

## PDF hosted at the Radboud Repository of the Radboud University Nijmegen

The following full text is a publisher's version.

For additional information about this publication click this link.

<http://hdl.handle.net/2066/77694>

Please be advised that this information was generated on 2017-12-06 and may be subject to change.

# Beleggingsfondsen en civielrechtelijke praktijk

*J.W.P.M. van der Velden*

## 1 Inleiding

Beleggers kiezen er dikwijls voor om gezamenlijk te beleggen. Zo kunnen zij hun beleggingen beter spreiden, kostenvoordelen behalen, profiteren van andermans expertise en btw besparen. Dergelijke overwegingen spelen zowel voor particulieren als voor institutionele beleggers.

Kapitaalvennootschappen (nv en bv, SE) lijken voor de hand te liggen als rechtsvorm voor collectief beleggen. Toch wordt vaak gekozen voor andere rechtsvormen, zoals personenvennootschappen (maatschap, vof en cv) en zogeheten fondsen voor gemene rekening. Personenvennootschappen en fondsen voor gemene rekening zijn flexibeler dan kapitaalvennootschappen. Zij kunnen bovendien profiteren van fiscale mogelijkheden, zoals transparantie voor de vennootschapsbelasting, die niet beschikbaar zijn voor kapitaalvennootschappen.

Kapitaalvennootschappen die beleggen en die meer aandeelhouders<sup>1</sup> hebben, plegen te worden aangemerkt als beleggingsmaatschappij<sup>2</sup>. Personenvennootschappen en fondsen voor gemene rekening die beleggen, gaan door het leven als beleggingsfonds.<sup>3</sup> De term fonds voor gemene rekening stamt uit het fiscale recht.<sup>4</sup> Civielrechtelijk heeft hij geen vastomlijnde betekenis. In de regel wordt met 'fonds voor gemene rekening' bedoeld op beleggingsfondsen die zijn georganiseerd door middel van een contract van eigen aard en niet (uitdrukkelijk) als personenvennootschap. Ik sluit mij bij dit gebruik aan. Bij een beleggingsfonds plegen drie partijen betrokken te zijn: een rechtspersoon die het vermogen beheert (de beheerder), een rechtspersoon die het vermogen in fiduciaire eigendom heeft (de bewaarder) en de deelnemers, voor wie de beheerder en de bewaarder hun werkzaamheden verrichten.

Over kapitaalvennootschappen en personenvennootschappen bestaat de nodige civielrechtelijke wetgeving, rechtspraak en literatuur. Over fondsen voor gemene rekening zijn veel minder bronnen voorhanden. De civielrechtelijke vragen zijn er niet minder om. Ik noem de volgende goederenrechtelijke vragen: Wie is eigenaar van het fondsvermogen? Wie is bevoegd om erover te beschikken? Is het fondsvermogen afgescheiden? Daarnaast spelen verbintenissenrechtelijke vragen een rol: Tussen welke betrokkenen bestaan verbintenissen? Wat is de inhoud van die verbintenissen? Zijn de onderlinge verhoudingen te kwalificeren als bewaarneming of lastgeving? Ook staat de vraag centraal of een fonds voor gemene rekening moet

1 In het geval van certificering van de aandelen: verschillende certificaathouders.

2 Vergelijk de definitie van beleggingsmaatschappij in art. 1:1 Wft.

3 Art. 1:1 Wft.

4 Vergelijk art. 2 lid 2 Wet VPB 1969.

worden aangemerkt als maatschap of vof en wat daarvan de gevolgen zijn voor de deelnemers.

Deze vragen komen aan de orde in mijn proefschrift *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht*, waarop ik een paar maanden geleden ben gepromoveerd.<sup>5</sup> De redactie heeft mij verzocht om hier iets over te schrijven. Graag maak ik van die gelegenheid gebruik om een aantal bevindingen die voor de praktijk van belang zijn, kort uiteen te zetten.

Voor beleggingsfondsen zijn twee wettelijke kaders van belang: enerzijds het Burgerlijk Wetboek, dat de interne organisatie betreft en de externe verbintenissen, en anderzijds de Wet op het financieel toezicht (Wft), die regelt of en in hoeverre (beheerders van) beleggingsfondsen onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank staan. Sinds oktober 2008 moet hieraan worden toegevoegd: de Wet handhaving consumentenbescherming, op grond waarvan de AFM toezicht houdt op de naleving van civielrechtelijke consumentenbepalingen, door (al dan niet!) vergunningplichtige beleggingsinstellingen. De recente dwangsom van de AFM voor ParTrusT is hiervan een voorbeeld.<sup>6</sup>

## 2 Goederenrechtelijke vragen

### 2.1 Eigendom van het fondsvermogen

Artikel 4:42 Wft schrijft voor dat de activa van vergunningplichtige beleggingsfondsen moeten worden verkregen door de bewaarder. Het artikel zwijgt over de passiva. Daaruit mag niet worden afgeleid dat de passiva op naam van de beheerder dienen te worden gesteld. Uit de ontstaansgeschiedenis van dit artikel is namelijk de bedoeling af te leiden, dat de bewaarder het gehele fondsvermogen verkrijgt. Het wetsvoorstel voor de wijziging van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) in 2005 bepaalde oorspronkelijk dat de bewaarder het vermogen van het beleggingsfonds bewaart. De Raad van State had kritiek op de term 'bewaren van een vermogen', omdat zijns inziens passiva niet kunnen worden bewaard. Daarmee bedoelde de Raad van State niet te zeggen dat de verplichtingen van het beleggingsfonds niet ten name van de bewaarder moesten staan.<sup>7</sup> De wetgever heeft de opmerking van de Raad van State verwerkt door te schrijven dat de bewaarder slechts de activa bewaart. Dat lijkt niet de bedoeling van de Raad van State. Het stemt ook niet overeen met de toelichting, noch met artikel 16a Wtb en 4:45 Wft, op grond waarvan het fondsvermogen dient tot voldoening van fondscrediteuren en deelnemers. Dat impliceert dat de bewaarder als zodanig verplichtingen heeft, zodat hij niet slechts

