

## 9 Een beleggingsfonds in de vorm van een FGR Een meerpartijenovereenkomst *sui generis*?

W.A.K. Rank <sup>■</sup>

### 1 INLEIDING

Een meerpartijenovereenkomst is een overeenkomst waaruit tussen meer dan twee partijen verbintenissen voortvloeien. Op dergelijke overeenkomsten zijn de bepalingen van de Afdelingen 1-4 van Titel 5 van Boek 6 BW rechtstreeks van toepassing, dan wel, waar het betreft Afdeling 5 van Titel 5, van overeenkomstige toepassing, voor zover de aard van de overeenkomst zich daartegen niet verzet.<sup>1</sup> In deze bijdrage wordt ingegaan op de vraag of een beleggingsfonds in de vorm van een fonds voor gemene rekening (FGR) een (wederkerige) meerpartijenovereenkomst constitueert waarop de algemene bepalingen betreffende (wederkerige) overeenkomsten zoals deze in het BW zijn vervat in beginsel van toepassing zijn of dat hier sprake is van een overeenkomst of een samenstel van overeenkomsten van eigen aard waarbij toepassing van deze bepalingen niet aan de orde is.<sup>2</sup>

Uitgangspunt voor deze bijdrage is de in de financiële praktijk algemeen gebruikelijke civielrechtelijke inrichting van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR. Voor een goed begrip van de opzet van een dergelijk beleggingsfonds is een beschrijving van de toezichtsrechtelijke regelgeving met betrekking tot beleggingsfondsen onontbeerlijk. Dit is met name het geval omdat de civielrechtelijke positie van de verschillende bij een beleggingsfonds betrokken partijen in belangrijke mate is gebaseerd op en voortvloeit uit de voor beleggingsfondsen geldende toezichtsrechtelijke regels zoals deze zijn neergelegd in Europese richtlijnen en verordeningen en de Wet financieel toezicht (Wft).

---

■ Prof. mr. W.A.K. Rank is hoogleraar Financieel recht aan de Universiteit Leiden en advocaat en partner bij NautaDutilh te Amsterdam.

1 Zie art. 6:213 lid 2 en 6:279 lid 1 BW. Vgl. ook art. 6:216 BW, volgens welke bepaling de Afdelingen 1-4 van Titel 5 van overeenkomstige toepassing zijn op andere meerzijdige vermogensrechtelijke rechtshandelingen dan overeenkomsten, voor zover de aard van de rechtshandelingen zich daartegen niet verzet.

2 Buiten beschouwing blijft de in de literatuur veelbesproken vraag of een beleggingsfonds in de vorm van een FGR als een personenvennootschap moet worden aangemerkt. Zie daarover uitvoerig: J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht, dissertatie Nijmegen*, serie Onderneming en Recht, deel 47, Deventer 2008, p. 301-330 en de daar vermelde literatuur en jurisprudentie.

Deze toezichtsrechtelijke regels zijn op 22 juli 2013 ingrijpend gewijzigd als gevolg van de implementatie in het Nederlandse recht van de Europese Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (Alternative Investments Fund Managers Directive, AIFMD)<sup>3</sup> en van het van kracht worden van de bijbehorende Uitvoeringsverordening<sup>4</sup> en op 1 januari 2014 nog een keer door de inwerkingtreding van de Wijzigingswet financiële markten 2014.

Deze bijdrage is als volgt opgebouwd. Eerst zal kort aandacht worden besteed aan het begrip beleggingsfonds en meer in het bijzonder aan de structuur van een FGR. Daarna wordt ingegaan op de toezichtsrechtelijke aspecten. In dat verband komen aan de orde vergunningplicht, overgangsrecht, uitzonderingen en vrijstellingen. Ik beperk mij daarbij tot een nationale context: grensoverschrijdende activiteiten en Europees paspoort blijven buiten beschouwing. Vervolgens komen de posities van de beheerder, de bewaarentiteit en de bewaarder aan bod. Daarbij wordt in het bijzonder ingegaan op de in de Wft voorziene wijze van bescherming van beleggers en andere crediteuren van een FGR waar het betreft de voldoening van hun vorderingen uit het fondsvermogen. Daarna wordt aandacht besteed aan de vraag of een beleggingsfonds in de vorm van een FGR een (wederkerige) meerpartijenovereenkomst constitueert waarop de algemene bepalingen betreffende (wederkerige) overeenkomsten van (overeenkomstige) toepassing zijn. Bij deze onderwerpen richt ik mij primair op gewone FGR's en niet op FGR's in de vorm van een ICBE (zoals hierna gedefinieerd). Uitgangspunt is steeds wet- en regelgeving zoals deze van kracht is sinds de implementatie van de AIFMD in het Nederlandse recht en de inwerkingtreding van de Wijzigingswet financiële markten 2014, also wet- en regelgeving zoals deze sinds 1 januari 2014 geldt.<sup>5</sup> Een en ander wordt afgesloten met een conclusie.

---

3 Richtlijn 2011/61/EU van 8 juni 2011 van het Europees Parlement en de Raad 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, *Pb EU* L 174/1. In Nederland is de AIFMD geïmplementeerd in de Wft. De definitieve implementatiewet is op 11 juni 2013 aangenomen door de Eerste Kamer. Deze is op 22 juli 2013 in werking getreden, met een overgangsregime voor reeds actieve AIF-beheerders tot 22 juli 2014.

4 Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/213 van de Commissie van 19 december 2012 tot Aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (C(2012) 8370 def.).

5 Zie over (de gevolgen van) de implementatie van de AIFMD in het Nederlandse recht onder anderen: J.C.A. Tonino, *Vermogensscheiding in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn: nog steeds op zee, land in zicht?*, *FR* 2012/10, p. 352-360, R.K.Th.J. Smits,

## 2 BELEGGINGSFONDSEN

Een FGR is een beleggingsfonds dat wordt gevormd door een overeenkomst of een samenstel van overeenkomsten tussen een beheerder, een bewaarentiteit en de participanten en eventueel ook een bewaarder. Uit de overeenkomst vloeien verbintenissen voort van de beheerder en de bewaarentiteit jegens de participanten en *vice versa* en van de beheerder en de bewaarentiteit jegens elkaar, maar geen verbintenissen tussen de participanten onderling. Deze hebben betrekking op het beheer, de eigendom en bewaring van het door de participanten bijeengebrachte vermogen, alsmede toe- en uittreding van participanten.<sup>6</sup> Bij een gereguleerd beleggingsfonds zal er daarnaast op basis van het contract van de beheerder en de bewaarentiteit met de bewaarder sprake zijn van verbintenissen van de bewaarder jegens de beheerder en de bewaarentiteit en *vice versa* en van de bewaarder jegens de participanten (via het in deze overeenkomst vervatte derdenbeding), maar niet van verbintenissen van de participanten jegens de bewaarder. De verbintenissen van de beheerder en de bewaarentiteit jegens de participanten zullen inhoudelijk gelijk zijn voor alle participanten, behalve waar het betreft de hoogte van de aan de verschillende participanten toekomende bedragen. Deze bedragen zullen immers afhangen van de inleg van de participanten. De verbintenissen van de participanten jegens de beheerder en de bewaarentiteit zullen in de regel beperkt zijn en vaak niet meer inhouden dan een verbintenis tot het voldoen van de inleg en het vervullen van administratieve formaliteiten. Aansprakelijkheid van de participanten voor schulden van de FGR wordt niet beoogd en wordt vaak expliciet uitgesloten.<sup>7</sup> De term FGR betreft een fiscaalrechtelijke term<sup>8</sup>

---

'De AIFMD-bewaarder; praktische gevolgen voor Nederlandse beleggingsinstellingen,' *V&O* 2012/11, p. 2004-204, M. Scheele, 'AIFMD-Toezicht op alle beheerders van beleggingsinstellingen vanaf juli 2013,' *Ondernemingsrecht* 2013/15, p. 150-160, J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsinstellingen en aansprakelijkheid in het zicht van de nieuwe regelgeving,' in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector, serie Onderneming en Recht*, deel 78, Deventer 2013, p. 973-994, C.W.M. Lieverse, 'De bewaarder oude stijl en de bewaarder nieuwe stijl: de taken, aansprakelijkheden en het samenspel,' in: D. Busch e.a. (red.), Christels Koers; *Liber Amicorum Prof.mr.drs. C.M. Grundmann-van de Krol*, serie Onderneming en Recht, deel 79, Deventer 2013, p. 461-474.

