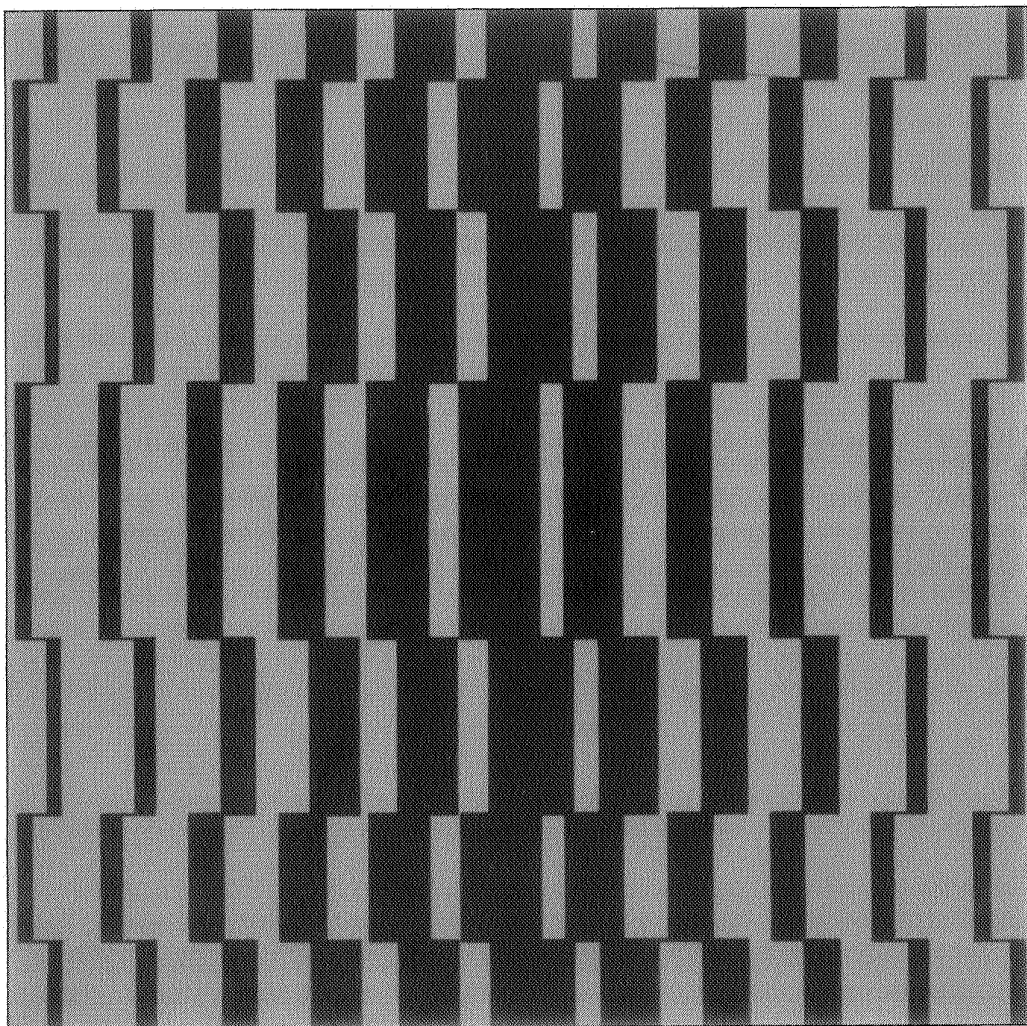


Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000
Mr. drs. N.V. Ponsen, mr. P. Klemann

Beleggingsinstellingen nader belicht



VENNOOTSCHAPS- EN RECHTSPERSONENRECHT

DEEL 63

Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut

KLUWER-DEVENTER

BELEGGINGSINSTELLINGEN NADER BELICHT

Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000

uitgebracht door

MR.DRS. N.V. PONSEN
MR. P. KLEMANN

KLUWER - DEVENTER - 2000

VENNOOTSCHAPS- EN RECHTSPERSONENRECHT

SERIE MONOGRAFIEËN VANWEGE HET
VAN DER HEIJDEN INSTITUUT TE NIJMEGEN
ONDER LEIDING VAN
PROF. MR. J.M.M. MAEIJER
PROF. MR. H.M.N. SCHONIS
PROF. MR. F.J.P. VAN DEN INGH
PROF. MR. G. VAN SOLINGE
PROF. MR. M. VAN OLFFEN

DEEL 63

BELEGGINGSINSTELLINGEN NADER BELICHT

Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000

uitgebracht door

MR.DRS. N.V. PONSEN
MR. P. KLEMMANN

KLUWER - DEVENTER - 2000

ISBN 90-268-3624-4

© 2000, Uitgeverij Kluwer BV, Deventer

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden veeleelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16B Auteurswet 1912 jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 augustus 1985, Stb. 471 en artikel 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 882, 1180 AW Amstelveen). Voor het overnemen van gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) dient men zich tot de uitgever te wenden.

VOORWOORD

Beleggingsinstellingen spelen in toenemende mate een belangrijke rol in het financiële verkeer. Het aantal aanbieders en de verscheidenheid aan beleggingsinstellingen nemen voortdurend toe. Dit gaat gepaard met een sterke stijging van het door beleggingsinstellingen beheerde vermogen. Het toezicht dat op grond van de in 1990 in werking getreden Wet toezicht beleggingsinstellingen door De Nederlandsche Bank N.V. wordt uitgeoefend, is daarmee in belang toegenomen.

De heer Ponsen behandelt de ontwikkelingen in, rond en onder vigeur van de Wet toezicht beleggingsinstellingen. Hij bespreekt reikwijdtekwesties onder vigeur van de wet, de ontwikkeling van de wet en de daarop gebaseerde regelgeving, alsmede het beleid van de toezichthouder. Voorts gaat hij in op de komende wijzigingen van de wettelijke-richtlijn, alsmede op een mogelijk andere structuur voor de Wet toezicht beleggingsinstellingen.

In zijn preadvies behandelt de heer Klemann het fonds voor gemene rekening, een veel voorkomende juridische verschijningsvorm van een beleggingsinstelling zonder rechtspersoonlijkheid. Daarnaast wordt de problematiek van 'de besloten kring', als bedoeld in de Wet toezicht beleggingsinstellingen, besproken. Ook gaat hij in op de zog. paraplufondsen.

De preadviseurs belichten op heldere wijze een aantal voor de praktijk van belang zijnde aspecten van beleggingsinstellingen en het toezicht dat daarop wordt uitgeoefend. Er wordt antwoord gegeven op vragen die leven, terwijl daarnaast vragen worden gesteld die een goed aanknopingspunt vormen voor een nadere gedachtevorming over de regelgeving inzake beleggingsinstellingen.

De preadviezen werden verdedigd tijdens de jaarlijkse ledenvergadering van de Vereniging voor Effectenrecht op 30 maart 2000.

