstelling ten behoeve van de deelnemers worden bewaard door een onafhankelijke bewaarder *die rechtspersoon is* [cursivering; *MRH*]. Blijkbaar achtten het niet nodig deze tekst te handhaven.

46. In de 'Bespreking reacties consultatieversie' gepubliceerd door het Ministerie van Financiën, wordt gesteld dat 'voor bewaarders van beleggingsfondsen geldt na de implementatie niet langer de eis dat de bewaarder juridisch eigenaar moet zijn van het fondsvermogen'.

47. Art. 5 lid 2 sub a jo art. 16a Wtb (2005).

48. Van der Velden diss. 2008, p.131 - 132.

49. Van der Velden *Ondernemingsrecht* 2009, p. 742.

50. Van der Velden *Ondernemingsrecht* 2009, p. 744.

51. Art. 4:37f lid 2 en 3 Wetsvoorstel AIFM.

52. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten tot wijziging van

- c. een icbe-bewaarder; of
- d. een bij algemene maatregel van bestuur nader te definiëren 'alternatieve' bewaarder van beleggingsinstellingen die (i) gedurende de eerste vijf jaar vanaf verwerving geen recht tot inkoop of terugbetaling toestaan, (ii) overeenkomstig het beleggingsbeleid in het algemeen niet beleggen in activa die in bewaring moeten worden gegeven of (iii) over het algemeen beleggen in uitgevende instellingen en niet beursgenoteerde uitgevende instellingen om controlerende zeggenschap in de zin van de AIFM-richtlijn⁵⁴ te verkrijgen.⁵⁵

Wat de derde onder c genoemde categorie bewaarders betreft, is een interessante vraag hoe deze zich verhoudt tot UCITS V. In UCITS V immers, zal de icbe-bewaarder niet zijnde een bank of beleggingsonderneming verdwijnen. De AIFM-richtlijn verwijst, via de definities, naar de UCITS IV (icbe-)bewaarder. Zal deze verwijzing en dus de mogelijkheid de huidige icbe-bewaarder te gebruiken blijven bestaan? Daar de AIFM-richtlijn maximum harmonisatie voorschrijft voor wat betreft het aanbieden van deelnemingsrechten aan professionele partijen, hebben de lidstaten voor de implementatie van regelgeving voor de niet-professionele markt wat meer vrijheid. Vanuit de gedachte dat *retail* beleggers verdergaande bescherming nodig hebben en voor hen de flexibeler vormgegeven (huidige) icbe-bewaarder onvoldoende bescherming biedt, zou het kunnen zijn dat deze derde categorie bewaarders inderdaad alleen voor icbe's wordt weggeschreven en voor alternatieve beleggingsinstellingen gehandhaafd blijft. Echter, het zou ook goed kunnen dat de AIFM-richtlijn zal verwijzen naar de meest recente tekst van de UCITS Richtlijn waarmee de derde categorie een dode letter dreigt te worden. Deze laatste gedachte zou in het licht van de hieronder besproken introductie van een bewaarvergunning wel eens meer voor de hand kunnen liggen. De tijd zal het leren.

De onder d genoemde 'alternatieve' bewaarder kan op grond van de AIFM-richtlijn⁵⁶ een persoon of entiteit zijn die (i) bewaartaken vervult in het kader van haar beroeps- of bedrijfsuitoefening en (ii) ten aanzien waarvan deze entiteit verplicht is zich in te schrijven in een wettelijk erkend beroepsregister of moet voldoen aan wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen of regels inzake beroepsmoraal en die voldoende financiële waarborgen en vakbekwaamheid biedt zodat zij de relevante bewaardertaken daadwerkelijk kan uitvoeren en de verplichtingen die uit de uitoefening van deze taken voortvloeien kan nakomen. Men kan, in theorie, dan denken aan trustkantoren, notaris(-), advocaten(kantoren) en administrateurs. Of en hoe deze bewaarfunctie in de Nederlandse praktijk gestalte zal krijgen, valt te bezien. De manier waarop het Ministerie van Financiën en de AFM de 'alternatieve' bewaarder vorm gaan geven, lijkt voor deze bewaarder eerder tot meer dan minder verplichtingen te leiden ten opzichte van de categorie van de icbe-bewaarder. Dit terwijl de aanvankelijke bedoeling van de AIFM-richtlijn het creëren van een lichter regime voor minder risicovolle beleggingsinstellingen lijkt te zijn.