6 In het geval van een gereguleerd beleggingsfonds zal naast een overeenkomst met een bewaarentiteit ook nog sprake moeten zijn van een overeenkomst met een bewaarder. Om verwarring te voorkomen, wordt de bewaarentiteit in de praktijk vaak aangeduid met de term 'depository' en de bewaarder met de term 'custodian'. De AIFMD gebruikt ter aanduiding van deze laatste partij echter juist weer de term 'depository', waarmee de verwarring eerder groter dan kleiner wordt. Vgl. J.W.P.M. van der Velden, 'Babylonische bewaarders,' *Ondernemingsrecht* 2009, p. 742-744.

7 Zie voor een gedetailleerde beschrijving en doorwrochte analyse van de verbintenissen in verband met een beleggingsfonds: J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht*, dissertatie Nijmegen, serie Onderneming en Recht, deel 47, Deventer 2008, p. 185-268

8 Zie art. 2 en 28 lid 2 Wet op de Venootschapsbelasting 1969.

die echter in de fondsenpraktijk algemeen wordt gebruikt om dit soort fondsen aan te duiden. Een beleggingsfonds is volgens de Wft een species van het genus beleggingsinstelling. Een beleggingsinstelling wordt in artikel 1:1 Wft gedefinieerd als een alternatieve beleggingsinstelling (Alternative Investment Fund, AIF) zoals bedoeld in artikel 4 lid 1 onderdeel a van de AIFMD.<sup>9</sup>

Een AIF wordt in artikel 4 lid 1 onderdeel a van de AIFMD gedefinieerd als een instelling voor collectieve belegging, met inbegrip van beleggingscompartimenten daarvan, die: (i) bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen; en (ii) niet kwalificeert noch een vergunning nodig heeft als een instelling voor collectieve belegging in effecten (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities, UCITS, ICBE) als bedoeld in de Europese richtlijnen inzake ICBE's.<sup>10</sup>

In een beleggingsinstelling wordt, kort gezegd, belegd voor het collectief: de opbrengst van de beleggingen komt ten goede aan de beleggers gezamenlijk, naar rato van hun inleg. De relevante elementen uit de definitie van AIF zijn nader ingevuld in richtsnoeren die zijn gepubliceerd door de European Securities and Markets Authority (ESMA), welke aanwijzingen bevatten voor de interpretatie van centrale begrippen uit de AIFMD (de 'Richtsnoeren').<sup>11</sup>

Volgens deze Richtsnoeren zijn de volgende criteria bepalend voor de vraag of een entiteit onder de definitie van AIF valt:

- (i) *Instelling voor collectieve belegging*: een instelling voor collectieve belegging heeft als karakteristieken dat:
  - (a) geen sprake is van een 'normale' onderneming met een algemeen zakelijk doel (*general commercial or industrial purpose*);
  - (b) kapitaal wordt samengebracht (*pooling*) van beleggers met als doel dit te beleggen teneinde 'collectieve opbrengsten' (*pooled return*) te genereren uit beleggingen;

9 De term 'alternatieve' beleggingsinstelling is in die zin enigszins misleidend dat het bij dergelijke fondsen niet gaat om 'maatschappelijke beleggingen' maar om alle beleggingsfondsen die geen ICBE zijn, derhalve ook om vastgoedfondsen, hedgefondsen en private equityfondsen.

10 Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot Coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) (herschikking) *Pb EU L 302/32* en Richtlijn 2010/42/EU van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van sommige bepalingen betreffende fusies van fondsen, master-feederconstructies en de kennisgevingsprocedure, *Pb EU L 176/128* en Richtlijn 2010/43/EU van de Commissie van 1 juli 2010 tot uitvoering van Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft organisatorische eisen, belangenconflicten, bedrijfsvoering, risicobeheer en inhoud van de overeenkomst tussen een bewaarder en een beheermaatschappij, *Pb EU L 176/42*.

11 Guidelines on Key Concepts of the AIFMD, ESMA 19 December 2012.

- (c) de houders van rechten van deelneming of aandelen in de instelling als collectief geen dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap hebben (*day-to-day discretion or control*).<sup>12</sup>
- (ii) *Kapitaal ophalen*: de instelling haalt kapitaal op, hetgeen een bedrijfsactiviteit inhoudt waarbij direct of indirect stappen ondernomen worden om de overdracht of toezegging van kapitaal te bewerkstelligen van een of meer beleggers met het doel dit kapitaal te beleggen overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers.
- (iii) *Reeks beleggers*: de instelling dient meerdere beleggers te (kunnen) hebben. Een instelling die de mogelijkheid heeft om kapitaal bij meer dan één belegger op te halen, moet worden beschouwd als een instelling die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt.
- (iv) *Bepaald beleggingsbeleid*: de instelling heeft een vastgesteld beleid, dat bij voorkeur definitief is vastgelegd in bijvoorbeeld het reglement of de statuten van de instelling, ten aanzien van de wijze waarop het in de instelling gepoolde kapitaal dient te worden beheerd om gepoolde opbrengsten voor de deelnemers te genereren.

Een ICBE wordt in artikel 1:1 Wft gedefinieerd als een instelling voor collectieve belegging in effecten als bedoeld in artikel 1 lid 2 van de ICBE-richtlijn, *i.e.* een open-end beleggingsinstelling waarvan het uitsluitend doel is collectieve belegging in effecten, op basis van risicospreiding. Een open-end beleggingsinstelling is een beleggingsinstelling waarvan de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa van de beleggingsinstelling direct of indirect worden teruggekocht of terugbetaald.<sup>13</sup> Een ICBE belegt uitsluitend in effecten en niet in vastgoed, schepen, teakhout of andere beleggingsobjecten. Voor het beleggingsbeleid van een ICBE gelden strikte regels, opgesteld in het licht van het beginsel dat een ICBE moet beleggen op basis van risicospreiding. Een ICBE is, gelet op de definitie van het begrip beleggingsinstelling in de Wft, geen beleggingsinstelling in de zin van de Wft. Dat neemt niet weg dat ICBE's de facto wel degelijk beleggingsinstellingen zijn en in de praktijk – en in deze bijdrage – regelmatig ook als zodanig worden aangeduid.

De Wft onderscheidt in artikel 1:1 tussen beleggingsinstellingen in de vorm van een beleggingsmaatschappij en in de vorm van een beleggingsfonds. Een

---

12 Uit het feit dat aan één of meer maar niet aan al deze houders van rechten van deelneming of aandelen dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap is verleend, volgt niet dat de instelling geen instelling voor collectieve belegging is, aldus de Richtsnoeren. Overigens vermeldt de preambule van de AIFMD dat de AIFMD niet van toepassing is op joint ventures. Om als joint venture te kwalificeren en niet als AIF, zal sprake moeten zijn van een samenwerkingsverband waarbij alle betrokken partijen dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap hebben en tenminste tezamen de feitelijke beleggingsbeslissingen nemen. Bovendien vormt een joint venture over het algemeen een besloten kring, waartoe doorgaans niet veelvuldig nieuwe beleggers toetreden.

13 Vgl. art. 5:1a lid 2 Wft. Een closed-end beleggingsinstelling is een beleggingsinstelling die niet open-end is. Vanzelfsprekend zijn er tussenvormen denkbaar. Zie *Kamerstukken II 1988/89, 21 127*, nr. 3, p. 5.

beleggingsmaatschappij is een rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt om de deelnemers in de opbrengst van de belegging te doen delen. Een beleggingsfonds is een niet in een beleggingsmaatschappij ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen om de deelnemers in de opbrengsten van de beleggingen te doen delen. Het verschil tussen beide varianten is gelegen in de rechtsvorm. Een beleggingsmaatschappij heeft rechtspersoonlijkheid, een beleggingsfonds niet. Beleggingsfondsen kunnen bijvoorbeeld zijn opgezet als een FGR zoals zojuist beschreven of als een maatschap of een commanditaire vennootschap.