5 J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2008 (hierna: Van der Velden 2008).

6 Vergelijk het besluit van de AFM d.d. 15 april 2009 inzake ParTrusT Beheer BV, gepubliceerd op <[www.afm.nl](http://www.afm.nl)>.

7 Vergelijk Kamerstukken II 2002/03, 28 998, A, onder C (m.b.t. art. 16a), onder h en onder k (Advies RvS).

de activa, maar ook de passiva 'bewaart'. Waar de Wft schrijft dat de bewaarder de activa verkrijgt, moet dus worden gelezen dat hij ook de passiva verkrijgt.<sup>8</sup>

Deze ruime uitleg van 'activa' geldt ook voor artikel 4:44 lid 1 Wft. Volgens dit artikel moet de bewaarder als enig statutair doel hebben het bewaren van activa en het administreren van de goederen waar een belegginginstelling in belegt. Dit is in verschillende opzichten te beperkt. Niet alleen moet het doel mede omvatten het bewaren van het hele vermogen inclusief de passiva, ook zal de bewaarder een aantal andere taken hebben, zoals het toezicht houden op de beheerder, het aangaan van transacties, het beschikken over de goederen van het beleggingsfonds (samen met de beheerder), het meewerken aan inkoop en uitgifte, enzovoorts. In de praktijk pleegt het statutaire doel van bewaarders dan ook ruimer te zijn dan de Wft – naar de letter – voorschrijft. De AFM staat dit terecht toe. Het gaat immers om de geest.

## 2.2 Beschikken over het fondsvermogen

De beheerder moet ervoor zorgen dat de bewaarder slechts met zijn medewerking over de vermogensbestanddelen van het beleggingsfonds kan beschikken, aldus artikel 4:42 (b) Wft. De term 'beschikken' heeft een goederenrechtelijke lading. De bepaling lijkt te zeggen dat de beheerder ervoor moet zorgen dat de bewaarder slechts tezamen met de beheerder beschikkingsbevoegd is. Al vanaf 1990 is in de literatuur betoogd dat dit de beheerder opzadelt met een onmogelijke eis.<sup>9</sup> De beheerder en de bewaarder kunnen namelijk slechts tezamen beschikkingsbevoegd zijn als zij gemeenschappelijk eigenaren zijn.<sup>10</sup> En dat mogen zij juist niet, omdat alleen de bewaarder de activa moet verkrijgen. Uit de parlementaire geschiedenis blijkt echter dat niet is beoogd dat de beheerder en de bewaarder niet zonder de ander *kunnen* beschikken, maar slechts dat zij dat niet *mogen* doen. Verder bedoelt de wetgever dat deze bepaling ziet op het aangaan van verplichtingen inzake het beleggingsfonds. Op twee punten wijkt de wettekst dus af van de bedoeling: er staat 'kunnen' in plaats van 'mogen' en 'beschikken' in plaats van 'het aangaan van verplichtingen'.

In de praktijk verleent de bewaarder veelal een volmacht aan de beheerder om namens de bewaarder te handelen inzake het beleggingsfonds. De toezichthouder staat dit toe, op voorwaarde dat de bewaarder dan achteraf transacties kan

8 Zo ook: C.J. Groffen, Nieuwe Wtb en Btb 2005, de implementatie, FR 2005, p. 369. Enige twijfel hierover vindt men bij W.A.K. Rank en B. Bierman, Aangaan van verplichtingen voor rekening van een FGR: aansprakelijkheid en verhaal, FR 2008, p. 302 en 308-309. Vergelijk naar aanleiding hiervan D. Busch en J.W.P.M. van der Velden, Aansprakelijkheid en verhaal bij Fondsen voor Gemene Rekening, FR 2009, p. 161-162.

9 Vgl. o.a. C.Æ. Uniken Venema & S.E. Eisma, Eigendom ten titel van beheer naar komend recht (Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht'), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1991, p. 323-325.

10 De termen 'eigenaren' en 'eigendom' hanteer ik in dit artikel ook voor vermogensrechten.

afkeuren.<sup>11</sup> De beheerder moet die transacties vervolgens terugdraaien op – voor het beleggingsfonds – kostenneutrale basis.