Wat bewaart de bewaarder? Alle financiële instrumenten worden door de bewaarder gehouden. Het betreft financiële instrumenten die hetzij via registratie op een financiële instrumentenrekening in de boeken van de bewaarder hetzij via fysieke levering daadwerkelijk in bewaarneming kunnen worden genomen.⁵⁷ De overige activa, onroerende zaken

bijvoorbeeld, worden door de bewaarder beschreven in een door de bewaarder aan te houden register waarin de juridische eigenaren van die activa worden geregistreerd en welke gegevens door de bewaarder doorlopend op juistheid worden gecontroleerd.⁵⁸

Hoe bewaart de bewaarder? De bewaarder dient de kasstromen⁵⁹ van de beleggingsinstellingen te controleren.⁶⁰ Daarnaast dient de bewaarder ervoor te zorgen dat:

5. verkoop, uitgifte, inkoop, terugbetaling en intrekking van deelnemingsrechten in overstemming met de wet en de fondsvoorwaarden geschiedt;
6. de intrinsieke waarde van de deelnemingsrechten conform de wet, de fondsvoorwaarden en het bepaalde in de AIFM-richtlijn omtrent waardering⁶¹ wordt vastgesteld;
7. hij aanwijzingen van de beheerder uitvoert, tenzij deze aanwijzingen in strijd met de wet of de fondsvoorwaarden zijn;
8. bij transacties met betrekking tot de activa de tegenwaarde binnen de gebruikelijke termijnen bekend gemaakt wordt; en
9. de opbrengsten van de beleggingsinstelling een bestemming krijgen die in overeenstemming is met de wet en de fondsvoorwaarden.⁶²

Uitbesteding aan derden van zijn taken is slechts beperkt mogelijk. Alleen de bewaarneming van de financiële instrumenten kan onder bepaalde voorwaarden worden uitbesteed. Zo moet de delegatie niet plaatsvinden om de wettelijke verplichtingen te ontlopen, moet kunnen worden aangetoond dat er een objectieve reden bestaat voor de uitbesteding, moet de derde partij met bekwaame zorg en zorgvuldigheid worden geselecteerd en dient de op die manier geselecteerde derde partij aan bepaalde voorwaarden te voldoen.⁶³

de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU L 145*) (*Markets in Financial Instruments Directive*, hierna: MiFID).

53. EUR 730.000.
54. Art. 4:37q jo 4:37w Wetsvoorstel AIFM.
55. Art. 4:37h Wetsvoorstel AIFM en nader uitgewerkt in het BGfo. De verwachting is dat voor deze 'alternatieve' bewaarder zoveel mogelijk zal worden aangesloten bij de algemene eisen die gelden voor bewaarders van beleggingsinstellingen.
56. Art. 21 lid 3 AIFM-richtlijn.
57. Art. 21 lid 8 sub a AIFM-richtlijn, art. 91 Level 2 en nader uit te werken in het BGfo.
58. Art. 21 lid 8 sub b AIFM-richtlijn, art. 92 Level 2 en nader uit te werken in het BGfo.
59. 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.
60. Art. 21 lid 7 AIFM-richtlijn, art. 87 tot en met 90 Level 2 en nader uit te werken in het BGfo.
61. Art. 19 AIFM-richtlijn: Volgens passende en consistentie procedures onafhankelijk en accuraat vaststellen van de waarde van de activa welke waardering periodiek bekend wordt gemaakt aan de beleggers.
62. Art. 21 lid 9 AIFM-richtlijn, art. 94 tot en met 100 Level 2 en nader uit te werken in het BGfo.
63. Art. 21 lid 11 AIFM-richtlijn jo 4:37g Wetsvoorstel AIFM