Beleggingsfondsen worden in de praktijk niet zozeer onderscheiden naar hun rechtsvorm, maar veeleer naar de objecten waarin zij beleggen – effecten, vastgoed, schepen – of naar hun beleggingsstrategie. In dit verband kunnen worden genoemd de zogenaamde hedge funds: beleggingsfondsen die veel gebruik maken van hefboomfinanciering en die niet alleen bij een stijgende markt maar ook bij een dalende markt proberen een positief rendement te behalen, bijvoorbeeld door short selling.

### 3 TOEZICHTKADER

#### 3.1 Vergunningplicht

De AIFMD introduceert geharmoniseerde vereisten voor de vergunningverlening aan en het toezicht op beheerders van beleggingsinstellingen (AIFs), met als doel risico's voor beleggers en markten in de Europese Unie te beperken. De AIFMD is van toepassing op, onder andere, de beheerder (AIFM) die een of meer AIFs beheert. Een AIF kan een externe beheerder hebben of een interne beheerder. Indien de rechtsvorm van de AIF intern beheer toestaat – in het geval van een beleggingsmaatschappij, *i.e.* een beleggingsinstelling met rechtspersoonlijkheid – en het bestuur van de AIF ervoor kiest geen externe AIF-beheerder aan te stellen, is het de AIF zelf die over een vergunning als AIF-beheerder dient te beschikken.

De vergunningplicht, vervat in artikel 2:65 lid 1 Wft, houdt in dat het verboden is om zonder vergunning van de AFM (i) een Nederlandse beleggingsinstelling te beheren, (ii) rechten van deelneming in een beleggingsinstelling in Nederland aan te bieden of (iii) als Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling een beleggingsinstelling te beheren of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan te bieden.

Beheerders die over een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft beschikken, zijn voor wat betreft het beheren van individueel vermogen, het adviseren over financiële instrumenten, bewaring en administratie van deelnemingsrechten en het ontvangen en doorgeven van orders in financiële instrumenten, vrijgesteld van de vergunningplicht voor het verlenen van beleggingsdiensten

(artikel 2:96 Wft). De Europese Commissie heeft echter in haar Q&A met betrekking tot de AIFMD aangegeven dat een entiteit niet zowel over een AIFMD vergunning (artikel 2:65 Wft) als over een MiFID-vergunning (artikel 2:96 Wft) mag beschikken.

### 3.2 Overgangsrecht

Voor beheerders die onmiddellijk voor 22 juli 2013, de inwerkingtredingsdatum van de AIFMD implementatiewet in Nederland, actief waren op de Nederlandse markt gold een overgangsjaar. Zij behoefden hun vergunning pas uiterlijk 21 juli 2014 te hebben aangevraagd. Wel rust op deze beheerders een inspanningsverplichting om ten tijde van het indienen van deze vergunningaanvraag te voldoen aan alle regels die voortvloeien uit de AIFMD.

De vergunningplicht is niet van toepassing op beheerders van beleggingsinstellingen die:

- a. onmiddellijk voorafgaand aan 22 juli 2013 een beleggingsinstelling met zetel in Nederland beheerden;
- b. welke beleggingsinstelling *closed-end* is; en
- c. waarin na 22 juli 2013 geen beleggingen meer worden gedaan.

Verder geldt de vergunningplicht ook niet voor de beheerders van beleggingsinstellingen die een beleggingsinstelling met zetel in Nederland beheren welke beleggingsinstelling:

- a. *closed-end* is;
- b. waarvan de inschrijving door beleggers op rechten van deelneming voor 22 juli 2011 gesloten is; en
- c. die is opgericht voor een periode die uiterlijk 22 juli 2016 afloopt.

### 3.3 De minimis

Het AIFMD-regime zoals geïmplementeerd in de Wft kent een *de minimis* uitzondering voor relatief kleine beheerders (artikel 2:66a Wft). Een Nederlandse beheerder is uitgezonderd van de vergunningplicht als de waarde van het totaal aan activa die de beheerder direct of indirect onder zijn beheer heeft niet boven de volgende drempels uitkomt:

- a. € 100 miljoen; of
- b. € 500 miljoen, indien de beheerde AIFs geen gebruik maken van hefboomfinanciering en geen recht tot inkoop of terugbetaling van rechten van

deelneming in de AIFs kan worden uitgeoefend gedurende een periode van vijf jaar.

Het gaat om het totaal aan activa onder beheer, dus voor deze berekening moet de waarde van alle AIFs die de beheerder beheert, worden opgeteld.

Voorwaarde voor de toepassing van de *de minimis* uitzondering is dat de beheerder de deelnemingsrechten in de door hem beheerde AIFs alleen aanbiedt:

- a. aan professionele beleggers in de zin van de Wft;
- b. aan minder dan 150 personen;
- c. tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per deelnemer; of
- d. voor zover de deelnemingsrechten een nominale waarde van ten minste € 100.000 per recht hebben.

Ofschoon de beheerder van een beleggingsinstelling onder de *de minimis* uitzondering geen vergunning hoeft aan te vragen, moet de beheerder wel een melding doen bij de AFM. Deze melding moest – voor bestaande beheerders – vóór 22 juli 2014 plaatsvinden. De beheerder heeft bepaalde periodieke rapportageverplichtingen aan DNB. Verder moet de beheerder de omvang van de beheerde activa doorlopend bewaken. Daarnaast zal een *selling restriction* moeten worden opgenomen in alle beleggersdocumentatie conform de toepasselijke wettelijke voorschriften.<sup>14</sup>

#### 4 BEHEERDER, BEWAARENTITEIT EN BEWAARDER

In het geval van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR vervullen de beheerder en de bewaarentiteit elk hun eigen rol. Voor gereguleerde FGR's zijn deze rollen, almede de rol van de bewaarder, nader uitgewerkt in wet- en regelgeving. Op hoofdlijnen komt de wettelijke taakverdeling op het volgende neer.

##### 4.1 Beheerder

Artikel 4:37c lid 1 Wft bepaalt dat de beheerder van een beleggingsinstelling een rechtspersoon moet zijn. De beheerder houdt zich bezig met het beheren van de beleggingsinstelling. Blijkens de definitie van 'beheren van een beleggingsinstelling' in artikel 1:1 Wft gaat het in dit verband om het verrichten van de activiteiten genoemd in Bijlage I van de AIFMD. Deze bijlage noemt

---

<sup>14</sup> Naast de hier besproken *de minimis* uitzondering bestaan er ook uitzonderingen op de vergunningplicht voor holding companies, joint ventures en family offices.



een groot aantal activiteiten. Deze omvatten onder meer portefeuillebeheer, risicobeheer, administratie – waaronder uitgifte en inkoop van deelnemingsrechten, het bijhouden van een deelnemersregister en waardering en prijsstelling van deelnemingsrechten – verhandeling en werkzaamheden met betrekking tot de activa. Om als beheerder te kunnen worden aangemerkt dient een partij echter ten minste zorg te dragen voor portefeuillebeheer en risicobeheer.<sup>15</sup> Portefeuillebeheer behelst het bepalen van het beleggingsbeleid en het nemen van beleggingsbeslissingen met betrekking tot het vermogen van een beleggingsinstelling. Risicobeheer omvat het identificeren, analyseren en accepteren of mitigeren van risico's die ontstaan bij het portefeuillebeheer. Artikel 2:67a lid 1 Wft bepaalt dat beheerders in beginsel geen andere activiteiten mogen verrichten dan beheer.<sup>16</sup>

#### 4.2 Bewaarentiteit

Op grond van artikel 4:37j lid 1 Wft – welke bepaling geldt sinds 1 januari 2014 als gevolg van de inwerkingtreding op die datum van de Wijzigingswet financiële markten 2014 – dient de juridische eigendom van de activa van een beleggingsfonds gehouden te worden door een entiteit met als enig statutair doel het houden van de juridische eigendom van de activa van een of meer beleggingsfondsen, al dan niet tezamen met het administreren en bewaren van de activa.<sup>17</sup> Het is deze entiteit die eerder in deze bijdrage werd aangeduid als 'bewaarentiteit' en die ook hierna als zodanig zal worden aangeduid. De bewaarentiteit heeft geen basis in de AIFMD maar is een typisch Nederlands fenomeen. Een beleggingsfonds kan zelf geen eigenaar zijn van het fondsvermogen omdat een beleggingsfonds geen rechtspersoonlijkheid heeft. De bewaarentiteit is gecreëerd om een oplossing voor dit probleem te bieden.