Het is de redactie van de serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut een genoegen de preadviezen in zijn reeks op te nemen.

Prof.mr. J.M.M.Maeijer
Prof.mr. H.M.N.Schonis
Prof.mr. F.J.P.van den Ingh
Prof.mr. G.van Solinge
Prof.mr. M. van Olffen

Het bestuur van de
Vereniging voor Effectenrecht,
Prof.mr. W.J.Slagter
Mr. D.H.Cross
Prof.mr. S.E. Eisma
Mr. F.G.B.Graaf
Mr. W.de Jong
Mr. A.Nederveen

INHOUD

Voorwoord	V
ONTWIKKELINGEN IN, ROND EN ONDER DE WET TOEZICHT BELEGGINGSINSTELLINGEN	
<i>Mr.drs. N.V. Ponsen</i>	
HOOFDSTUK 1 INLEIDING	1
HOOFDSTUK 2 REIKWIJDTEKWESTIES ONDER DE WTB	3
2.1 Inleiding	3
2.2 'Ter collectieve beléggings'	6
2.3 Beleggen	12
2.3.1 Beleggen gezien vanuit de invalshoek van de belegger	12
2.3.2 Beleggen gezien vanuit de invalshoek van de kapitaalvrager	16
2.4 'Vragen, verkrijgen, aanbieden'	18
2.5 Pleidooi voor een vaststellingsbevoegdheid in de Wtb	22
HOOFDSTUK 3 ONTWIKKELINGEN IN EN ROND DE WTB	25
3.1 Inleiding	25
3.2 Wijzigingen sinds 1990 van de Wtb en daarop gebaseerde regelgeving	26
3.2.1 De wet	26
3.2.2 Wijziging van de uitvoeringsregelingen	29
3.3 Beleid van de Bank	30
3.4 Internationale ontwikkelingen	33
3.4.1 Wijziging van de icbe-richtlijn	33
3.4.2 IOSCO	35
3.5 Excurs: Artikel 2:76a BW	36
3.6 Een mogelijk andere structuur voor de Wtb	37

ENKELE ASPECTEN VAN BELEGGINGSFONDSEN

Mr. P. Klemann

A	FONDS VOOR GEMENE REKENING	43
1	Inleiding	43
2	Historie	44
3	Kwalificatie fonds voor gemene rekening	47
4	Is een fonds voor gemene rekening een maatschap?	48
5	Is een fonds voor gemene rekening een vennootschap onder firma?	51
6	Is een fonds voor gemene rekening een overeenkomst sui generis?	51
7	Waarom wordt een fonds niet vaker vormgegeven als een commanditaire vennootschap?	52
8	Conclusie	53
B	VERMOGENSBESTANDDELEN VAN FONDS VOOR GEMENE REKENING	54
1	Inleiding	54
2	Positie beheerder en bewaarder	58
3	Alternatieven	60
4	Conclusie	62
C	BESLOTEN KRING IN ARTIKEL 4 LID 1 WTB	63
1	Inleiding	63
2	Wettelijk kader	63
3	Groep personen dient beperkt van omvang te zijn	66
4	De zekere relatie tot degene die het aanbod doet	71
5	Conclusie	75
D	PARAPLUFONDSEN	76
1	Inleiding	76
2	Vormgeving paraplufonds	76
3	ICBE-consequenties	77
4	Toevoegen nieuwe soorten	78
5	Opnemen bestaande beleggingsmaatschappijen	78
6	Combinatie paraplu/fondsen	78
7	Wtb-vergunning	78
8	Beursnotering	79
9	Conclusie	79

ONTWIKKELINGEN IN, ROND EN ONDER DE WET TOEZICHT BELEGGINGSINSTELLINGEN

*Mr.drs. N.V. Ponsen*¹

Hoofdstuk 1 Inleiding

Nederland kent diverse wetten die financiële instellingen en markten reguleren. De voornaamste zijn de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993, de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en de Wet toezicht beleggingsinstellingen. De titels van deze wetten hebben alle het woord 'toezicht' gemeen. Hiermee geeft de wetgever in feite aan dat de handel en wandel van deze sectoren gereguleerd moet zijn. De reden hiervoor is dat de betrokken financiële instellingen en markten een dusdanig belangrijke rol in de economie spelen, dat de kans op verstoringen in het publieke vertrouwen daarin moet worden beperkt. Om dat te bereiken heeft de wetgever gekozen voor het opstellen van marktordeningsregels, in de vorm van vergunningstelsels, in combinatie met het belasten van onafhankelijke instanties met het toezicht op de naleving van die regels.

Deze ordeningsbenadering heeft voor de markt voor beleggingsinstellingen haar beslag gekregen in de Wet toezicht beleggingsinstellingen (hierna: Wtb).² In de kern is een beleggingsinstelling een pot met op geld waardeerbare zaken (de beleggingen). Degenen die geld in de pot hebben gestopt – de beleggers – hebben dat geld aan een derde – de beheerder – toevertrouwd in de hoop dat die beheerder door middel van beleggingen er voor zal zorgen dat de waarde van de inleg toeneemt en opbrengsten genereert. Er is dus een fiduciaire relatie tussen de beleggers en de beheerder. De memorie van toelichting bij de Wtb zegt hierover: 'Door deze activiteiten zijn beleggingsinstellingen betrokken in de sleutelrol die de financiële sector in het economisch proces speelt door de financiering via de kapitaalmarkt van een groot deel van de activiteiten van het bedrijfsleven, het Rijk en de lagere overheden. In het licht hiervan heeft de Wtb als algemene doelstelling een adequate werking van de financiële markten en de bescherming van de (potentiële) beleggers op die markten.'³ Het belang van beleggingsinstellingen is in de loop der tijd enorm toegenomen. Eind 1992

-
- 1 Mr.drs. N.V. Ponsen, adjunct-afdelingsdirecteur bij De Nederlandsche Bank N.V., geeft leiding aan de Sectie beleggingsinstellingen en wisselkantoren. Dit preadvies is op strikt persoonlijke titel geschreven. De auteur is erkentelijk voor het waardevolle commentaar dat hij van verschillende zijde op dit stuk heeft ontvangen. De auteur dankt mevrouw M. van Rooij van de bibliotheek van de Bank voor het opsporen van vele artikelen. In het bijzonder dankt de auteur Mieke, Daniël, Martijn en Christiaan, die op heldhaftige wijze de totstandkoming van dit preadvies hebben doorstaan.
 - 2 *Stb.* 1980, nr. 380.
 - 3 *Kamerstukken* 21 127, nr. 3, p. 3.