De AIFM-richtlijn regelt, en dat is ook nieuw, de aansprakelijkheid van de bewaarder jegens het fonds en de beleggers. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen het (letterlijke) verlies van de in bewaarneming genomen financiële instrumenten en alle andere schade.⁶⁴ In het laatste geval moet voor aansprakelijkheid sprake zijn van opzet of nalatigheid. In geval van verlies van activa is aansprakelijkheid gegeven tenzij de bewaarder kan aantonen dat het verlies het gevolg is van een externe gebeurtenis buiten zijn redelijke controle en waarvan de gevolgen ondanks alle inspanningen om dit te voorkomen onvermijdelijk zouden zijn geweest. Fraude door een werknemer valt bijvoorbeeld niet onder deze exoneratie. In civielrechtelijke termen betekent dit dat een beroep op overmacht (6:75 BW) tot exoneratie zou kunnen leiden. Bij uitbesteding van de bewaarneming kan de aangewezen bewaarder zich van zijn aansprakelijkheid ontdoen indien dit vooraf schriftelijk is vastgelegd en indien hij kan bewijzen dat hij zijn zorgvuldigheidsverplichtingen met de nodige bekwaamheid, zorgvuldigheid en toewijding is nagekomen en dat aan de specifieke eisen voor delegatie is voldaan.⁶⁵ In het geval dat lokale wetgeving bewaring door een lokale entiteit voorschrijft terwijl deze bewaarder niet voldoet aan de door de AIFM-richtlijn gestelde eisen, kan de bewaarder zich van zijn aansprakelijkheid ontdoen op voorwaarde dat het reglement of de statuten van het betrokken fonds een dergelijke kwijting uitdrukkelijk toestaan, de beleggers voorafgaand aan toetreding tot het fonds uitdrukkelijk worden ingelicht over de beperking en de omstandigheden die dat rechtvaardigen, het fonds of de beheerder van het fonds de delegatie heeft opgedragen, er een schriftelijke overeenkomst is die de beperking van aansprakelijkheid uitdrukkelijk toestaat en er een schriftelijke overeenkomst is tussen de bewaarder en degene aan wie de bewaartaken worden gedelegeerd waarin de aansprakelijkheid uitdrukkelijk aan die derde partij wordt overgedragen.⁶⁶

De uitwerking van de taken van de bewaarder van beleggingsinstellingen en de invulling van de aansprakelijkheidsnormen wordt tot slot aan de Europese Commissie gedelegeerd.⁶⁷ De definitieve tekst van de *Level 2*-uitwerking (naar het zich laat aanzien in de vorm van een verordening) wordt naar verwachting later dit jaar gepubliceerd. Een concept van de *Level 2* tekst is sinds april van dit jaar wel beschikbaar.⁶⁸ In november 2011 heeft ESMA⁶⁹ een technisch advies gepubliceerd waarin aanbevelingen worden gedaan voor de invulling en uitwerking van deze *Level 2* implementatie. Ondertussen leeft met name onder bewaarders de angst dat de *Level 2*-maatregelen verder zullen gaan dan de AIFM-richtlijn voorschrijft met name waar het de uitwerking van de verplichtingen van de bewaarfunctie en de aansprakelijkheid van de bewaarder betreft. De zorg richt zich met name op de reikwijdte van de door de bewaarder te bieden zekerheid met betrekking tot het door hem bewaarde vermogen.⁷⁰ Het is nu wachten op de officiële publicatie alvorens te kunnen vaststellen wat de Europese Commissie heeft gedaan met de aanbevelingen van ESMA en de door de praktijk geuite zorgen. Uit het concept blijkt echter al wel dat weinig rekening is gehouden met deze zorgen en ook door de industrie geïnitieerde lobbyactiviteiten zijn weinig succesvol gebleken.