Een mogelijkheid zou zijn om de beheerder tot rechthebbende van het fondsvermogen te maken. Dat lijkt echter minder goed verenigbaar met de taak van de beheerder. Bovendien zou er dan geen afscheiding bestaan tussen het fondsvermogen en het overige vermogen van de beheerder of zou alsnog in een dergelijke afscheiding moeten worden voorzien.

Een structuur waarin de deelnemers gezamenlijk rechthebbenden van het fondsvermogen zijn, stuit af op praktische bezwaren. Er zou dan mede-eigendom ontstaan tussen de participanten van het beleggingsfonds. Weliswaar zouden de participanten alsdan beschermd zijn tegen een faillissement van de beheerder of de bewaarder omdat het fondsvermogen niet aan de beheerder

---

15 *Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 41.

16 Vaak zal het niet eenvoudig zijn om te bepalen welke partij als beheerder van een beleggingsinstelling heeft te gelden. Dat speelt met name in situaties van uitbesteding.

17 Voor ICBE's geldt eenzelfde regel. Zie art. 4:44 lid 1 Wft.

of de bewaarder maar aan de gezamenlijke participanten zou toebehoren, maar daar staat tegenover dat een dergelijke constructie verhandeling van deelnemingsrechten in een beleggingsfonds tot een complexe aangelegenheid zou maken. Dit speelt in het bijzonder als het fondsvermogen verschillende soorten goederen omvat. Artikel 3:96 BW bepaalt immers dat de levering van een aandeel in een goed geschiedt op overeenkomstige wijze en met overeenkomstige gevolgen als is bepaald met betrekking tot de levering van dat goed. Dat betekent dat de levering van deelnemingsrechten onderworpen zou zijn aan de voor de diverse goederen geldende leveringsformaliteiten, met alle consequenties vandien. Een dergelijke constructie zou het eveneens moeilijk maken om de beheerder beschikkingshandelingen ten aanzien van het fondsvermogen te kunnen laten verrichten; met betrekking tot beschikkingshandelingen die geen beheersdaden zijn kan op grond van artikel 3:170 lid 3 BW immers geen beheersregeling worden overeengekomen die de beheerder deze bevoegdheid geeft.

Een constructie waarbij de bewaarder tot eigenaar wordt gemaakt stuit op dezelfde bezwaren als die waarbij de beheerder rechthebbende is. Bovendien lijkt zij onverenigbaar met de controlerende taak van de bewaarder onder de AIFMD. Tegen deze achtergrond is de constructie waarin een speciaal daarvoor opgerichte bewaarentiteit als rechthebbende van het fondsvermogen fungeert, het ei van Columbus.

De door de bewaarentiteit gehouden eigendom van de activa laat zich wellicht het best kwalificeren als eigendom ten titel van bewaring. De bepaling van artikel 4:37j Wft beperkt zich tot de activa van een beleggingsfonds. Aannemelijk is echter dat zij ook betrekking heeft op de passiva, dus op het gehele fondsvermogen. Weliswaar heeft de Minister dit nooit met zoveel woorden bevestigd, maar uit de omstandigheid dat blijkens artikel 4:37j lid 5 Wft de door de bewaarentiteit gehouden activa tot verhaal dienen voor de vorderingen van fondscrediteuren en participanten, kan worden opgemaakt dat de bewaarentiteit niet alleen juridisch eigenaar is van de activa van het beleggingsfonds maar ook debiteur van de fondsverplichtingen en dus het gehele fondsvermogen houdt.<sup>18</sup> Dat wil overigens niet zeggen dat een partij die een overeenkomst aangaat met een beleggingsfonds, uitsluitend de bewaarentiteit als contractuele wederpartij heeft. De fondsvoorwaarden kunnen bijvoorbeeld bepalen dat de bewaarentiteit alleen met medewerking van de beheerder over het fondsvermogen mag beschikken.<sup>19</sup> Als de fondsvoorwaar-

---

18 Zie hieronder onder oud recht: W.A.K. Rank en B. Bierman, 'Aangaan van verplichtingen voor rekening van een FGR: aansprakelijkheid en verhaal', *FR* 2008/9, p. 299-310, D. Busch en J.W.P.M. van der Velden, Aansprakelijkheid en verhaal bij Fondsen voor Gemene Rekening, Reactie op Prof. mr. W.A.K. Rank en mr. B. Bierman, 'Aangaan van verplichtingen voor rekening van een FGR: aansprakelijkheid en verhaal', *FR* 2009, p. 4-12.

19 Voor ICBE's bepaalt artikel 4:56 lid 2 Wft expliciet dat de beheerder maatregelen moet treffen opdat de bewaarentiteit slechts met medewerking van de beheerder over de activa kan beschikken.

den zwijgen over betrokkenheid van de beheerder bij het aangaan van overeenkomsten, lijkt het mij verdedigbaar om de bewaarentiteit in zijn hoedanigheid van bewaarentiteit van het betreffende fonds als contractuele wederpartij aan te merken. Echter, in het licht van het feit dat een beleggingsfonds in de vorm van een FGR nu eenmaal een entiteit is die uit meerdere partijen bestaat, van welke entiteit de beheerder een geïntegreerd onderdeel vormt, zou het mijns inziens extra zekerheid bieden voor de rechtsgeldigheid en afdwingbaarheid van de contractsdocumentatie om in de overeenkomst tot uitdrukking te brengen dat de bewaarentiteit in zijn hoedanigheid van bewaarentiteit van het betreffende fonds handelt op instructie van de beheerder in diens kwaliteit van beheerder van het betreffende fonds, of met medewerking of toestemming van de beheerder in die kwaliteit.<sup>20</sup>

Op grond van artikel 4:37j lid 1 Wft moet de bewaarentiteit worden opgezet als een risicomijdende entiteit: haar statutaire doel moet zijn beperkt tot het houden van de activa van een of meer beleggingsfondsen, al dan niet tezamen met het administreren en bewaren van de activa. De beperkte doelomschrijving van de bewaarentiteit strekt ertoe om het risico voor beleggers zoveel mogelijk te beperken. Dit neemt niet weg dat als de bewaarentiteit inderdaad het gehele fondsvermogen houdt en dus ook de debiteur is van de fondsverplichtingen, van een volstrekt risicomijdende entiteit geen sprake kan zijn. Dat de bewaarentiteit zich blijkens de tekst van artikel 4:37j lid 1 Wft ook mag bezighouden met het administreren en bewaren van de activa vormt evenzeer een indicatie dat van een volstrekt risicomijdende entiteit geen sprake kan zijn, daargelaten overigens dat het bewaren van de activa dient te geschieden door de bewaarder en niet door de bewaarentiteit. Weliswaar is niet expliciet vereist dat de bewaarentiteit onafhankelijk is van de beheerder, maar in de praktijk zal zij wel vaak zo worden opgezet, bijvoorbeeld door de bewaarentiteit te structureren als een onafhankelijke stichting of als een vennootschap met een onafhankelijke stichting als aandeelhouder.