waren 213 beleggingsinstellingen, met een balanstotaal van f. 78 mrd, en 63 buitenlandse instellingen opgenomen in het Wtb-register. Eind 1999 waren er 360 belegginginstellingen, met een balanstotaal van f. 194 miljard,⁴ en 122 buitenlandse instellingen ingeschreven. Volgens een in 1998 uitgevoerd onderzoek door het NIPO belegt twee derde van de 2 miljoen Nederlandse huishoudens die beleggen, via beleggingsinstellingen.⁵

De Wtb is op 15 oktober 1990 in werking getreden. De Nederlandsche Bank N.V. (hierna: de Bank) is op grond van een delegatiebesluit aangewezen als toezichthouder, die de taken als eigen taken uitvoert en de bevoegdheden als eigen bevoegdheden uitoefent.⁷

Er zijn vier soorten vereisten waaraan een beleggingsinstelling moet voldoen om voor een vergunning in aanmerking te komen: deskundigheid en betrouwbaarheid, financiële waarborgen, bedrijfsvoering en informatieverstreking aan beleggers. Deze vereisten zijn in artikel 5 Wtb neergelegd en ingevolge artikel 12 Wtb moet de beleggingsinstelling na vergunningverlening aan deze vereisten blijven voldoen. De inhoud van de vereisten is uitgewerkt in het Besluit toezicht beleggingsinstellingen (hierna: Btb).⁸ Alle soorten beleggingsinstellingen vallen onder de reikwijdte van de Wtb, onafhankelijk van zowel rechtsvorm als het gevoerde beleggingsbeleid. Naast het – in de financiële toezichtwetgeving gebruikelijke – toezicht op de deskundigheid en betrouwbaarheid van de bestuurders, is de belangrijkste peiler van de Wtb de informatie die voor het publiek (zowel potentiële beleggers als deelnemers in beleggingsinstellingen) beschikbaar moet zijn. Het prospectus van de beleggingsinstelling moet een belegger in staat stellen om een verantwoord oordeel te vormen over de beleggingsinstelling (onder meer inzicht in beleggingsbeleid, reglementen, bestuur en kosten). Vervolgens moet de belegger de prestaties van de beleggingsinstelling goed kunnen volgen door middel van kennisneming van (half)jaarsverslagen. Er wordt geen toezicht uitgeoefend op de kwaliteit van het beleggingsbeleid en er zijn geen regels dienaangaande.⁹ Hierover wordt in de memorie van toelichting opgemerkt dat de Wtb niet beoogt, 'te streven naar bescherming van de belegger onder alle omstandigheden tegen verliezen en déconfitures. ... (E)lke vorm van beleggen gaat nu eenmaal steeds met een element van risico gepaard. Dat risico wordt door de belegger bewust gezocht en genomen.'¹⁰

In de Wtb is een bijzonder régime van toepassing op 'instellingen voor collectieve belegging in effecten' (hierna: icbe's). Dit zijn onder een EG-richtlijn vallende

4 Per ultimo derde kwartaal 1999.

5 'Twee miljoen huishoudens zijn beleggers', *NRC Handelsblad*, 14 augustus 1998.

6 Besluit van 14 augustus 1990, houdende overdracht van taken en bevoegdheden ingevolge artikel 29 van de Wet toezicht beleggingsinstellingen aan De Nederlandsche Bank N.V., *Stb.* 1990, 458.

7 Zie artikel 29, eerste lid, Wtb.

8 *Stb.* 1990, 504.

9 Behalve voor de hierna te bespreken icbe's.

10 *Kamerstukken* 21 127, nr. 3, p. 4.

beleggingsinstellingen die open-end zijn en volgens het beginsel van risicospreiding in beursgenoteerde effecten beleggen.¹¹ Icbes moeten in hun beleggingsbeleid rekening houden met verscheidene regels die waarborgen dat de beleggingen gespreid zijn. Na autorisatie door de autoriteiten in hun land van oorsprong, kunnen deze beleggingsinstellingen in de EU hun deelnemingsrechten verkopen, hetgeen ook wel bekend staat als Europees paspoort of 'home state control'. De icbe-richtlijn was de eerste in de rij van richtlijnen op het gebied van financiële diensten die 'home state control' als uitgangspunt heeft.

In dit preadvies ga ik in op diverse vraagstukken die voortkomen uit de uitvoering en de beleidsvorming in het kader van de Wtb. Hoofdstuk 2 is een verkenning van de inhoud van bepaalde termen uit de definitie- en de verbodsbepalingen van de Wtb. Deze termen zijn essentieel voor de beantwoording van de vraag of een instelling onder de wet valt en al dan niet vergunningplichtig is. Aan het slot van dat hoofdstuk stel ik voor dat er in alle gevallen van onduidelijkheid over de reikwijdte van de Wtb uiteindelijk een bestuursrechtelijke toets tot de mogelijkheden moet behoren. In hoofdstuk 3 komen wijzigingen (ook mogelijk toekomstige wijzigingen) van de Wtb aan bod, waarbij bronnen voor aanpassingen worden aangeduid. In de conclusie van hoofdstuk 3 wordt een schets gegeven voor een te overwegen nieuwe structuur voor de verlening van vergunningen krachtens de Wtb.

Hoofdstuk 2 Reikwijdtekwesties onder de Wtb

2.1 Inleiding

Toezichtswetten werpen door middel van vergunningstelsels drempels op die tot doel hebben de toetreding tot de markt aan restricties te onderwerpen. Met andere woorden, niet iedereen mag zomaar zijn diensten aan het publiek aanbieden. Hierdoor is de preliminaire vraag bij een partij die de markt wil betreden: wordt mijn voorgenomen activiteit geraakt door de plicht om eerst een vergunning te verkrijgen van de toezichthouder. Bij de Wtb is dit een majeure vraag. De oorzaak hiervan is dat de relevante artikelen tamelijk ruim zijn geformuleerd waardoor dikwijls interpretatiekwesties ontstaan. In dit verband zijn de in artikel 1 Wtb opgenomen definitiebepalingen en de verbodsbepaling in artikel 4 Wtb relevant. De definities identificeren de instellingen die onder het toepassingsgebied van de wet vallen. Het verbod bepaalt of, als eenmaal de toepasselijkheid van de wet op een instelling vaststaat, een vergunning moet worden aangevraagd. De ruime werking van deze artikelen heeft zowel voor- als nadelen.

11 Richtlijn van de Raad van de EG van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten, (85/611/EEG), *PbEG*. L 375.