Overigens bepaalt artikel 4:42 (b) Wft niet dat de beheerder en de bewaarder tezamen moeten beschikken, maar dat de beheerder de medewerking van de bewaarder nodig heeft. Die medewerking kan intern worden geregeld. Aan de wederpartij kan die medewerking worden getoond door middel van een schriftelijk stuk waaruit de medewerking blijkt. Indien de wederpartij wenst dat zowel de beheerder als de bewaarder het contract tekent, behoort de bewaarder als partij op te treden. De beheerder kan eventueel meetekenen ten blijke van zijn medewerking. Frielink verdedigt dat de verplichting om gezamenlijk te beschikken in de statuten van de bewaarder zou moeten worden opgenomen.<sup>12</sup> Ik zie daarvoor geen wettelijke grondslag. Grundmann-van de Krol, Wegman en Raas bepleiten overigens dat artikel 4:42 (b) Wft wel goederenrechtelijke werking heeft.<sup>13</sup>

### 2.3 *Afgescheiden vermogen*

De Wft kent verschillende mechanismen om het fondsvermogen veilig te stellen voor vorderingen van anderen dan de deelnemers en de fondscrediteuren<sup>14</sup>. Het fondsvermogen moet worden verkregen door een bewaarder, zodat het buiten het vermogen van de beheerder valt. De bewaarder moet een beperkte doelomschrijving hebben, die erop neerkomt dat hij slechts zal optreden als bewaarder van beleggingsinstellingen. In beginsel mag de bewaarder dus voor verschillende beleggingsfondsen optreden. Als er echter een reëel risico bestaat dat het fondsvermogen niet volstaat voor voldoening van de fondscrediteuren en de deelnemers, dient het desbetreffende vermogen te worden ondergebracht bij een aparte bewaarder.<sup>15</sup> De AFM gaat ervan uit dat zo'n reëel risico bestaat wanneer wordt belegd met vreemd vermogen of in ongedekte derivaten. Ten slotte bepaalt artikel 4:45 Wft dat het fondsvermogen slechts dient ter voldoening van de fondscrediteuren en de deelnemers. Op de laatste twee voorzieningen ga ik hierna in.

De verplichting om het fondsvermogen onder te brengen bij een aparte bewaarder wanneer er een reëel risico bestaat op een deconfiture, is zinnig. Deze verplichting is echter zodanig geformuleerd dat zij niet de gewenste zekerheid biedt. Het reële risico waarover artikel 4:44 Wft rept, is namelijk het risico dat het fondsvermogen

11 Aanvankelijk vond DNB een volmacht uit den boze, maar in de loop der jaren is dit standpunt kennelijk versoepeld. Vgl. Wtb-actueel nr. 1 (september 1993), p. 5 en nr. 9 (juni 2001), p. 3. Voor zover mij bekend heeft de AFM dit beleid overgenomen. Perrick stelt terecht vraagtekens bij het voorschrift dat de beheerder transacties moet terugdraaien, zie S. Perrick, *Capita selecta beleggingsinstellingen*, in: J.R. Schaafsma e.a. (red.), *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (Voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres op vrijdag 10 en zaterdag 11 november 1995 te Nijmegen)*, Deventer: Kluwer 1996, p. 36.

12 Frielink, *Boekbespreking, Ondernemingsrecht 2009/28*.

13 C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2008, p. 170; C.M. Grundmann-van de Krol, *Nieuwsbrief Wft, 2008/4*, p. 3; H.E. Wegman en R.P. Raas, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht*, Proefschrift van Mr. J.W.P.M. van der Velden, MvV 2009/1, p. 27-28.

14 Juridisch-technisch zijn dit crediteuren van de bewaarder inzake het beleggingsfonds.

15 Art. 4:44 lid 2 Wft.

J.W.P.M. van der Velden

onvoldoende is voor voldoening. Als het beleggingsfonds dus zelf een risicovol beleggingsbeleid heeft, dient het fondsvermogen bij een aparte bewaarder te worden ondergebracht. Maar als de bewaarder ook optreedt voor beleggingsmaatschappijen of niet-vergunningplichtige beleggingsfondsen die een risicovol beleggingsbeleid hebben, dan mag hij desondanks het fondsvermogen van vergunningplichtige beleggingsfondsen bewaren, volgens artikel 4:44 Wft. In zoverre is dit artikel niet goed geformuleerd.

Artikel 4:45 Wft bepaalt als gezegd dat het fondsvermogen, dat toebehoort aan de bewaarder, dient om de vorderingen van de fondscrediteuren en de deelnemers te voldoen. Pas als vaststaat dat dergelijke vorderingen kunnen worden voldaan en zij overigens niet meer zullen ontstaan, kunnen derden zich op het fondsvermogen verhalen. Mij dunkt dat dit pas zeker is wanneer alle vorderingen van de fondschuldeisers en de deelnemers zijn voldaan en er geen nieuwe meer kunnen komen, met andere woorden: na liquidatie. Mocht er daarna nog iets resteren, dan zijn de derden aan de beurt. Overigens zal er in de regel niets resteren, omdat de deelnemers bij liquidatie gerechtigd plegen te zijn tot het saldo van de activa en passiva in het fondsvermogen. Ik meen dat sprake is van een afgescheiden vermogen als bedoeld in het Haags Trustverdrag.<sup>16</sup> Dat betekent dat het afgescheiden vermogen van Nederlandse beleggingsfondsen ook zal worden erkend in staten die dit verdrag hebben geratificeerd.

### 3 Verbintenisrechtelijke vragen

#### 3.1 *Tussen wie verbintenissen?*

Zoals bekend zijn bij een beleggingsfonds een beheerder, een bewaarder en deelnemers betrokken. Hun onderlinge verhouding is verbintenisrechtelijk van aard. Daarin verschilt een beleggingsfonds van een beleggingsmaatschappij. De verhouding tussen de deelnemers en een beleggingsmaatschappij is namelijk van rechts-personenrechtelijke aard: in de regel zijn de deelnemers aandeelhouders.