Indien op grond van het beleggingsbeleid een reëel risico bestaat dat het vermogen van het beleggingsfonds en het eigen vermogen van de bewaarentiteit ontoereikend zullen zijn voor de voldoening van (a) vorderingen die verband houden met het beheer, het bewaren en het houden van de juridische eigendom van de activa van de beleggingsinstelling en (b) rechten van deelneming, wordt de juridische eigendom van de activa van een beleggingsfonds op grond van artikel 4:37j lid 2 Wft gehouden door een entiteit met als enig statutair doel het houden van de juridische eigendom van de activa uitsluitend

---

20 In de praktijk wordt dit bijvoorbeeld in een overeenkomst tot uitdrukking gebracht door het FGR te omschrijven als “the Custodian, acting in its capacity as legal owner of the assets of the Investment Fund and legal debtor of the liabilities of the Investment Fund, whilst acting in conjunction with and on the instruction of the Manager acting in its capacity as manager of the Investment Fund”, waarbij “Custodian” ziet op de bewaarentiteit en “Manager” op de beheerder.

ten behoeve van dat beleggingsfonds, al dan niet tezamen met het bewaren en administreren van de activa.<sup>21</sup> Dit is de 'één bewaarentiteit per fonds' regel die bedoeld is om het vermogen van andere fondsen te beschermen tegen verhaal door crediteuren van risicovolle fondsen. Deze regel is uitdrukkelijk niet van toepassing op de activa van subfondsen (artikel 4:37j lid 4 Wft). Voor subfondsen geldt derhalve niet de eis dat een risicovol subfonds moet beschikken over een eigen bewaarentiteit.

Artikel 4:37j lid 5 Wft bepaalt dat het vermogen van het beleggingsfonds een afgescheiden vermogen vormt dat uitsluitend dient tot voldoening van (a) vorderingen die verband houden met het beheer, het bewaren en het houden van de juridische eigendom van de activa van de beleggingsinstelling en (b) rechten van deelneming.<sup>22</sup> Ook deze bepaling geldt in haar huidige vorm sinds 1 januari 2014 als gevolg van de inwerkingtreding op die datum van de Wijzigingswet financiële markten 2014. Met deze bepaling is beoogd veilig te stellen dat schuldeisers van de beheerder en de bewaarder geen verhaal kunnen nemen op het fondsvermogen. Als het fondsvermogen bij vereffening onvoldoende blijkt voor de voldoening van bovengenoemde vorderingen, dient het eigen vermogen van de beleggingsinstelling ter voldoening van deze vorderingen, waarbij de hiervoor onder (a) genoemde vorderingen voorrang hebben op de hiervoor onder (b) genoemde vorderingen (artikel 4:37j lid 6 Wft).<sup>23</sup> Andere vorderingen zijn alleen op het vermogen van een beleggingsinstelling verhaalbaar indien vaststaat dat bovengenoemde vorderingen zullen kunnen worden voldaan en dat in de toekomst dergelijke vorderingen niet meer zullen ontstaan. Indien bovengenoemde vorderingen niet volledig uit het vermogen van de beleggingsinstelling kunnen worden voldaan, dient het eigen vermogen van de bewaarentiteit eerst ter voldoening van de vorderingen in bovengenoemde volgorde en vervolgens van overige vorderingen, behoudens door de wet erkende andere redenen van voorrang (artikel 4:37j leden 7-8 Wft).<sup>24</sup> De bepaling van artikel 4:37j leden 3-8 Wft is zo geformuleerd dat er niet zozeer sprake is van een afgescheiden vermogen waarop een rangregeling van toepassing is, maar dat de rangregeling het afgescheiden vermogen creëert.

#### 4.3 Bewaarder

Van de bewaarentiteit moet worden onderscheiden de bewaarder. Artikel 4:37f lid 1 Wft bepaalt dat de activa van een beleggingsinstelling moeten worden bewaard door een onafhankelijke bewaarder. De verplichting tot het aanstellen

---

21 Voor ICBE's geldt op grond van art. 4:44 lid 2 Wft hetzelfde.

22 Voor ICBE's bepaalt art. 4:45 lid 1 Wft hetzelfde.

23 Voor ICBE's bepaalt art. 4:45 lid 2 Wft hetzelfde.

24 Voor ICBE's bepaalt art. 4:45 leden 2 en 3 Wft hetzelfde.

van een dergelijke bewaarder geldt niet alleen voor beleggingsfondsen maar ook voor beleggingsmaatschappijen. Deze bewaarder is niet een typisch Nederlands fenomeen, maar een creatie van de AIFMD. Artikel 115d van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo), dat nadere regels bevat voor (beheerders en bewaarders van) beleggingsinstellingen, verwijst voor de taken van de bewaarder dan ook naar artikel 21 AIFMD. Op grond van artikel 21 AIFMD heeft de bewaarder zowel een bewaartak ten aanzien van de activa van een beleggingsinstelling als een controletak ten aanzien van de beheerder van de beleggingsinstelling. Artikel 21 AIFMD verwijst op zijn beurt weer naar de Uitvoeringsverordening voor een nadere uitwerking van de voorwaarden die voor de uitoefening van de bewaartak en de controletak gelden.

De bewaartak is geregeld in artikel 21 lid 8 AIFMD en houdt in dat activa van de beleggingsinstelling bestaande in financiële instrumenten door de bewaarder giraal of fysiek in bewaring worden genomen. Het gaat daarbij om overdraagbare effecten, geldmarktinstrumenten en deelnemingsrechten die geschikt zijn om te worden geregistreerd of gehouden in een rekening – gegeneraliseerde effecten – en om financiële instrumenten van deze typen in de vorm van toonderstukken.<sup>25</sup> Hieronder vallen bijvoorbeeld effecten die zijn opgenomen in het systeem van de Wet giraal effectenverkeer, maar bijvoorbeeld niet effecten op naam voor de levering waarvan een notariële akte is voorgeschreven. Artikel 21 lid 8 AIFMD bepaalt dat de rekening waarin de financiële instrumenten worden geadministreerd moet worden aangehouden in de boeken van de bewaarder, in naam van de beleggingsinstelling of in naam van de beheerder van de beleggingsinstelling. Ofschoon de bepaling dit uiteraard niet met zoveel woorden zegt, kan eruit worden opgemaakt dat in het geval van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR, de rekening in naam van de bewaarentiteit dient te luiden. Dit laatste volgt mijns inziens uit de combinatie van het vereiste van artikel 21 lid 8 AIFMD dat uit de tenaamstelling van de rekening te allen tijde moet blijken dat de betreffende rekening “conform de toepasselijke wetgeving” toebehoort aan de beleggingsinstelling en het vereiste van artikel 4:37j lid 1 Wft dat de juridische eigendom van de activa van een beleggingsfonds gehouden moet worden door de bewaarentiteit. Bij financiële instrumenten die niet geschikt zijn om te worden geregistreerd of gehouden in een rekening en die evenmin in toondervorm bestaan en bij andersoortige activa dan financiële instrumenten – bijvoorbeeld vastgoed, schepen of private equity belangen – moet de bewaarder volgens artikel 21 lid 8 AIFMD vaststellen of de beleggingsinstelling, de beheerder van de beleggingsinstelling of, in het geval van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR, de bewaarentiteit, de eigenaar van deze activa is en daarvan een register

---

25 Zie art. 88 en 89 Uitvoeringsverordening voor een nadere omschrijving van de betreffende financiële instrumenten en de verplichtingen van de bewaarder.

bijhouden.<sup>26</sup> De bewaarder hoeft deze activa niet in bewaring te nemen (zo dit wat betreft vastgoed of schepen überhaupt al mogelijk zou zijn). Hoe ver de verificatieplicht van de bewaarder strekt, zal afhangen van de aard van de activa. Bij aandelen op naam of vastgoed zal de bewaarder waarschijnlijk een onderzoek moeten uitvoeren dat vergelijkbaar is met de door een notaris uit te voeren titelrecherche.