Eerst de voordelen. Een ruime definitie laat de mogelijkheid van innovatie open. In het geval van de Wtb wordt men bijvoorbeeld niet gedwongen om de beleggingsinstelling in een bepaalde rechtsvorm te gieten. De beleggingsinstelling kan zowel een rechtspersoon zijn (naar binnen- of buitenlands recht) als een niet-rechtspersoonlijkheid bezittend beleggingsfonds. Dit is tevens een voordeel bij de handhaving van de wet; een ruime definitie heeft tot gevolg dat (malafide) aanbieders een beleggingsinstelling minder eenvoudig kunnen inrichten opdat de instelling alleen al door de gekozen juridische constructie buiten de reikwijdte van de wet kan vallen. De memorie van toelichting bij de Wtb zegt dit aldus: 'De definities van beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen hebben tot gevolg dat (...) de Wtb op alle beleggingsinstellingen van toepassing is (...) Voorts kan nog worden opgemerkt dat ook buitenlandse beleggingsinstellingen, afhankelijk van hun rechtsvorm, als beleggingsmaatschappij of fonds aangemerkt zullen worden. Het wordt dus niet mogelijk om sui generis beleggingsinstituten te scheppen die om die reden niet onder de voorgestelde regeling zouden vallen.'¹²

Vervolgens de nadelen. Er kan onduidelijkheid bij de aanbieders ontstaan die oprecht menen dat een bepaalde constructie niet onder de wet valt. Of het kan zijn dat malafide aanbieders gebruik maken van open geformuleerde bepalingen om aan beleggers de indruk te geven dat er geen noodzaak is een geregistreerde instelling te zijn. Dit leidt tot een verminderde rechtszekerheid bij de betrokken partijen met een kans op civielrechtelijke aansprakelijkheid alsook op bestuurs- of strafrechtelijke sancties. Voor de toezichthouder geldt dat hij voortdurend moet letten op precedentwerking en daarmee samenhangende beleidsvorming. Ook kan de toezichthouder in bepaalde gevallen bij voorgenomen handhavingacties stuiten op de onzekere haalbaarheid daarvan.

Centraal in dit hoofdstuk is de vraag of redelijk open bepalingen een voldoende juridisch handvat geven voor zowel de rechtssubjecten als de toezichthouder bij vragen omtrent markttoetreding. Hierbij worden onder meer aanpassingen in de regelgeving en gepubliceerd beleid van de Bank betrokken.

Alvorens in te gaan op enkele specifieke aspecten van de open bepalingen in de Wtb, is het dienstig om een ontleiding te geven van de stappen die men moet doorlopen om te kunnen bepalen of een vergunning vereist is. Deze kunnen als volgt in de vorm van vragen, in vogelvlucht, worden weergegeven:

1 Is er sprake van een beleggingsinstelling?

De rechtsvorm is hier, zoals gezegd, niet relevant. Dat is pas later aan de orde omdat er bepaalde specifieke vergunningvereisten zijn voor beleggingsfondsen (met name

¹² *Kamerstukken*, 21 127, nr. 3, p. 14-15.

de noodzaak van een afgescheiden vermogen en onafhankelijke bewaring¹³. Wel zijn er op basis van artikel 1 enkele relevante subvragen.

- Worden er gelden of andere goederen gevraagd of verkregen van deelnemers? Uit artikel 1(d) blijkt dat het gaat om deelneming in de vorm van deelgerechtigdheid en dus bijvoorbeeld niet om het vragen van geld dat tot vreemd vermogen moet worden gerekend.¹⁴
- Worden de gelden ter belegging aangetrokken? Hierbij vindt men geen enkele beperking in de aard van de beleggingen.
- Gaat het om een collectieve belegging? Met andere woorden, er worden geen gelden gevraagd in het kader van individueel vermogensbeheer, er is sprake van een deelneming samen met anderen in een gemeenschappelijk vermogen.
- Is beoogd dat de deelnemers in de opbrengsten uit de belegging delen? Hierin komt wederom de notie van deelgerechtigdheid terug, maar ook de activiteit van de aanbieder om ten behoeve van de deelnemers beleggingsactiviteiten te verrichten die, althans als het goed gaat, in opbrengsten resulteren.

Zijn de antwoorden op al deze vragen een (al dan niet volmondig) 'ja', dan is er sprake van een beleggingsinstelling in de zin van artikel 1 van de Wtb.

2 *Worden de gelden of andere goederen in of vanuit Nederland gevraagd of verkregen?*

Uit de memorie van toelichting bij de Wtb¹⁵ en de Beleidsregels Media Wtb van de Bank¹⁶ volgt dat een in het buitenland gevestigde instelling die geen gelden of andere goederen vraagt of verkrijgt in Nederland niet door het verbod in artikel 4 wordt geraakt. In alle andere gevallen wel. Die gevallen zijn: een in Nederland gevestigde instelling die binnen Nederland gelden aantrekt; een in Nederland gevestigde instelling die gelden aantrekt bij niet in Nederland gevestigde beleggers; de in het buitenland gevestigde instelling die gelden vraagt van in Nederland gevestigde beleggers. Onder vestiging wordt overigens verstaan: de statutaire zetel in het geval van een beleggingsmaatschappij dan wel de statutaire zetel van de beheerder van een beleggingsfonds.

Is het antwoord op de onderhavige vraag bevestigend, dan is er nog niet noodzakelijkerwijs sprake van een vergunningplichtige beleggingsinstelling.

¹³ Zie hierover het preadvies van P. Klemann in dit boekje. Ik ben erkentelijkheid aan Klemann verschuldigd; hij heeft zijn preadvies dusdanig voortvarend afgerond dat ik op verschillende plaatsen in dit preadvies heb kunnen volstaan met een verwijzing naar zijn werk.

¹⁴ Onder deelnemingsrechten dienen slechts, 'te worden verstaan (certificaten van) aandelen, rechten van deelgenootschap en dergelijke effecten die althans economisch aanspraak geven op een proportioneel deel van het eigen vermogen en het resultaat van de beleggingsinstelling.' S. Perrick en V.P.G. de Serière, *Effecten* (algemeen deel), Serie Bank- en effectenrecht, Deventer, Kluwer, 1991, p. 72.

¹⁵ *Kamerstukken* 21 127, nr 3, p. 15-16.

¹⁶ *Vindplaats Stcrt.* 1999, 139.

3 *Is er sprake van een besloten kring?*

Wat dit begrip betreft, dat uitvoerig aandacht heeft gehad in pers en vakliteratuur, verwijs ik naar het preadvies van Klemann. Zo ja, dan is er geen vergunningplicht. Zo neen,

4 *Worden gelden of andere goederen gevraagd of verkregen dan wel worden deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling aangeboden?*

Het element 'vragen of verkrijgen' is hierboven bij vraag 1 aangestipt. Het 'aanbieden' kan geschieden door de beleggingsinstelling of een derde.

Zo ja, dan is de beleggingsinstelling in beginsel vergunningplichtig.

'In beginsel', omdat er uitzonderingen op de vergunningplicht zijn. Deze zijn geformuleerd in het tweede lid van artikel 4. Voorts zijn er vrijstellingen van de vergunningplicht gegeven in de Regeling van 9 oktober 1990 tot uitvoering van artikel 14 van de Wtb (hierna: de Vrijstellingsregeling).¹⁷ Deze uitzonderingen laat ik op deze plaats verder buiten beschouwing.