De belangrijkste verplichting van de beheerder is om het fondsvermogen te beheren conform de voorwaarden van beheer en bewaring. De bewaarder is verplicht om het fondsvermogen als eigenaar ten titel van beheer (bewaring) te houden voor de deelnemers en uitkeringen te doen in geval van 'dividend', inkoop van participaties en liquidatie van het beleggingsfonds. De beheerder en de bewaarder ontvangen nor-

16 De volgende schrijvers nemen ook een afgescheiden vermogen aan (chronologisch): J.W.P.M. van der Velden, *Kanttekeningen bij het wetsvoorstel Wijziging Wet toezicht beleggingsinstellingen, Ondernemingsrecht 2004*, p. 74-75; D.W. Aertsens, *De Trust, Beschouwingen over invoering van de trust in het Nederlandse recht*, Deventer: Kluwer 2004, p. 111, nt. 22; P. Klemann, *De nieuwe Wet toezicht beleggingsinstellingen is in aantocht, V&O 2004*, p. 112; A. Steneker, *Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2005, p. 7-8 en 108-109; Uniken Venema, *Boekaankondiging*, WPNR 2009, p. 287-288. Anders: T.H.D. Struycken, *De numerus clausus in het goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2007, p. 542; C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2007, p. 187-190.

maliter een vergoeding voor hun werkzaamheden uit het fondsvermogen. De deelnemers zijn op hun beurt verplicht om vermogen te storten in geld of in natura. Deze verplichting is vaak gelimiteerd tot een bepaald bedrag per participatie.

De beheerder kan hetzelfde fondsvermogen maar op één manier beheren, zodat zijn verplichtingen jegens ieder van de deelnemers naar hun aard identiek moeten zijn. De beheerder kan niet met individuele participanten een afwijkend beleggingsbeleid overeenkomen (en dit nakomen), zonder dat dit de andere participanten raakt. Hetzelfde geldt voor de verbintenis tot bewaring door de bewaarder. Ik meen dan ook dat de deelnemers een collectieve verhouding plegen te hebben met de beheerder en de bewaarder, en dat zij middels één contract met elkaar zijn verbonden.<sup>17</sup> De verplichtingen tot beheer en tot bewaring zijn typisch ondeelbare verbintenissen waartoe de deelnemers gezamenlijk gerechtigd zijn. De verplichtingen tot uitkering zijn daarentegen deelbare verbintenissen. Overigens betekent de omstandigheid dat de beheerder, de bewaarder en de deelnemers partij zijn bij dezelfde overeenkomst niet, dat de deelnemers jegens elkaar verplichtingen hebben. In de regel zijn de deelnemers naar mijn indruk weliswaar contractspartijen van elkaar, maar hebben ze geen onderlinge verbintenissen.<sup>18</sup>

De participaties houden in de regel (vorderings)rechten in jegens de beheerder en de bewaarder, tot behoorlijk beheer en bewaring. Daarnaast plegen zij bevoegd te zijn om de beheerder en de bewaarder te ontslaan en/of hun opvolgers te benoemen en om te besluiten tot beëindiging van het fonds. Dit zijn wilsrechten. Dergelijke rechten gaan niet mee over met de overdracht van rechten uit een overeenkomst. Zij komen slechts toe aan contractspartijen. Dat is van belang voor de rechtspositie van de verkrijgers van participaties op de secundaire markt. Veelal geschiedt overdracht van participaties bij een door de overdrager ondertekende akte. Gaat het om participaties aan toonder of beursgenoteerde participaties, dan komt aan de overdracht zelfs geen akte te pas. In beide gevallen is niet voldaan aan de vormvoor-

- 17 Vergelijk ook: W.C.L. van der Grinten en W.C. Treurniet, *Certificering van onroerend goed* (Preadvies voor de broederschap der notarissen in Nederland), 1964, p. 90-91; C.Æ. Uniken Venema en S.E. Eisma, *Eigendom ten titel van beheer naar komend recht* (Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht'), Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1991, p. 120-121; S. Perrick, *Capita selecta beleggingsinstellingen*, in: J.R. Schaafsma e.a. (red.), *Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht*, (Voordrachten en discussieverslag van het gelijknamige congres op vrijdag 10 en zaterdag 11 november 1995 te Nijmegen), Deventer: Kluwer 1996, p. 34, 41 en 43; C.J. Groffen, *De positie van deelnemers in een beleggingsfonds*, V&O 1995, p. 110-111; K. Frielink, *Beleggingsfondsen*, De NV 1996, p. 150-151; N.V. Ponsen en P. Klemann, *Beleggingsinstellingen nader belicht* (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht; serie monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 63), Deventer: Kluwer 2000, p. 49-53; Asser-Maeijer 5-V, nr. 22. Anders: E. Cohen Henriquez, *Het beleggingsfonds (maatschap of participatieovereenkomst?)*, WPNR 1971 (5130), p. 231; S.B. van Baalen, *Zorgplichten in de effectenhandel* (diss. Groningen), serie *Recht en Praktijk*, nr. 140, Deventer: Kluwer 2006, p. 47.
- 18 Instemmend: Frielink, *Boekbespreking, Ondernemingsrecht 2009/28*. Frielink vraagt zich af of het relevant is om te constateren dat sprake is van één overeenkomst. Ik meen dat dat inderdaad het geval is, bijvoorbeeld bij wijziging van die overeenkomst, evenals bij het (niet) rechtstreeks toepassen van art. 6:231 e.v. BW. Vergelijk par. 3.3.