De controletaak van de bewaarder is geregeld in artikel 21 leden 7 en 9 AIFMD. Artikel 21 lid 7 AIFMD bepaalt dat de bewaarder er in het algemeen voor zorgt dat de kasstromen van de beleggingsinstelling naar behoren worden gecontroleerd en in het bijzonder dat alle betalingen door of namens beleggers bij de inschrijving op rechten van deelneming ontvangen zijn en dat alle contanten van de beleggingsinstelling geboekt worden op een geldrekening bij een bank of een daarvoor in aanmerking komende beleggingsonderneming. Deze geldrekening dient, evenals de rekening waarin de financiële instrumenten worden geadministreerd, te luiden in naam van de beleggingsinstelling, de beheerder van de beleggingsinstelling of, in het geval van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR, de bewaarentiteit. In het kader van het toezicht op de kasstromen van de beleggingsinstelling dient de bewaarder dagelijks een koppeling te maken tussen de kasstromen en de financiële administratie en dient hij significante kasstromen en/of kasstromen die mogelijk niet met de bedrijfsvoering te rijmen zijn te kunnen verklaren.<sup>27</sup> Artikel 21 lid 9 betreft de overige controletaken van de bewaarder en houdt in dat de bewaarder toeziet op onder meer de verkoop, uitgifte, inkoop en terugbetaling van deelnemingsrechten, een juiste berekening van de waarde van deze deelnemingsrechten en een correcte uitvoering van het beleggingsbeleid. De bewaarder dient bij zijn aanstelling een toezichtplan op te stellen, gebaseerd op de ingeschatte risico's behorend bij de aard, schaal en complexiteit van het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling en de organisatie van de beheerder.<sup>28</sup>

Een belangrijk punt betreft de aansprakelijkheid van de bewaarder. Ook hiervoor verwijst de Wft naar het BGfo en verwijst het BGfo weer naar de AIFMD.<sup>29</sup> De AIFMD op zijn beurt verwijst weer naar de Uitvoeringsverordening.<sup>30</sup> Artikel 4:39g lid 2 Wft bepaalt dat bij AmvB nadere regels worden gesteld met betrekking tot de aansprakelijkheid van de bewaarder. Deze bepalingen vinden we in artikel 115e en 115f BGfo. Deze artikelen verwijzen weer naar artikel 21 leden 12 en 13 AIFMD. Volgens artikel 21 lid 12 AIFMD is de bewaarder jegens de beleggingsinstelling of de beleggers aansprakelijk voor

---

26 Zie art. 90 Uitvoeringsverordening voor een nadere uitwerking van de verificatieplicht van de bewaarder.

27 Zie voor meer details art. 85-86 Uitvoeringsverordening.

28 Zie voor meer details art. 92-97 Uitvoeringsverordening.

29 Art. 4:39g Wft, art. 115e en art. 115f BGfo, art. 21 leden 12-15 AIFMD.

30 Art 100-102 Uitvoeringsverordening.

het verlies door de bewaarder of een door de bewaarder ingeschakelde onderbewaarder van in bewaring genomen financiële instrumenten. In een dergelijk geval is de bewaarder verplicht tot teruggave van een financieel instrument van dezelfde soort of betaling van een met de waarde daarvan overeenstemmend bedrag. Dit is slechts anders als het verlies het gevolg is van een externe gebeurtenis waarover de bewaarder redelijkerwijs geen controle heeft en waarvan de gevolgen onvermijdelijk waren, ondanks alle inspanningen om ze te verhinderen. Deze aansprakelijkheid geldt in beginsel ook als de bewaarder de financiële instrumenten in bewaring heeft gegeven bij een onderbewaarder. Dit beginsel lijdt slechts uitzondering in een beperkt aantal gevallen. De bewaarder kan zijn aansprakelijkheid voor verlies van bij de onderbewaarder in bewaring gegeven instrumenten alleen uitsluiten als daarvoor in de overeenkomst inzake beheer en bewaring een objectieve reden is opgenomen en deze aansprakelijkheid wordt overgenomen door de onderbewaarder (artikel 4:37g Wft).<sup>31</sup> Artikel 115e lid 2 BGfo faciliteert een rechtstreekse contractuele actie door de beleggers jegens de bewaarder door te bepalen dat in de overeenkomst tussen de beheerder en de bewaarder een beding moet worden opgenomen op grond waarvan de beleggingsinstelling of de deelnemers in een beleggingsinstelling rechtstreeks een beroep kunnen doen op de bepalingen die in de overeenkomst zijn opgenomen om te voldoen aan de op het punt van de aansprakelijkheid in de AIFMD opgenomen vereisten.

De vraag is of deze regeling van de aansprakelijkheid niet miskent dat van een bewaarder niet kan worden gevergd dat deze instaat voor schakels hogerop in de bewaarketen als deze schakels geen groepsmaatschappijen zijn en de bewaarder daarover geen controle heeft.<sup>32</sup> In ieder geval lijkt hier sprake van een mismatch tussen de regels inzake bewaring van financiële instrumenten op grond van de MiFID en die op grond van de AIFMD.<sup>33</sup>

Op grond van artikel 4:37h lid 1 Wft mogen alleen banken, bepaalde beleggingsondernemingen en ICBE-bewaarders als bewaarder worden aangesteld. Voor beleggingsinstellingen met een closed-end karakter die niet beleggen in activa die geschikt zijn om in bewaring te worden gegeven – zoals vastgoed of schepen – of in al dan niet beursgenoteerde uitgevende instellingen met het oogmerk controle te verkrijgen, kunnen in bepaalde gevallen ook andere instellingen als bewaarder optreden, zoals trustkantoren (artikel 4:37h lid 2 Wft). De bewaarder moet in beginsel gevestigd zijn in de staat waarin de beleggingsinstelling is gevestigd (artikel 4:37i Wft).

---

31 Zie art. 21 lid 13 AIFMD en art. 101 Uitvoeringsverordening.

32 Zie W.A.K. Rank, 'Aansprakelijkheid van een custodian bank,' in: D. Busch e.a. (red.), *Aansprakelijkheid in de financiële sector, serie Onderneming en Recht*, deel 78, Deventer 2013, p. 565-593.

33 Zie voor de toepasselijke MiFID-regels: W.A.K. Rank, 'Vermogensscheiding,' in: D. Busch e.a. (red.), *Handboek Beleggingsondernemingen, serie Onderneming en Recht*, deel 51, Deventer 2009, p. 509-537.

De beheerder gaat met de bewaarder mede ten behoeve van de beleggingsinstelling en de participanten een schriftelijke overeenkomst inzake beheer en bewaring aan (artikel 4:37f lid 2 Wft). Deze overeenkomst dient op grond van artikel 115e BGfo te voldoen aan de daaraan door de AIFMD gestelde vereisten en via de AIFMD weer aan de bepalingen van de Uitvoeringsverordening. In deze overeenkomst worden de door de bewaarder te verrichten diensten en taken gespecificeerd.<sup>34</sup>

## 5 BESCHERMING VAN BELEGGERS EN ANDERE CREDITEUREN

Beleggers in een beleggingsfonds in de vorm van een FGR worden op verschillende manieren beschermd. In de eerste plaats is sprake van vermogensscheiding doordat de juridische eigendom van het fondsvermogen ten titel van bewaring wordt gehouden door een risicomijdende bewaarentiteit. In het geval van een risicovol beleggingsfonds is zelfs sprake van een bewaarentiteit die uitsluitend de juridische eigendom van het fondsvermogen van het betreffende beleggingsfonds houdt. In de tweede plaats is sprake van bescherming doordat het door de bewaarentiteit gehouden fondsvermogen een afgescheiden vermogen vormt. Crediteuren van de beheerder en de bewaarder kunnen zich daarop niet verhalen. In de derde plaats geldt een rangregeling voor fondscrediteuren. Op grond van deze rangregeling dient het afgescheiden vermogen primair tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit schulden die verband houden met het beheer en het bewaren van het fonds, daarna tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit deelnemingsrechten en tenslotte, indien vaststaat dat het fondsvermogen toereikend is voor de voldoening van de hiervoor genoemde vorderingen, ook tot voldoening van andere schulden van de beleggingsinstelling. In de vierde plaats is de door het FGR ingeschakelde bewaarder aansprakelijk voor het verlies van door het beleggingsfonds aan de bewaarder toevertrouwde financiële instrumenten. Via het gemene Nederlandse recht is deze aansprakelijkheid primair een aansprakelijkheid van de bewaarder jegens de beheerder c.q. jegens de beleggingsinstelling en niet jegens de beleggers, al zouden beleggers zich via een actie uit onrechtmatige daad ook jegens de bewaarder op de betreffende bepaling kunnen beroepen. Echter, waar artikel 115e lid 2 BGfo verplicht tot opname van een derdenbeding in het contract tussen de beheerder en bewaarder waarbij aan de beleggers rechtstreekse contractuele rechten jegens de bewaarder worden toegekend, kunnen de beleggers onder het systeem van de Wft ook een rechtstreekse contractuele actie jegens de bewaarder entameren.