In het navolgende ga ik in op drie begrippen uit de artikelen 1 en 4: 'collectief', 'beleggen' en 'aanbieden'. Deze, tamelijk open termen, zijn essentieel bij de bepaling van de reikwijdte van de Wtb.

2.2 *'Ter collectieve belegging'*

De functie van beleggingsinstellingen is het beleggen voor meerdere beleggers. De beleggers delen gezamenlijk de opbrengsten en lopen gezamenlijk de risico's van de beleggingen. De toegevoegde waarde van een beleggingsinstelling zit in de overweging dat een groep beleggers over meer geld beschikt en dus een betere risicospreiding kan bereiken dan het eenzame individu. Om als beleggingsinstelling in de zin van de Wtb te kwalificeren, moet het duidelijk zijn dat het om het deelnemen door meerdere beleggers gaat. De definitiebepalingen in artikel 1 Wtb hanteren hiertoe de term 'collectieve belegging'. Maar wat is de betekenis van die term? Hierna ga ik op die term in. Daarbij wordt onder meer aandacht geschonken aan het onderscheid individueel en collectief vermogensbeheer, het oogmerk van de participanten en de bescherming van beleggers als de uiteindelijke economisch deelgerechtigden.

In de literatuur treft men stellige uitspraken dat een beleggingsinstelling meer dan één deelnemer moet hebben.¹⁸ Vanuit de doelstellingen van de Wtb is dat juist. Men

17 Stcrt. 1990, 198, zoals gewijzigd bij regeling d.d. 30 juli 1998, *Stcrt* 146 en bij regeling d.d. 10 mei 1999, *Stcrt*. 94.

18 H.L.M. Rek, 'De Wet toezicht beleggingsinstellingen in de praktijk', *TVVS* 1994 nr. 94/12, p. 321; M.E.J. Klompé, *Wet toezicht beleggingsinstellingen*, NIBE-Bankjuridische Reeks, Amsterdam, NIBE; 1992, blz 13; K. Frielink, 'Wat is een beleggingsfonds in de zin van de Wet toezicht beleggingsinstellingen', in *Onderneming en Effecten*, Deventer, Tjeenk Willink, 1998, p. 294.

moet een vergunning aanvragen als beoogd wordt om geld te vragen en te verkrijgen van meer dan één deelnemer. Wil men het geld van slechts één persoon beleggen, dan is er sprake van individueel vermogensbeheer dat, voor zover het gaat om beheer van effecten¹⁹, onder de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (hierna: Wte 1995) valt. Er mag van uit worden gegaan dat de wetgever niet voor ogen heeft gestaan om tussen het individualisme van de Wte 1995 en het collectivisme van de Wtb een ongeregeld gebied te laten bestaan. Er zijn dan ook geen aanwijzingen dat een collectiviteit zou moeten bestaan uit, bijvoorbeeld, meer dan 5 beleggers of welk ander willekeurig getal.²⁰

Maatman concludeert zelfs dat het mogelijk is om een beleggingsinstelling te hebben met één deelnemer.²¹ Dit zou zich voordoen indien er sprake is van een constructie waarbij er slechts één juridisch eigenaar is van alle deelnemingsrechten, die de deelnemingsrechten ten titel van beheer houdt voor de achterliggende economische eigenaren. Hiervan is meestal sprake bij beleggersgiro's, waarbij een stichting (de giro) de juridische eigenaar is en de beleggers de economische eigenaren. Maatman stelt ook dat er een onder de Wtb vallende beleggingsinstelling is wanneer er slechts één juridisch tevens economisch deelnemer is. Het is volgens hem daarbij noodzakelijk dat de 'partijen wel degelijk het oogmerk moeten hebben voor collectieve rekening te beleggen.'²² Dit stemt overeen met de praktijk. Immers, een beleggingsmaatschappij moet over een eigen vermogen beschikken van f. 500.000 alvorens een vergunning kan worden verleend; zeer vaak is er in die fase maar één aandeelhouder. Die eis werkt op die manier niet bij beleggingsfondsen, want de eis is aan de beheerder en niet aan het fonds gesteld. Evenwel is het mijns inziens verdedigbaar om te stellen dat een beleggingsfonds reeds juridisch kan bestaan nog voor vergunningverlening omdat alle noodzakelijke overeenkomsten tussen de beheerder en de bewaarder bestaan; het enige dat ontbreekt zijn de gelden van beleggers. Slaagt een beleggingsinstelling er niet in om na vergunningverlening meerdere deelnemers te vinden dan de initiële eenling, dan kan de Bank de vergunning intrekken op verzoek van de beleggingsinstelling conform artikel 15, onder a, Wtb. De Bank kan de vergunning in een dergelijk geval ook intrekken op grond van artikel 15 onder c of onder

19 Zie *Jaarverslag DNB* 1996, p. 138-139, met betrekking tot het individueel vermogensbeheer van andere objecten dan effecten.

20 Mogelijke besloten kring kwesties daargelaten, waarbij overigens de grootte van de kring geen beslissend criterium is.

21 R.H. Maatman, 'Een beleggingsinstelling met één deelnemer: contradictio in terminis?', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 1999-5, p. 95 e.v.

22 Idem, p. 101. Ik ga er hierbij vanuit dat Maatman onder partijen verstaat: degenen die tot oprichting van een beleggingsinstelling besluiten.

d.^{23, 24} Het oogmerkriterium van Maatman is ook nuttig omdat, als men zou uitgaan van de werkelijkheid van slechts één deelnemer, wellicht de Wte 1995 van aanvang af van toepassing zou zijn.²⁵ Steun voor de notie van 'oogmerk' is te vinden in het woordje 'ter' in 'ter collectieve belegging' in artikel 1 Wtb. Hieronder zal ik overigens betogen dat het feit dat een 'oogmerk' ontbreekt niet betekent dat er geen collectief beleggen kan zijn.

Bij het beoordelen van het al dan niet bestaan van 'collectief beleggen' is het van belang om terug te komen op het onderscheid tussen twee hierboven aangehaalde situaties: a) er is één deelnemer in de vorm van juridisch eigenaar, maar achterliggend meerdere economische eigenaren; en b) één juridisch tevens economisch deelnemer. Over situatie b) kan men kort zijn, zet die situatie zich enige tijd voort, dan is er geen beleggingsinstelling in de zin van de Wtb.²⁶ In situatie a) zal er sprake zijn van een onder de Wtb vallende beleggingsinstelling. De wet beperkt het begrip 'deelnemer' immers niet tot juridische eigenaren en uit het stelsel van de wet en toelichting, gesteund door de praktijk, blijkt dat het de economische eigenaren zijn die de bescherming van de wet verdienen. Zij zijn immers de eigenlijke beleggers in de beleggingsinstelling. De juridisch eigenaar is effectenrechtelijk volstrekt 'transparant'.