J.W.P.M. van der Velden

schriften van contractsovername. Dat zal echter niet betekenen, dat de verkrijger van de participaties de genoemde bevoegdheden niet verkrijgt. Volgens de fondsvoorwaarden komen die bevoegdheden immers toe aan de deelnemers, ook na overdracht van participaties. Voor zover niet wordt voldaan aan de vereisten voor contractsovername, is verdedigbaar dat de voorwaarden een impliciet derdenbeding inhouden voor toekomstige participanten, die door aanvaarding daarvan partij worden bij de collectieve overeenkomst.

### 3.2 Eenzijdige wijziging van fondsvoorwaarden

In veel gevallen bevatten de voorwaarden van beheer en bewaring de clausule dat de beheerder en de bewaarder deze voorwaarden kunnen wijzigen zonder instemming van de deelnemers. Dit doet denken aan *en bloc* wijzigingsclausules in verzekeringsovereenkomsten. Volgens dergelijke clausules kan de verzekeraar de verzekeringsvoorwaarden *en bloc* voor alle polishouders wijzigen, zonder hun instemming. Daartegenover staat dan de wettelijke bevoegdheid van de polishouders om hun verzekering op te zeggen.<sup>19</sup> De eenzijdige wijzigingsbevoegdheid van de verzekeraar bestaat bij de gratie van de opzeggingsbevoegdheid van de verzekerden. Ditzelfde principe ziet men in artikel 6:237 sub c BW. Eenzijdige wijzigingsbedingen in algemene voorwaarden worden vermoed onredelijk bezwarend te zijn, tenzij de wederpartij bevoegd is om de overeenkomst in dat geval te beëindigen, aldus dit artikel.

De toezichtwetgeving perkt de bevoegdheid van de beheerder en de bewaarder om de fondsvoorwaarden eenzijdig te wijzigen niet in. Voor wijzigingen van het beleggingsbeleid of wijzigingen die bezwarend zijn voor de deelnemers geldt slechts een wachtermijn van drie maanden. Gedurende deze periode zijn de deelnemers bevoegd om hun participaties tegen de gebruikelijke voorwaarden te vervreemden. Bij beleggingsfondsen waarvan de participaties dagelijks op verzoek van de deelnemers worden ingekocht (*open end* fondsen), biedt dit de deelnemers de gelegenheid om hun relatie met het beleggingsfonds te beëindigen in reactie op de eenzijdige wijziging. In zoverre is dan voldaan aan het principe: de eenzijdige wijzigingsbevoegdheid van de een bestaat bij de gratie van de opzeggingsbevoegdheid van de ander. Voor beleggingsfondsen waarvan de deelnemingsrechten makkelijk verhandelbaar zijn, bijvoorbeeld op een beurs (gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit), kan ook worden betoogd dat de deelnemers een exitmogelijkheid hebben tegenover de eenzijdige wijzigingsbevoegdheid van de beheerder en de bewaarder. Als de deelnemers echter niet de mogelijkheid hebben om hun relatie met het beleggingsfonds te beëindigen, terwijl de beheerder en de bewaarder de voorwaarden eenzijdig kunnen wijzigen, wordt het genoemde principe geschonden. De commissie-Winter heeft in verband hiermee aanbevolen om de deelnemers in *closed end* beleggingsfondsen een instemmingsrecht te geven bij wijziging van de kosten.<sup>20</sup> Met deze aanbeveling is, ten onrechte, nog niets gedaan.

19 Art. 7:940 lid 4 BW.

20 Rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (2004), p. 8 en 36.



### 3.3 Algemene voorwaarden

Regelmatig komt de vraag op of voorwaarden van beheer en bewaring algemene voorwaarden zijn in de zin van artikel 2:231 BW. Op het eerste gezicht lijken de voorwaarden van beheer en bewaring van een beleggingsfonds algemene voorwaarden te zijn. De voorwaarden luiden immers gelijk voor alle deelnemers. Die gelijkheid is zelfs een van de kenmerken van een beleggingsfonds.<sup>21</sup> De fondsvoorwaarden luiden bovendien nogal eens nagenoeg identiek voor verschillende beleggingsfondsen, vooral als zij dezelfde beheerder hebben. De bedingen zijn dan kennelijk opgesteld om te worden opgenomen in een aantal overeenkomsten.

Volgens Eisma vallen administratievoorwaarden bij certificering van aandelen naar de letter onder het begrip algemene voorwaarden. Hij vervolgt dat uit de wetsgeschiedenis niet blijkt dat de wetgever ook administratievoorwaarden onder dit begrip wilde brengen en concludeert dat hij zonder een duidelijke aanwijzing niet zou willen aannemen dat administratievoorwaarden algemene voorwaarden zijn.<sup>22</sup> Verschillende schrijvers hebben in het kader van beleggingsfondsen aansluiting gezocht bij deze redenering om te bepleiten dat fondsvoorwaarden geen algemene voorwaarden zijn.<sup>23</sup> Van den Ingh heeft tegen deze redenering ingebracht dat het omgekeerde logischer is: nu uit de wetsgeschiedenis niet blijkt dat de wetgever heeft beoogd om administratievoorwaarden uit te sluiten van het begrip algemene voorwaarden, vallen zij er in principe wel onder.<sup>24</sup> Dit lijkt mij juist.