Nog daargelaten dat de combinatie van een afzonderlijke bewaarentiteit, een afgescheiden vermogen en een rangregeling wat wel wat veel van het

---

<sup>34</sup> Art. 83 (1) Uitvoeringsverordening geeft nadere regels met betrekking tot de inhoud van de tussen de beheerder en de bewaarder te sluiten overeenkomst.



goede lijkt, rijst de vraag of de in artikel 4:37j leden 5-8 Wft voorziene bescherming van beleggers afdoet aan de positie van andere crediteuren van een FGR. Te denken valt in dit verband met name aan wederpartijen uit hoofde van een ISDA Master Agreement – voor derivaten –, een Global Master Repurchase Agreement (GMRA) – voor repo's – of een Global Master Securities Lenders Agreement (GMSLA) voor securities lending. Deze wederpartijen zullen in het geval van een verzuim van het FGR hun zogenaamde close-out en nettingrechten willen uitoefenen. Het gaat daarbij om bedingen in de overeenkomsten op grond waarvan bij verzuim van het FGR de verplichtingen van partijen onmiddellijk opeisbaar worden, alsmede worden omgezet in en verplichting tot het betalen van een bedrag dat hun geschatte actuele waarde vertegenwoordigt, dan wel de verplichtingen vervallen en worden vervangen door een verplichting tot het betalen van het voornoemde bedrag, of de verplichtingen van partijen worden verrekend en alleen het saldo is verschuldigd.<sup>35</sup> Wat mij betreft zijn er goede gronden om te betogen dat artikel 4:37j leden 5-8 Wft alleen betrekking heeft op de voldoening van vorderingen op de betaling waarvan daadwerkelijk aanspraak is gemaakt en niet ziet op de voldoening van vorderingen door middel van verrekening (in de zin van artikel 7:51 sub i BW). Dit zou betekenen dat de wederpartij, door uitoefening van zijn close-out en nettingrechten buiten de reikwijdte van artikel 4:37j leden 5-8 Wft blijft en dat de mogelijkheid om verhaal te nemen door middel van verrekening niet wordt aangetast door deze bepaling. In deze benadering is het niet relevant of en in hoeverre vorderingen uit hoofde van deze overeenkomsten kwalificeren als vorderingen die voortvloeien uit schulden die verband houden met het beheer, het bewaren en het houden van de juridische eigendom van de activa van de beleggingsinstelling, behalve voor zover het betreft de eventuele na verrekening resterende vordering. Bovendien zou ik menen dat vorderingen uit hoofde van een ISDA Master Agreement, een GMSLA, of een GMRA kunnen worden aangemerkt als vorderingen die voortvloeien uit schulden die verband houden met het beheer, het bewaren en het houden van de juridische eigendom van de activa van de beleggingsinstelling, zodat zij reeds daarom op grond van de rangregeling voorgaan boven vorderingen voortvloeiende uit rechten van deelneming. Dat betekent dat zelfs indien de redenering dat wederpartijen die gebruik maken van hun verrekeningsrechten uit hoofde van een ISDA Master Agreement of een GMRA buiten de reikwijdte van artikel 4:37j leden 5-8 Wft blijven geen stand houdt, artikel 4:37j leden 5-8 Wft niet afdoet aan de positie van deze crediteuren.

Een vereiste voor verrekening is dat partijen over en weer elkaars crediteur en debiteur zijn. Ik zou menen dat dit vereiste van wederkerigheid geen probleem kan zijn als in de contractsdokumentatie een FGR wordt omschreven op de in paragraaf 4.2 aangegeven wijze. Dat wil zeggen dat ofwel de bewaar-

---

35 Vgl. de definitie van verrekenbeding als opgenomen in art. 7:51 sub i BW.

entiteit in zijn hoedanigheid van bewaarentiteit van het betreffende fonds als partij wordt opgevoerd ofwel de bewaarentiteit in zijn hoedanigheid van bewaarentiteit van het betreffende fonds, met de toevoeging dat de bewaarentiteit handelt op instructie van of met medewerking of toestemming van de beheerder in zijn hoedanigheid van beheerder van het betreffende fonds. Niettemin, om ook in het laatste geval veilig te stellen dat er sprake is van wederkerigheid, zou overwogen kunnen worden om een bepaling op te nemen inhoudende dat (i) vorderingen en/of schulden aangegaan door het FGR onder de overeenkomst jegens de wederpartij vorderingen en schulden zijn die worden aangegaan door de bewaarentiteit in zijn hoedanigheid van eigenaar van de activa van het beleggingsfonds en debiteur van de verplichtingen van het beleggingsfonds, handelende op instructie van of met medewerking of met toestemming van de beheerder in zijn hoedanigheid van beheerder, (ii) dergelijke schulden van het FGR jegens de wederpartij door de wederpartij verrekend mogen worden met dergelijke vorderingen van het FGR op de wederpartij en (iii) de wederpartij verhaal mag nemen op de activa van het FGR gehouden door de bewaarentiteit voor dergelijke schulden van het FGR jegens de wederpartij.

## 6 KWALIFICATIE FGR ALS MEERPARTIJENOVEREENKOMST

Thans kom ik toe aan de vraag of een beleggingsfonds in de vorm van een FGR een (wederkerige) meerpartijenovereenkomst constitueert en of een dergelijke kwalificatie enige toegevoegde waarde heeft. Deze toegevoegde waarde zou kunnen bestaan uit het van (overeenkomstige) toepassing zijn van de algemene bepalingen betreffende (wederkerige) overeenkomsten van het BW.<sup>36</sup>

Waar een beleggingsfonds in de vorm van een FGR is gebaseerd op een overeenkomst of een samenstel van overeenkomsten tussen een beheerder, een bewaarentiteit en de participanten en eventueel ook een bewaarder waaruit tussen twee of meer partijen verbintenissen voortvloeien, lijkt een kwalificatie van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR als een wederkerige meerpartijenovereenkomst een gegeven. Voor het van (overeenkomstige) toepassing zijn van de algemene bepalingen betreffende (wederkerige) overeenkomsten van het BW lijkt mij echter weinig ruimte. Evenmin bestaat daaraan mijns ziens behoefte.

---

<sup>36</sup> Zie over de in de literatuur veelbesproken vraag of een beleggingsfonds in de vorm van een FGR een personenvennootschap constitueert waarop de bepalingen betreffende personenvennootschappen van het BW en het WvK van toepassing zijn uitvoerig: J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht*, dissertatie Nijmegen, serie Onderneming en Recht, deel 47, Deventer 2008, p. 301-330 en de daar vermelde literatuur en jurisprudentie.