De bovenstaande situaties doen zich vaak voor bij de zogenoemde beleggersgiro's, maar zij kunnen andere rechtsvormen dan de stichting hebben. Het is bijvoorbeeld ook mogelijk dat niet een stichting maar een besloten vennootschap alle participaties in een beleggingsinstelling houdt. Ervan uitgaande dat de b.v. meerdere aandeelhouders heeft, moet, analoog aan de hierboven besproken situatie van een beleggersgiro, geconcludeerd worden dat de beleggingsinstelling belegt voor een 'collectiviteit',

23 Artikel 15 bepaalt dat (verkort en voor zover hier relevant) de vergunning kan worden ingetrokken ingevolge onderdeel a op verzoek van de houder, ingevolge onderdeel c indien zich omstandigheden of feiten voordoen die zouden hebben geleid tot weigering van de vergunning als zij in de aanvraagfase bekend waren geweest en ingevolge onderdeel d indien de beleggingsinstelling kennelijk de in artikel 5 of 6 (dit zijn de artikelen met betrekking tot de aanvraag) bedoelde werkzaamheden niet meer uitvoert.

24 Op p. 101 doet Maatman de suggestie om termijnen te stellen. Bij het stellen van standaardtermijnen zal toch steeds rekening gehouden moeten worden met gegronde redenen om het product nog niet te lanceren. Standaardtermijnen zouden wel nuttig zijn voor de toezichthouder om te voorkomen dat lege vergunningen bij instellingen op de plank liggen en daardoor voorwerp worden van handel. Een dergelijke situatie kan zich ook voordoen bij 'lege' beursgenoteerde instellingen, zie bijvoorbeeld 'Ecobel kost beleggers zes miljoen', Volkskrant 9 december 1999, waarin melding wordt gemaakt van een poging tot overname van een 'slapend beursfonds'.

25 Overigens is niet uit te sluiten dat met de intrekking van de Wtb-vergunning van een beleggingsinstelling met één deelnemer tegelijk (voor zover het gaat om effectenbeleggingen) toepasselijkheid van artikel 7, eerste lid, Wte 1995 (vergunning voor individueel vermogensbeheer) ontstaat. Dit gaat natuurlijk niet op bij een concernverband (uitzondering in artikel 7, tweede lid, onder b, Wte 1995). In de meeste gevallen is het voorgaande van slechts theoretisch belang omdat een niet geslaagde beleggingsinstelling gewoon geliquideerd wordt.

26 In civielrechtelijke zin zal de instelling nog bestaan als fonds of maatschappij, maar dat laat ik hier verder buiten beschouwing.

namelijk de aandeelhouders van de b.v., die de uiteindelijke beleggers zijn. Ook al heeft de desbetreffende b.v. tot statutair doel het beleggen in effecten, de b.v. zelf kan niet als een professionele belegger in de zin van de Vrijstellingsregeling worden aangemerkt. Immers, het gaat om de uiteindelijk gerechtigden. Dit zal alleen anders werken indien alle aandeelhouders van die b.v. zelf professionele beleggers zijn. In een recent artikel noemt Leenders dit soort constructies 'stapelaars'²⁷. Voorbeelden van stapelaars zijn de zogenaamde beleggingsholdingmaatschappijen maar ook vehikels die zijn opgericht om te profiteren van de fiscale deelnemingsvrijstelling. In de meeste gevallen bezitten deze stapelaars niet alle participaties in een beleggingsinstelling, zodat zij vanuit het vraagstuk van de bepaling of er sprake is van 'collectief' beleggen niet relevant zijn. Toch is het nuttig om hier een korte excurs te maken over deze problematiek naar aanleiding van het artikel van Leenders. Leenders stelt dat deze stapelaars als transparant moeten worden beschouwd en dat zij, door middel van een wijziging van de Vrijstellingsregeling, onder bepaalde voorwaarden vrijgesteld zouden kunnen worden van de vergunningplicht. Dit is een interessante gedachte omdat de vraag gewettigd is of het toezicht op een dergelijk transparant vehikel uit hoofde van de Wtb een toegevoegde waarde heeft indien op de beleggingsinstelling, waarin door de stapelaar wordt belegd, toezicht ingevolge de Wtb wordt uitgeoefend. Opvallend is dat Leenders ervan uit lijkt te gaan dat dit soort vehikels steeds beleggingsinstellingen zijn (immers, bij een instelling die geen beleggingsinstelling is, komt men niet eens toe aan de vraag of de Vrijstellingsregeling toepasselijk is) terwijl soortgelijke constructies, wanneer zij in de vorm van een stichting beleggersgiro worden gegoten, niet als zodanig worden beschouwd. Dit laatste onderscheid lijkt mij overigens terecht, omdat het bij de giro's (en administratiekantoren) doorgaans bij voorbaat evident is dat zij als juridisch eigenaar de participaties slechts ten titel van beheer houden.

Naar aanleiding van de inzichten van Maatman en Leenders zou overwogen kunnen worden om in de verbodsbepaling in artikel 4 Wtb de notie te introduceren van het 'middellijk' vragen of verkrijgen van gelden ter deelneming in een beleggingsinstelling. Hiermee zou in formele zin bevestiging worden gegeven aan de praktijk om door tussenliggende vehikels heen te kijken bij de beoordeling van de vraag of een beleggingsinstelling uiteindelijk gelden aantrekt van in het kader van de Wtb relevante beleggers.

Hiervoor is de problematiek beschreven van een beleggingsinstelling met één deelnemer. Deze kan men ook omkeren. Kan, ondanks de intentie tot individueel vermogensbeheer, een instelling ter collectieve belegging ontstaan? Klompé stelt dat bij 'comingling', waarbij er sprake is van individueel geadministreerd maar collectief beheerde standaarddepots, er geen sprake is van collectief beleggen:²⁸ 'Het individu-

27 P.R. Leenders, 'Stapelstructuren en de Wet toezicht beleggingsinstellingen', *Tijdschrift voor Effectenrecht*, 1999 – 6, p. 115 e.v.