De bewaarder bewaart en controleert dus, en doet dit op loyale, billijke, professionele en onafhankelijke wijze en verricht geen activiteiten waardoor een belangenconflict ontstaat tussen de beheerder, de bewaarder, de beleggings-

instelling en haar deelnemers.⁷¹ Bewaart hij niet goed, dan is hij, onder omstandigheden, aansprakelijk. Met name deze ruim geformuleerde zorgplicht in combinatie met de verdergaande aansprakelijkheid van de bewaarder brengt veranderingen teweeg. Interessant is om vast te stellen hoe deze verdergaande zorgplicht en toezichthoudende taken van de bewaarder in de praktijk zullen worden uitgewerkt. Zoals al eerder kort aangestipt, heeft de bewaarder ook in het huidige regime bepaalde bewaartaken en ook nu wordt van de bewaarder verwacht dat hij bepaalde controlerende taken op zich neemt. Zie de eerder geschetste interpretatie van de AFM. Ook nu kan de bewaarder additionele toezichthoudende taken op zich nemen zoals uiteengezet in de *DUFAS Principles*. Echter, in de praktijk lijkt de bewaarder redelijk veel vrijheid te hebben bij de invulling van zijn taken. De toezichtstaken vloeien voort uit zelf gekozen regulering en de overige taken worden in de praktijk ook aan weinig controle onderworpen, noch van de toezichthouder, noch van de beleggers. De AIFM-richtlijn geeft de toezichthouder wel een specifieke rol in de uitoefening van het toezicht op de bewaarder. Op verzoek zal de bewaarder alle informatie moeten verstrekken die hij bij de uitvoering van zijn taken heeft verkregen en die de bevoegde autoriteiten van de (beheerder van de) beleggingsinstelling nodig zou kunnen hebben.⁷² Hierbij lijkt de nadruk echter te liggen op het toezicht op de beheerder en het is niet geheel duidelijk of dit nu ook betekent dat de toezichthouder apart toezicht zal houden op de bewaarder en de manier waarop de bewaarder zijn taken uitoefent. Met andere woorden, net als nu het geval is, vervult de bewaarder een rol in de beleggingsinstelling(en) en is het (de beheerder van) de beleggingsinstelling(en) die een vergunning houdt en op zijn verplichtingen onder die vergunning kan worden aangesproken en gecontroleerd door de toezichthouder. In hoeverre is de bewaarder in deze omstandigheden onafhankelijk van de beheerder? In hoeverre zal de toezichthouder toezien op de uitoefening van de verplichtingen van de bewaarder jegens de (beheerder van de) beleggingsinstelling en de bewaarder daarop aanspreken? Kan de toezichthouder dit eigenlijk wel? Zou dat een reden zijn voor de invoering van een aparte vergunning van de bewaarder in MiFID, waarover hieronder meer?

jo (art. 116?) BGfo en art. 101 *Level 2*.

64. Art. 21 lid 12 AIFM-richtlijn, art. 102 tot en met 104 *Level 2* en Boek 6 Burgerlijk Wetboek (derdenbeding).

65. Art. 21 lid 13 AIFM-richtlijn jo art. 4:37g Wetsvoorstel AIFM en art. 86 *Level 2*.

66. AIFM-richtlijn, overweging 44, 45 en 46, p. 23-24.

67. Art. 21 lid 17 AIFM-richtlijn en Chapter IV *Level 2*.

68. European Commission, Commission Delegated regulation (EU) No .../... of XXX supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regard to exemptions, general operating conditions, depositaries, leverage, transparency and supervision, Brussel XXX, [...] (2012) XXX draft (hierna: *Level 2*).

69. De *European Securities and Markets Authority*.

70. De zorg is onder andere geuit door *The Association of Global Custodians* in een verklaring (*Statement of views*) op 31 januari 2012.