In de eerste plaats zal de aan een FGR ten grondslag liggende contractuele verhouding in belangrijke mate worden bepaald door hetgeen partijen zelf zijn overeengekomen c.q. door de door het FGR gehanteerde algemene voorwaarden van beheer en bewaring. Het door partijen overeengekomene vloeit weer in belangrijke mate voort uit dwingendrechtelijke bepalingen van toezichtsrecht, zoals neergelegd in de Wft, het BGfo en de Uitvoeringsverordening, en, voor beleggingsfondsen die aan een gereguleerde markt zijn genoteerd, uit de reglementen van de betreffende markt. Dit betekent dat de hier bedoelde bepalingen van het BW alleen voor toepassing in aanmerking komen als het om dwingende wetsbepalingen gaat of, in het geval van wetsbepalingen met een aanvullend karakter, als het tussen partijen overeengekomene danwel het gebruik terzake geen uitsluitel biedt. Gegeven het geringe aantal dwingendrechtelijke bepalingen, het fijnmazige karakter van de meeste voorwaarden van beheer en bewaring en de in de fondsenpraktijk geldende gebruiken, zal van toepasselijkheid vaker niet dan wel sprake zijn. Waar de toezichtsrechtelijke voorschriften inzake de civielrechtelijke inrichting van een beleggingsfonds in het bijzonder zijn gericht op de bescherming van beleggers bestaat aan toepasselijkheid van de bepalingen van het BW ook niet echt behoefte als het gaat om het beschermen van de positie van de participanten in een beleggingsfonds. In de tweede plaats zullen de algemene bepalingen betreffende overeenkomsten zoals deze in het BW zijn vervat veelal niet van toepassing zijn, omdat zij voor een beleggingsfonds in de vorm van een FGR geen passend recht opleveren. Er zal dan sprake zijn van het niet van toepassing zijn van de betreffende wettelijke bepalingen omdat de aard van de overeenkomst zich tegen hun toepassing verzet. Daartoe zal met name aanleiding zijn als het gaat om bepalingen die raken aan het collectieve karakter van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR. Dit karakter verzet zich ertegen dat een van de betrokken partijen door uitoefening van aan hem toekomende rechten afbreuk doet aan de positie van andere bij het fonds betrokken contractspartijen.

Zo zal artikel 6:228 BW, welke bepaling een partij bij een overeenkomst de bevoegdheid geeft de overeenkomst te vernietigen als deze is tot stand gekomen onder invloed van dwaling, wat mij betreft niet zonder meer kunnen worden toegepast met betrekking tot alle relaties die in het kader van een beleggingsfonds worden aangegaan. Voor zover het gaat om een door een enkele participant in gang gezette vernietiging moet deze mijns inziens beperkt blijven tot de relatie die deze belegger met de beheerder, de bewaarentiteit en/of de bewaarder is aangegaan en zou zij geen effect mogen hebben voor de relaties die andere participanten met het beleggingsfonds hebben. Een vernietiging van de overeenkomst met betrekking tot alle deelnemers verdraagt zich niet met de aard van een FGR als een overeenkomst waarbij voor gemeenschappelijke rekening van de participanten wordt belegd en waarbij een individuele participant niet de contractuele rechten van zijn mede-participanten moet kunnen aantasten. Ontbinding van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR door een individuele participant bij een tekortschieten van de beheer-

der, de bewaarentiteit of de bewaarder lijkt mij evenmin gepast. Op basis van de bepaling van artikel 6:279 lid 2 BW zou een individuele participant als symmetrische contractspartij daartoe in beginsel gerechtigd zijn. Het kan echter niet de bedoeling zijn dat een enkele participant zijn mede-participanten op een dergelijke wijze in hun rechten aantast. Gedeeltelijke ontbinding, waar het betreft zijn eigen participatie in het beleggingsfonds, lijkt mij wel mogelijk. Evenzo zal een tekortkoming van een individuele participant jegens de beheerder of de bewaarentiteit nooit ertoe kunnen leiden dat de overeenkomst door de beheerder of de bewaarentiteit met betrekking tot alle deelnemers wordt ontbonden. Gedeeltelijke ontbinding, uitsluitend ten aanzien van de wanpresterende participant, zou weer moeten kunnen.<sup>37</sup>

Toepasselijkheid van de regeling van de algemene voorwaarden – Afdeling 3 van Titel 5 – ligt wat mij betreft ook niet voor de hand, althans niet waar het betreft de bevoegdheid van een wederpartij van een gebruiker van algemene voorwaarden om deze algemene voorwaarden op grond van artikel 6:233 BW te vernietigen omdat zij onredelijk bezwarend zouden zijn. De aard van een beleggingsfonds als een collectiviteit van beleggers verzet zich ertegen dat een individuele participant de voorwaarden van beheer en bewaring zou kunnen vernietigen. Dit geldt wat mij betreft zowel wanneer deze vernietiging alleen te zijnen opzichte zou werken als wanneer de vernietiging effect zou hebben ten opzichte van alle participanten. In het eerste geval zou de gelijkheid tussen de verschillende participanten worden doorbroken; in het tweede zouden andere participanten met een mogelijk niet door hen beoogd rechtsgevolg kunnen worden geconfronteerd. Toetsing op initiatief van een belangenorganisatie als bedoeld in artikel 6:240 BW of in een collectieve procedure op grond van artikel 3:305a BW zou daarentegen weer wel mogelijk moeten zijn.<sup>38</sup>

Een lastige vraag is die naar de toepasselijkheid van artikel 6:248 en 6:258 BW – te vinden in Afdeling 4 van Titel 5 – op ( verbintenissen in verband met) een beleggingsfonds in deze zin van een FGR. Het lijkt mij wederom in strijd met het collectieve karakter van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR dat de rechter zou kunnen vaststellen dat het tussen partijen overeengekomene aanvulling of beperking behoeft of op verlangen van een van partijen tot ontbinding of wijziging daarvan zou kunnen overgaan. Dat geldt naar mijn mening zowel wanneer deze aanpassing beperkt zou blijven tot de relatie van een enkele participant met de beheerder, de bewaarentiteit of de bewaarder als wanneer deze zich zou uitstrekken tot alle participanten.<sup>39</sup>

---

37 In dezelfde zin: J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht*, dissertatie Nijmegen, serie Onderneming en Recht, deel 47, Deventer 2008, p. 341-353.

38 In dezelfde zin: J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht*, dissertatie Nijmegen, serie Onderneming en Recht, deel 47, Deventer 2008, p. 269-275.

39 Anders: J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht*, dissertatie Nijmegen, serie Onderneming en Recht, deel 47, Deventer 2008, p. 209 en de op p. 206-210 vermelde rechtspraak.

## 7 CONCLUSIE

Een beleggingsfonds in de vorm van een FGR wordt niet alleen wat betreft zijn toezichtsrechtelijke positie, maar ook wat betreft zijn civielrechtelijke inrichting volledig geregeerd door toezichtsrechtelijke regels zoals deze zijn neergelegd in Europese richtlijnen en verordeningen en in de Wft. Deze regels voorzien in een tripartiete structuur waarbij het fonds wordt beheerd door een beheerder, de juridische eigendom van het fondsvermogen wordt gehouden door een bewaarentiteit en de activa van het fonds worden bewaard door een bewaarder. Het fondsvermogen vormt een afgescheiden vermogen waarop de fondscrediteuren zich kunnen verhalen in een door de wet bepaalde rangorde. Vorderingen van beleggers uit hoofde van deelnemingsrechten hebben daarbij een hoge rang. Zij staan echter ten achter bij vorderingen van wederpartijen uit hoofde van een ISDA Master Agreement, een GMRA of een GMSLA, hetzij omdat deze vorderingen door de werking van de in deze overeenkomsten vervatte verrekenbedingen buiten de reikwijdte van de rangregeling blijven, hetzij omdat zij kunnen worden beschouwd als vorderingen die voortvloeien uit schulden die verband houden met het beheer en het bewaren van het fonds. Een beleggingsfonds in de vorm van een FGR is een bijzondere vorm van een (wederkerige) meerpartijenovereenkomst. Het betreft hier een meerpartijenovereenkomst waarop de algemene bepalingen betreffende (wederkerige) overeenkomsten zoals deze in het BW zijn neergelegd zelden of nooit van toepassing zullen zijn. In de eerste plaats zal de aan een beleggingsfonds in de vorm van een FGR ten grondslag liggende contractuele verhouding in belangrijke mate worden bepaald door hetgeen partijen zelf zijn overeengekomen. In de tweede plaats zullen de bepalingen betreffende overeenkomsten van het BW veelal niet van toepassing zijn omdat de bijzondere aard van een beleggingsfonds in de vorm van een FGR zich daartegen verzet.