28 Klompé, p. 13-14.

eel karakter van het beheer komt tot uitdrukking in de beheersovereenkomst tussen de vermogensbeheerder en de cliënt; er is geen sprake van een deelnemingsrecht in het bijeengebracht vermogen.²⁹ Dit lijkt wat anders dan de inzichten van Rek die stelt: 'Indien vermenging plaatsvindt van de verschillende beleggingen (in de zin dat alle beleggers recht hebben op een aandeel in een onverdeeld vermogen, en derhalve allemaal hetzelfde risico lopen) is mijns inziens voldaan aan het element van *collectief beleggen*. Indien de verschillende beleggingen echter individualiseerbaar zijn (zodanig dat iedere belegger uitsluitend risico loopt ten aanzien van de te zijnen behoeve gedane beleggingen), kan dat geen collectieve belegging genoemd worden, en is er dus ook geen beleggingsinstelling.'³⁰ Naar aanleiding van deze twee citaten rijst de vraag: kan een beleggingsinstelling ontstaan uit een reeks min of meer identieke producten die als individueel vermogensbeheer zijn opgezet? Indien een rechtspersoon zou worden geplaatst tussen de individuele beleggers en de uiteindelijke beleggingsobjecten, dan zal de rechtspersoon mijns inziens als een beleggingsmaatschappij moeten worden gekwalificeerd. Dit lijkt vrij eenvoudig omdat de onderbrenging van de beleggingen in een rechtspersoon als een collectief vermogen identificeerbaar wordt. Lastiger wordt deze vraag als er geen sprake is van een tussenliggende rechtspersoon. Naar analogie van de vorige situatie zou beoordeeld moeten worden of bij de uitvoering van de individuele beheerscontracten op enig moment een vermogen ontstaat dat als een beleggingsfonds in de zin van de Wtb beschouwd kan worden. Indien de samenvloeiing van de beleggingen (zoals bij verzamelorders het geval is) virtueel kortstondig is en de aangekochte beleggingsobjecten vrijwel onmiddellijk op de rekening van de individuele belegger geadmistreerd worden, is er geen sprake van een collectief vermogen. Naarmate echter de voor belegging bestemde gelden cq de aangekochte beleggingen langer 'gepooled' zijn en de boeking op de individuele rekeningen langer uitblijft, zal mijns inziens het vermoeden van een gezamenlijk lopen van risico's en een gezamenlijk delen van opbrengsten, en dus van het bestaan van een beleggingsfonds, toenemen.

Aan de vraag of er sprake is van individueel dan wel collectief beleggen heeft de Bank voorts een additionele dimensie gegeven in haar beleid met betrekking tot teakhout-projecten. Dit gepubliceerde beleid stelt dat er sprake is van een vorm van individueel beleggen indien zowel opbrengsten als risico's individueel worden bepaald.

'Uit (de) overeenkomst dient te blijken of de opbrengst van de ene participant op het moment van de kap als gevolg van verschillen in kwaliteit van de bomen kan afwijken van die van de ander of dat de verkoopopbrengst eenvoudigweg naar rato van deelname over de participanten wordt verdeeld. Ten aanzien van de risicodeling kan iedere participant het risico van beschadiging of verlies gedurende de looptijd van het projekt

29 Idem. Met vermogensbeheerder wordt hier bedoeld: de beheerder van individuele vermogens ('portfolio management').

30 Rek, p. 321-322.

*voor zijn bomen dragen, dan wel hiervoor worden gecompenseerd door de andere participanten. Wanneer de bepalingen ten aanzien van de opbrengsten en risicodeling onvoldoende expliciet aangeven dat er sprake is van een individuele belegging, wordt een aanbieder van een teakwood-project aangemerkt als een beleggingsinstelling in de zin van de Wtb. Dit betekent dat de beheerder van het project een vergunning dient aan te vragen.'*³¹

Uit het voorgaande volgt dat de grens tussen individueel en collectief beleggen soms vloeiend is. Kan het zijn dat wat oorspronkelijk is opgezet als een individuele beleggingsconstructie zonder opzet tot een collectief vermogen kan verworden die aan de vergunningplicht van de Wtb dient te voldoen? Hoewel, zoals hierboven is besproken, het oogmerk criterium een nuttig middel is, er is voldoende steun voor de stelling dat het antwoord op de zojuist gestelde vraag positief is. Het oogmerk criterium kan vanuit twee gezichtshoeken worden benaderd: die van de initiatiefnemers en die van de beleggers. Vanuit de initiatiefnemers bezien kan de situatie ontstaan dat de door hen aangetrokken gelden in een gemeenschappelijk vermogen worden geplaatst. In de terminologie van de definitiebepalingen is hier sprake van 'verkregen gelden' die, door hun samenvloeiing, een collectief vormen dat voor belegging bestemd is. Voorts kan uit de Vrijstellingsregeling worden afgeleid dat er een moment aanbreekt waarop een onderneming tot een beleggingsinstelling is verworden. Daarbij is noch in de tekst van de Vrijstellingsregeling noch in de toelichting vermeld dat het feit, dat het niet de intentie van de onderneming is om een beleggingsinstelling te worden, een rol speelt.³² Deze benadering kan men mutatis mutandis toepassen op de overgang tussen individueel/collectief. Vanuit het gezichtspunt van de belegger bezien: uit de definitie- en verbodsbepalingen volgt niet dat het noodzakelijk is dat de belegger ook weet dat hij in een beleggingsinstelling belegt. Met andere woorden, het is mogelijk dat het oogmerk van de initiatiefnemer om een vorm van collectief beleggen te beheeren, niet overeenkomt met het oogmerk van de belegger. Ook hier is steun te vinden in de toelichting op artikel 2a van de Vrijstellingsregeling, waarin staat: '*Indicaties die wijzen op beleggen zijn bijvoorbeeld de wijze waarop de instelling zich publiekelijk presenteert en de lage omloopsnelheid van het onroerend goed.*'³³ Uit deze bewoordingen volgt dat de wijze waarop het publiek benaderd wordt indicatief is, dus niet doorslaggevend. Tot slot zij opgemerkt dat, indien het bestaan van een beleggingsinstelling afhankelijk zou worden gemaakt van de overweging dat zij als col-

31 *Wtb Aktueel* 1995/III. Zo ook *Jaarverslag DNB* 1994, p. 143. Overigens bestaat de mogelijkheid dat deze vragen niet relevant zijn in het geval dat het teakwood project geen beleggingsinstelling doch, zie hierna, een onderneming is.

32 Artikel 2a van de Vrijstellingsregel waarop hieronder in de volgende paragraaf nader wordt ingegaan.

33 *Idem.* Cursief NP.

lectieve belegging aan de beleggers is gepresenteerd, zodat het niet anders kan dan dat de beleggers het oogmerk moeten hebben gehad om in een beleggingsinstelling te beleggen, de weg openstaat voor malversaties. Dit laatste past niet in de beleggersbescherming die de Wtb tot doel heeft, en het is dan ook verklaarbaar dat de definitie- en de verbodsbepalingen niet zo zijn opgesteld dat het oogmerk van de belegger een doorslaggevend criterium is. Overigens kan uit het voorgaande volgen dat, hoewel onwaarschijnlijk, het mogelijk is dat er geen sprake is van een beleggingsinstelling, ondanks het oogmerk van de initiatiefnemers en de deelnemers om respectievelijk een beleggingsinstelling aan te bieden of daarin deel te nemen, omdat er juridisch en feitelijk geen sprake is van een collectieve belegging. Kort samengevat: het oogmerkriterium is nuttig als indicator bij de beantwoording van de vraag of er al dan niet sprake is van collectief beleggen, doorslaggevend is het echter geenszins.