Toch lijkt het mij niet goed om de regeling van de algemene voorwaarden toe te passen op overeenkomsten van beheer en bewaring.<sup>25</sup> Er is een belangrijk verschil met de overeenkomsten waarvoor artikel 6:231 e.v. BW is geschreven. Deze artikelen gaan uit van een overeenkomst tussen een professional en zijn wederpartij. Zijn algemene voorwaarden onredelijk bezwarend, dan kan de wederpartij deze vernietigen.<sup>26</sup> Doet hij niets, dan blijft de overeenkomst intact. Bij een beleggingsfonds is echter sprake van een overeenkomst tussen enerzijds de beheerder en de bewaarder en anderzijds een groep deelnemers. Indien een deelnemer zelfstandig de voorwaarden kan vernietigen, wijzigt daarmee niet alleen zijn rechtsverhouding met de beheerder en de bewaarder, maar de overeenkomst tussen allen. De overige deelnemers krijgen met andere woorden een wijziging opgedrongen, die zij wellicht niet hebben gewenst. Dit lijkt niet de bedoeling van artikel 6:231 e.v. BW te zijn. De bedoeling lijkt veeleer dat iedere wederpartij voor zichzelf kan beslissen of hij de voorwaarden vernietigt of in stand laat. Dat is niet mogelijk in de collectieve rechts-

21 Vergelijk art. 83 lid 2 BGfo; dit is ook de strekking van art. 1 Bijlage III bij A-2.7 van Book II van het Algemeen Reglement Euronext Amsterdam.

22 Uniken Venema en Eisma (t.a.p.), p. 82.

23 Vergelijk Groffen (t.a.p.), p. 111; Perrick (t.a.p.), p. 41.

24 F.J.P. van den Ingh, Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap (diss. Nijmegen), serie monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 35, Deventer: Kluwer 1991, p. 154, nt. 8.

25 Vergelijk ook Frielink (t.a.p.), p. 151, die schrijft dat de algemene leerstukken van het burgerlijk recht terughoudend moeten worden toegepast. Dat lijkt mij overigens te algemeen gesteld.

26 Dit geldt althans voor 'kleine' wederpartijen, aldus art. 6:235 lid 1 BW.

verhouding bij een beleggingsfonds. Daarom meen ik dat individuele deelnemers de voorwaarden niet kunnen vernietigen op grond van artikel 6:233 BW.<sup>27</sup>

Denkbaar is dat de deelnemers gezamenlijk vernietiging vorderen van een onredelijk bezwarend beding. Indien de deelnemers overwegend consument zijn, zouden zij kunnen betogen dat zij als collectief dezelfde bescherming aan de consumentenbepalingen kunnen ontlenuen als individuele consumenten. Mede met het oog op de rechtszekerheid zou ik het oprekken van de vernietigingsbevoegdheid niet willen ondersteunen. Een beroep van de deelnemers op reflexwerking van de grijze en de zwarte lijst via de band van artikel 6:248 of 258 BW, lijkt mij meer kans van slagen te hebben.

### 3.4 *Is een beleggingsfonds een personenvennootschap?*

Sinds de Hoge Raad in 1968 het arrest Union II wees, is de kwalificatie van beleggingsfondsen als personenvennootschap onderwerp van discussie in de praktijk, de rechtspraak, de wetenschap en zelfs de politiek. De praktijk is gebaat bij zekerheid over de vraag of de deelnemers in een beleggingsfonds al dan niet worden aangemerkt als vennoten in een personenvennootschap. Als vennoten zouden de deelnemers immers persoonlijk aansprakelijk zijn. Daar zit de praktijk niet op te wachten.

Een beleggingsfonds kan worden ingericht als personenvennootschap. Sterker nog: een personenvennootschap die hoofdzakelijk belegt, zal een beleggingsfonds zijn. De vraag waar het om gaat, is echter of een beleggingsfonds als personenvennootschap kan worden gekwalificeerd, ook als het tegendeel beoogd is. Vormen de deelnemers dan een personenvennootschap, al dan niet tezamen met de beheerder en de bewaarder?

Een personenvennootschap vereist een overeenkomst. Volgens de Hoge Raad in Union II is een overeenkomst tussen de deelnemers onder andere af te leiden uit hun bevoegdheid om in vergadering besluiten te nemen die hen allen binden.<sup>28</sup> Daartegenover staat dat zo'n onderlinge overeenkomst ontbreekt, als in de individuele overeenkomsten met de deelnemers is bepaald dat er geen rechten en verplichtingen zijn tussen de deelnemers onderling, aldus de recente parlementaire geschiedenis van titel 7.13 BW inzake de personenvennootschap.<sup>29</sup> Het is niet duidelijk in hoeverre dat opweegt tegen de analyses van de Hoge Raad in Union II.

Voor een personenvennootschap is voorts vereist dat de vennoten samenwerken. De Hoge Raad stelt aan deze samenwerking geen hoge eisen. Voldoende is dat de vennoten in enige mate betrokken zijn bij de interne besluitvorming.<sup>30</sup> Zijn de deel-

27 Art. 6:213 lid 2 BW; vergelijk Rb. Arnhem 9 juni 2004, JOR 2004, 31 m.nt. J.W.P.M. van der Velden (De Vries c.s./Ohra).

28 HR 10 januari 1968, NJ 1968/134 m.nt. G.J.S., p. 508 r.k. (Union II); vergelijk ook Almelo 28 december 2005, JOR 2006, 92 m.nt. J.M. Blanco Fernández (Daniëls q.q./Berkenbos).