71. Art. 21 lid 10 AIFM-richtlijn, Chapter IV *Level 2* en nader uit te werken in het BGfo.

72. Art. 21 lid 16 AIFM-richtlijn.

Om terug te komen op de onafhankelijkheid van de bewaarder en de manier waarop de bewaarder zijn toezichhoudende taak zal moeten gaan vormgeven is het de vraag of de opzet van de AIFM-richtlijn tot het gewenste resultaat zal leiden. Zoals gesteld, is de onafhankelijkheid van de bewaarder van de beheerder in Nederland tot nu toe redelijk flexibel vormgegeven. Zo kan een bewaarder van een beleggingsinstelling deel uitmaken van dezelfde groep als de beheerder. In de praktijk is dat ook vaak het geval, waardoor met name de toezichhoudende rol van de bewaarder niet altijd evenveel om het lijf heeft. Straks kan dat in principe nog steeds het geval zijn indien de verwijzing naar de UCITS IV bewaarder gehandhaafd blijft. Interessant om te vermelden is overigens dat tot voorkort niet duidelijk was wanneer de bewaarder als icbe-bewaarder kwalificeert. De Wft rept niet van de verplichting om als icbe-bewaarder daadwerkelijk de activa van icbe's in bewaring te hebben. Met andere woorden, impliceert 'icbe-bewaarder' dat er ook icbe-activa worden bewaard of is het voldoende dat de bewaarder in alle opzichten aan de in de Wft omschreven eisen voldoet zonder dat er daadwerkelijk icbe-activa worden bewaard? Hoewel tot voor kort nergens formeel vastgelegd, bevestigt het Ministerie van Financiën deze visie nu met zoveel woorden in de artikelsgewijze toelichting bij het Wetsvoorstel AIFM.⁷³ Een bemoedigend standpunt dat wellicht enig soelaas biedt voor beheerders van (niet-icbe) beleggingsinstellingen die thans gebruik maken van een intragroepbewaarder. Terug naar de toezichhoudende rol van de bewaarder. Duidelijk is dat de AIFM-richtlijn zich richt op het beperken van de risico's van belangenconflicten.

Abi-beheerders [beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen; toevoeging MRH] moeten zodanig bestuurd worden en opgezet zijn dat belangenconflicten tot een minimum beperkt blijven.⁷⁴

Is nu beoogd de bewaarder een vergelijkbare rol toe te kennen als een RvC heeft in de Corporate Governance Code en zoals door de Commissie Winter ooit geadviseerd en zoals door DUFAS aangedragen als één van de opties om de governance van beleggingsinstellingen in te richten? Onderdeel van deze governancecontroles in de AIFM-richtlijn zijn goed beloningsbeleid, objectieve en onafhankelijke waardering van activa en het scheiden van de activa van de beleggingsinstelling door deze onder te brengen bij de bewaarder. Of hiermee bedoeld wordt de bewaarder een gelijke toezichhoudende rol toe te kennen als de RvC op grond van de Corporate Governance Code bij beursgenoteerde entiteiten heeft, is niet duidelijk. Indien wordt afgegaan op hetgeen de Europese Commissie over de (ontstaans)geschiedenis van de icbe-bewaarder opmerkt ligt dit wel voor de hand.

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 schandalen is gebeurd. Recent speurwerk in de VS heeft een aantal verontrustende wanpraktijken aan het licht gebracht (zo werden sommige hedge fondsen ervan beschuldigd onrechtmatige transacties in beleggingsfondsen te hebben verricht ten nadele van kleine

beleggers) die een gedegen, rond een bewaarder opgezet systeem had kunnen helpen voorkomen (anders dan in de EU gebiedt de VS-wetgeving plaatselijke fondsbeheerders immers niet om over een dergelijke bewaarder te beschikken). De bewaarder moet derhalve worden gezien als een cruciaal prudentieel instrument ter bescherming van de beleggers in icbe's.⁷⁵