29 Kamerstukken II 2003/04, 28 746, nr. 5, p. 9 (nota n.a.v. verslag), Kamerstukken II 2003/04, 28 998, nr. 5, p. 8 (nota n.a.v. verslag) en Kamerstukken II 2007/08, 31 065, nr. 7, p. 3 (Verslag).

30 HR 10 januari 1968, NJ 1968/134 m.nt. G.J.S., p. 508 r.k. (Union II).

nemers niet of nauwelijks betrokken bij de interne besluitvorming, dan zullen zij een participatieovereenkomst hebben met de beheerder en de bewaarder. Dikwijls zijn zij wel enigszins betrokken bij de besluitvorming, zodat in zoverre aan het samenwerkingsvereiste is voldaan. De vennootschappelijke samenwerking vereist echter ook dat de vennoten onderling verbonden zijn tot inbreng. De deelnemers in een beleggingsfonds plegen zich niet jegens elkaar te verplichten tot storting of tot andere prestaties, maar slechts jegens de beheerder en de bewaarder. Als die onderlinge inbrengverplichting ontbreekt, zal de verhouding tussen de deelnemers in beginsel niet als personenvennootschap zijn te kwalificeren.

Gezien de gebruikelijke wijze van inbreng en de recente parlementaire geschiedenis ligt het niet voor de hand om de onderlinge verhouding tussen de deelnemers aan te merken als een personenvennootschap. Een aanvullend argument tegen een dergelijke kwalificatie is dat het beleggingsfonds is ontstaan als species van certificering en in beginsel nog steeds als species daarvan moet worden gezien.

De beheerder en de bewaarder zijn in de regel partij bij dezelfde overeenkomst als de deelnemers. Bij de vraag of deze overeenkomst is te kwalificeren als vennootschap tussen hen allen, speelt nog een ander criterium. De vennootschappelijke samenwerking moet geschieden voor gemeenschappelijke rekening van alle vennoten. Dikwijls wordt een beleggingsfonds slechts voor rekening van de deelnemers beheerd en niet voor rekening van de beheerder, laat staan van de bewaarder. Dit kan anders zijn indien de beheerder of de bewaarder een winstgerelateerde vergoeding ontvangt.

#### 4 Persoonlijke aansprakelijkheid deelnemers?

Een van de vragen die de deelnemers terecht bezig kunnen houden, betreft hun aansprakelijkheid. Kunnen de deelnemers worden aangesproken voor de verplichtingen van het beleggingsfonds? Het antwoord op die vraag ligt met name in de wijze van vertegenwoordiging. De beheerder pleegt de transacties voor het beleggingsfonds aan te gaan. Namens wie handelt hij? Het meest voor de hand ligt, dat hij namens de bewaarder handelt. De bewaarder is immers aangewezen als eigenaar ten titel van beheer van het fondsvermogen, van zowel de activa als de passiva. Om te bewerkstelligen dat de verworven goederen in het afgescheiden vermogen van de bewaarder vallen, is het van belang dat de beheerder aangeeft dat hij namens de bewaarder inzake het beleggingsfonds handelt.<sup>31</sup> Het afgescheiden vermogen vergt immers enige publiciteit.

In de praktijk komt het regelmatig voor dat de beheerder handelt 'namens het beleggingsfonds'. Het is dan de vraag wie hierdoor gebonden wordt. Is dat de beheerder zelf, de bewaarder, of wellicht de deelnemers? Het antwoord op deze vraag kan worden gevonden via de formule van het Kribbebijter-arrest. Daarin oordeelde de Hoge Raad

31 Art. 4:45 Wft.

J.W.P.M. van der Velden

‘dat het antwoord op de vraag of iemand jegens een ander bij het sluiten van een overeenkomst in eigen naam – dat wil zeggen als wederpartij van die ander – is opgetreden, afhangt van hetgeen hij en die ander daaromtrent jegens elkaar hebben verklaard en over en weer uit elkaars verklaringen en gedragingen hebben afgeleid en mochten afleiden’.<sup>32</sup>

Ik verwacht dat partijen dan in de regel toch bij de bewaarder uit zullen komen. Denkbaar is echter dat een wederpartij die met een insolvente bewaarder wordt geconfronteerd, zich toch probeert te wenden tot de deelnemers met het argument dat hij meende dat de beheerder namens hen had gehandeld. Dit kan eenvoudig worden vermeden, als de beheerder uitdrukkelijk handelt namens de bewaarder inzake het beleggingsfonds.

De aansprakelijkheid van de deelnemers is enigszins onderbelicht gebleven in de discussie of een openbare vennootschap met rechtspersoonlijkheid (OVR) moet worden aangemerkt als beleggingsmaatschappij. Volgens het ontwerp voor titel 7.13 BW wordt het mogelijk dat een personenvennootschap rechtspersoonlijkheid verkrijgt. Aanvankelijk zou deze rechtspersoon ook kwalificeren als beleggingsmaatschappij in de zin van de Wft. In artikel 7:804 lid 2 BW is op een gegeven moment echter een bepaling opgenomen, die ertoe strekt dat de OVR alleen rechtspersoon is in de zin van titel 7.13 BW en voorts waar de wet het uitdrukkelijk zo bepaalt. Zolang de Wft dus niet bepaalt dat ook de OVR als beleggingsmaatschappij wordt aangemerkt, is zij een beleggingsfonds. In de literatuur is vervolgens voorgesteld om een OVR wel als beleggingsmaatschappij aan te merken, althans om geen bewaarder verplicht te stellen voor beleggingsfondsen in de vorm van een OVR.<sup>33</sup>

Ik vind dit voorstel niet prudent. De vennoten in een OVR zijn hoofdelijk verbonden voor de schulden van de OVR. Als de beheerder namens de OVR transacties aangaat, kunnen de schuldeisers iedere deelnemer voor het geheel aanspreken. Wanneer het fondsvermogen echter ten titel van beheer (bewaring) wordt gehouden door de bewaarder, en de beheerder namens de bewaarder handelt, hebben de schuldeisers slechts verhaal op de bewaarder. Daarom meen ik dat de bewaarder verplicht moet zijn voor vergunningplichtige beleggingsinstellingen in de vorm van een OVR. Het gaat immers om beleggingsinstellingen die in beginsel bestemd zijn voor het publiek. Het publiek is erbij gebaat dat zijn rechtspositie overzichtelijk is en zijn aansprakelijkheid ten minste is gelimiteerd. De Wft zou het tegendeel in de hand werken door de bewaarder niet verplicht te stellen voor vergunningplichtige beleggingsinstellingen in de vorm van een OVR.

32 Vergelijk HR 11 maart 1977, NJ 1977/521 (Stolte-Schiphoff, ook wel Kribbebijter); Asser-van der Grinten-Kortmann 2-I, nr. 104 e.v. en Asser-Kortmann-De Leede-Thunnissen 5-III, nr. 150.

33 M.S. Koppert-van Beek en D.F.M.M. Zaman, De kwalificatie van het fonds voor gemene rekening, Ondernemingsrecht 2008/109. Grundmann-van de Krol uit terecht kritiek op de door Zaman en Koppert-van Beek bepleite ontheffingsmogelijkheid: C.M. Grundmann-van de Krol, Nieuwsbrief Wft 2008/3, p. 2.

## 5 Wetgeving: minder is meer!

In mijn onderzoek heb ik zowel het burgerlijk recht als het financiële toezichtrecht bestudeerd. Terugkijkend valt daarbij het volgende op.<sup>34</sup> Het Burgerlijk Wetboek is vrij beperkt van omvang, terwijl het een enorme maatschappelijke realiteit regelt: het personen- en familierecht, rechtspersonenrecht, vermogensrecht en erfrecht. Het blijkt aan de maatschappelijke behoeften te voldoen en het behoef zelden te worden aangepast. De financiële toezichtwetgeving is daarentegen buitengewoon omvangrijk, terwijl het een zeer beperkte maatschappelijke realiteit regelt: het toezicht op de financiële sector.<sup>35</sup> Dat zou nog acceptabel zijn, wanneer het goed zou voldoen en er continuïteit van regelgeving was. Op beide punten scoort de toezichtregelgeving echter slecht. Zo kon een Legio Lease-praktijk tot bloei komen, zonder strijd met het toenmalige toezichtrecht. De enige acties die slagen, zijn gebaseerd op de algemene normen van het burgerlijk recht, zoals dwaling en wanprestatie. Door goede algemene normen heeft het burgerlijk recht weinig behoefte aan regels op detailniveau. Dat het financiële toezichtrecht onvoldoende adequaat is, blijkt ook uit het feit dat ons bancaire systeem in het afgelopen jaar ernstig in het nauw kwam, terwijl de prudentiële regels veelal keurig waren gevolgd. Niet voor niets verschijnen er rapporten van nationale en internationale commissies over hoe het anders moet.<sup>36</sup>

De wetgevingstechniek van het financiële toezichtrecht is naar mijn mening een belangrijke oorzaak van het onvoldoende adequaat functioneren ervan. Het financiële toezichtrecht is zeer casuïstisch en detaillistisch opgezet. Voor ieder nieuw probleem wordt een aparte oplossing gecreëerd. Wat nodig is, is een werkelijk *principle-based* toezicht, met veel minder, maar adequatere regels.<sup>37</sup> Dat vergt meer denkwerk dan het denkwerk waarvan de Wft heeft kunnen profiteren. Het zal bovendien op Europees niveau moeten worden geïnitieerd, omdat het nationale toezichtrecht op Europese regels is geënt. Napoleon heeft begin negentiende eeuw een aantal codices over Europa uitgerold, die inhoudelijk tot de dag van vandaag hun dienst bewijzen. Laten wij tweehonderd jaar later een *code de finance* ontwerpen, die een stabiele basis kan vormen voor het financiële toezichtrecht in – ten minste – de komende decennia. Het motto luidt: minder is meer.

34 Deze reflectie heb ik pas gemaakt na afronding van het proefschrift, mede naar aanleiding van de stormachtige ontwikkelingen op de financiële markten in de afgelopen maanden.

35 Daarmee wil ik het belang van een goed functionerend financieel recht helemaal niet bagatelliseren. Integendeel.

36 Rapport van *The high level group on financial supervision in the EU* d.d. 25 februari 2009 (De la Rosiere report); *The Turner Review: a wide-ranging review of global banking regulation* d.d. 18 maart 2009 van de Engelse *Financial Services Authority*; Naar herstel van vertrouwen d.d. 7 april 2009 van de Adviescommissie Toekomst Banken (commissie-Maas).

37 Vergelijk ook A.H. Scheltema en M. Scheltema, *Financieel toezicht in bestuursrecht en privaatrecht. Noodzakelijke veranderingen na de crisis* (Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 2009), Kluwer: Deventer 2009, p. 14-17.