De vergelijking die hier wordt gemaakt met de governance opzet van beleggingsinstellingen (*mutual funds*) in de Verenigde Staten van Amerika waar de verplichting bestaat op het niveau van de beleggingsinstelling een independent board analoog aan de RvC te benoemen, lijkt te impliceren dat in Europa deze rol aan de bewaarder is toegekend. Hiermee lijkt de door de bewaarder uit te oefenen toezichhoudende rol vergelijkbaar met een RvC gegeven. De vraag is dan of het huidige toezichtrechtelijke kader voldoende handvatten biedt om die rol ook serieus te kunnen nemen en de Nederlandse toezichhouder deze taken ook daadwerkelijk (en effectief) aan zijn toezicht zal onderwerpen. Hoe de functie van de toezichhoudende bewaarder zich vervolgens zal verhouden tot de zelf opgelegde governance code van DUFAS waarbij de bewaarder slechts één van de 'organen' is die kan worden aangewezen om de governance vorm te geven, valt te bezien. Het zou wel eens zo kunnen zijn dat de DUFAS Principes door de tijd worden ingehaald. En dan is er nog een ander wetsvoorstel dat zich lijkt te gaan uitstrekken tot bewaarders.

4. De bewaarfunctie onder MiFID II/ MiFIR

Zonder voorafgaande aankondiging lijkt MiFID II⁷⁶ wijzigingen te brengen in de regulering van bewaaractiviteiten. Anders dan onder de huidige MiFID zoals geïmplementeerd in de Wft, waar het bewaren van financiële instrumenten als een nevendienst wordt aangemerkt,⁷⁷ beoogt de huidige versie van MiFID II de bewaarfunctie als een beleggingsdienst te kwalificeren. Onder MiFID II wordt 'het bewaren en beheeren van financiële instrumenten voor rekening van cliënten, met inbegrip van bewaarneming en daarmee samenhangende diensten zoals contacten en/of zekerhedenbeheer'⁷⁸ een activiteit waarvoor een vergunning als beleggingsonderneming vereist is. Een toelichting bij deze voorgestelde wijziging ontbreekt. Het laat zich raden dat het uitbreiden van het toezicht op deze bewaaractiviteiten verband houdt met het alles overkoepelende doel van de wetgever tot het be-

73. Toelichting bij art. 4:37h 'Deze bewaarders hoeven niet daadwerkelijk actief te zijn als bewaarders van icbe's.'

74. AIFM-richtlijn, overweging 22, p. 14.

75. Commissie van de Europese Gemeenschappen, Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees 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, p. 2.

76. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad, zoals gepubliceerd op 20 oktober 2011.

77. Art. 1:1 Wft definitie nevendienst sub a.

78. Bijlage I Deel A onder (9) MiFID II.



schermen van de belangen van de beleggers. Het gebrek aan een toelichting maakt dat onduidelijk is hoe de voorgestelde verruiming van de vergunningplicht voor bewaaractiviteiten onder MiFID II zich verhoudt tot onder andere de bewaarfunctie onder de ICBE Richtlijn en de AIFM-richtlijn. Immers en zoals hiervoor besproken, onder de AIFM-richtlijn behoeft een bewaarder voor alternatieve beleggingsinstellingen niet per definitie als een vergunninghoudende beleggingsonderneming te kwalificeren.

Het blijft op dit moment gissen wat is beoogd. Zo zou het kunnen dat zowel de AIFM-richtlijn als de ICBE Richtlijn zullen worden aangescherpt opdat de op basis van die richtlijnen verplicht aan te stellen bewaarder zich zal beperken tot een onder MiFID II gereguleerde bewaarder. Met deze insteek zouden de taken van de bewaarder worden geharmoniseerd en het toezicht op de bewaarfunctie gewaarborgd zijn. Vanuit de rol die de bewaarder onder de AIFM-richtlijn en ICBE Richtlijn krijgt toebedeeld, zou deze gedachte niet eens zo gek zijn. De bewaarder immers speelt straks een belangrijke rol bij het toezicht op (de beheerder van) beleggingsinstellingen zonder dat er vanuit de genoemde richtlijnen sprake is van direct toezicht (en dus verantwoording aan de toezichthouder) van de bewaarder. Door het invoeren van een aparte vergunningplicht voor de bewaarfunctie onder MiFID II, zou dat toezicht (en de directe verantwoording) er alsnog komen. Beter dan voor elk type beleggingsinstelling een apart type bewaarder (en vergunning) voor te schrijven, zou het zijn om voor de verplichtingen en kwalificatie van de bewaarder te verwijzen naar MiFID II.

Een andere mogelijkheid is dat de richtlijnen niet voldoende op elkaar zijn afgestemd. Dat de reikwijdte van MiFID II te ruim is geformuleerd. Dat een uitzondering zou moeten worden gemaakt voor de bewaarder in de zin van de AIFM-richtlijn. Deze laatste benadering zou wenselijk zijn voor de praktijk omdat het bewaarders die louter optreden als bewaarder voor beleggingsinstellingen niet verplicht tot het aanvragen en onderhouden van een kostbare en tijdrovende vergunning. Deze vrijstelling van een vergunningplicht voor de bewaarder werkt alleen indien de verwijzing naar de UCITS IV bewaarder gehandhaafd blijft. Of zou deze vrijstelling kunnen worden afgeleid uit het feit dat de icbe-bewaarfunctie buiten de reikwijdte van MiFID II wordt gehouden? Art. 2 (h) MiFID II bepaalt immers dat icbe's en de beheerders en bewaarders niet onder de reikwijdte van die regelingen vallen.

Een derde denkbare oplossing zou kunnen zijn dat de bewaarfunctie wordt opgedeeld in bewaren (het houden van de activa (en passiva) van de beleggingsinstelling ten titel van beheer) en de meer toezichthoudende taken. Deze laatste zouden dan niet bij de bewaarder behoeven te liggen maar bij een gereguleerde bewaarinstelling of welke naam hier ook aan gegeven zou worden.⁷⁹ Hoewel, zoals gezegd, een logisch voorstel, is het nog maar de vraag of de wetgever deze weg in zal slaan.

5. Afsluiting

Het zijn interessante tijden voor bewaarders. De AIFM-richtlijn brengt verandering en vernieuwing in de functie van bewaarders bij beleggingsinstellingen. Een bewaarder krijgt er taken en verantwoordelijkheden bij die (veel) verder gaan dan het bewaren van de activa alleen. Hoe deze transformatie van bewaarder naar *depositary* in de praktijk zal uitwerken valt te bezien. Wellicht biedt het kansen

voor partijen die zich gaan specialiseren in de bewaarfunctie. Wellicht ook zullen partijen voorzichtiger worden in het accepteren van de functie, er is immers een uitbreiding van hun aansprakelijkheid gegeven. De tijd zal het leren. De tijd zal ons ook moeten leren hoe invulling zal worden gegeven aan de toezichthoudende taken van de bewaarder en het door de bevoegde autoriteiten te houden toezicht op de bewaarder. Bij de behandeling van het AIFM Wetsvoorstel dat als gevolg van de val van het kabinet niet controversieel is verklaard en op 15 juni 2012 is behandeld in de Tweede Kamer zijn onder andere vragen gesteld over de reikwijdte van de AIFM-richtlijn voor de bewaarder. Specifiek werd door enkele fracties de vraag opgebracht aan welke prudentiële- en toezichtrechtelijke eisen de bewaarder zal moeten voldoen, wat de rol is van toezichthouders en of additioneel kapitaalseisen nodig zijn.⁸⁰ Hoewel de kamerfracties niet in alle gevallen blijk gaven van een volledig begrip van de bedoeling en inhoud van de AIFM-richtlijn, zullen de antwoorden op deze specifieke vragen interessant zijn voor de praktijk. Uitkijken dus naar de definitieve Level 2-publicatie en de interpretatie daarvan door de toezichthouder.

79. Zie voor een verdere uitleg van deze visie het citaat in paragraaf 3.

80. *Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 5, p. 6.