2.3 Beleggen

Noch in de wet noch in de kamerstukken wordt enige richting gegeven met betrekking tot het begrip 'beleggen'. Toch is het voor de werking van de wet een essentieel begrip.

Hierboven is gepoogd inhoud te geven aan het 'collectieve' uit de inleidende bepalingen, zo dadelijk zal worden getracht dit te doen voor 'belegging'. Een analyse van het begrip 'beleggen' laat zich op twee wijzen benaderen; vanuit de invalshoek van de belegger als kapitaalverschaffer en vanuit de invalshoek van de instelling als kapitaalvrager.

2.3.1 Beleggen bezien vanuit de invalshoek van de belegger

Heeft iemand meer middelen te besteden dan strikt nodig is voor de bevrediging van onmiddellijke en essentiële levensbehoeften, dan kan hij op verschillende manieren een bestemming geven voor het geld dat 'over' is. Door deze bestemmingen te benoemen, kan een indicatie worden verkregen van wat beleggen in elk geval niet is. Hij kan:

1. niet-essentiële goederen aanschaffen en diensten afnemen;
2. schenkingen en giften plegen;
3. een eigen bedrijf beginnen;
4. lenen aan een ander;
5. sparen;
6. direct beleggen (bijvoorbeeld door het kopen van een tweede huis of van een aandeel in een onderneming);
7. indirect beleggen door het deelnemen in een beleggingsinstelling.

Op het eerste gezicht lijkt het evident dat de eerste drie bestemmingen niet onder het begrip beleggen vallen. Toch zal de aanschaf van een Van Gogh, een niet-essentieel goed, snel worden gezien als een 'goede belegging' door de koper. In dit laatste

schuilt het oogmerk om het aangekochte goed met winst te verkopen, anders gezegd: de koper heeft niet de intentie om te consumeren.

Het uitlenen van geld is een vorm van beleggen. De crediteur krijgt in de vorm van rente een vergoeding voor de dienst dat hij geld ter beschikking heeft gesteld aan de debiteur, waarbij in de hoogte van de rente de risico's van geldontwaarding en van mogelijke wanprestatie zijn verdisconteerd. Het is niet strikt noodzakelijk voor de crediteur om te weten wat de debiteur met het geleende geld zal doen³⁴; voldoende is dat hij een oordeel heeft omtrent de kredietwaardigheid van de debiteur en een visie op de rente-ontwikkeling. Hij deelt, met andere woorden, niet mee in de risico's van de bestedingen en zal, zolang de debiteur kredietwaardig blijft, het nominaal door hem geleende bedrag terugontvangen.

Sparen, de vijfde optie in het rijtje hierboven, is niets anders dan het opzij zetten van geld om het later weer te kunnen gebruiken. Het bedrag verandert nominaal niet. Belangrijk is het beginsel dat de spaarder ervan uitgaat dat hij op elk door hem gewenst moment het bedrag weer in handen kan hebben. Hij heeft dus het oogmerk om het geld risicoloos weg te zetten. Banken zijn onder meer ontstaan omdat kluisen veiliger zijn dan oude sokken. Gelet op de vertrouwensrelatie die deze functie van banken met zich brengt, staan banken onder bedrijfseconomisch toezicht en is het internationaal gebruikelijk dat bij een onverhoopte déconfiture van een bank er een vorm van verzekering is die inhoudt dat de spaarder toch (een deel van) zijn geld nominaal kan terugkrijgen.³⁵ In feite is sparen bij een bank een bijzondere vorm van uitlenen. De spaarder (deposithouder) stort (leent) geld bij (aan) een bank en ontvangt een rentevergoeding omdat de bank het geld voor eigen rekening en risico heeft kunnen uitzetten.³⁶

Het bovenstaande leidt tot twee tussenconclusies:

- a. beleggen is niet hetzelfde als consumeren of sparen (het in beginsel risicoloos wegzetten);
- b. beleggen heeft tot doel het ontvangen van een vergoeding voor het beschikbaar stellen van geld.

Beleggen kan men op twee manieren doen: direct of indirect. Onder direct beleggen wordt verstaan dat de belegger zelf het beleggingsobject bepaalt; vervolgens komt het object na de aanschaf op zijn naam te staan.³⁷ Het object kan een tweede huis zijn,

34 Dit gaat uiteraard niet op voor instellingen, zoals banken, die mede hun bedrijf maken van het uitlenen van geld.

35 In Nederland is dit de Collectieve garantieregeling.

36 In *Wib Actueel* 1999/VI wordt nader ingegaan op de uit de reclamerichtlijn van de Bank voortvloeiende verplichting dat reclame door beleggingsinstellingen niet de indruk mag geven dat een spaarproduct wordt aangeboden. Zie ook *Jaarverslag DNB* 1995, p. 138.

37 Beleggen via een vermogensbeheerder op grond van een vrije hand overeenkomst is te zien als een mengvorm tussen direct en indirect beleggen omdat, hoewel de beleggingen direct op naam van de belegger komen, de bepaling van de beleggingen door de beheerder geschiedt binnen de afgesproken beleggingskaders.

een aandeel in een onderneming, een obligatie, een schilderij, een optie, enz. Deze opsomming, gezien in samenhang met de opmerkingen hierboven, bergt een verder onderscheid in zich. Direct beleggen kan resulteren in het verschaffen van eigen vermogen (het aandeel in een bedrijf) of van vreemd vermogen (de obligatie). Dit onderscheid is van belang omdat het inzicht geeft in de risicobereidheid van de belegger. Bij het verschaffen van eigen vermogen komt de belegger op de laatste plaats als het object in moeilijkheden verkeert. Bij vreemd vermogen is de belegger nog altijd concurrente crediteur en verkeert hij dus in beginsel in een grotere zekerheid dan de aandeelhouder.

Indirect beleggen is het beleggen waarbij er een of meerdere schakels (intermediairs) geplaatst zijn tussen de belegger en het uiteindelijke beleggingsobject. Die schakel zal meestal een beleggingsinstelling zijn.³⁸ Ook bij een beleggingsinstelling worden de ter beschikking gestelde gelden door de instelling omgezet in eigen vermogen.

De vraag is of het algemeen aanduiden van de inhoud van 'beleggen', bezien vanuit de onderhavige invalshoek van de kapitaalverschaffer, houvast biedt. Het antwoord op deze vraag is: ja, tot op zekere hoogte is dit behulpzaam. Beleggen is niet het consumeren noch het om niet verstrekken of risicoloos wegzetten van kapitaal, maar het direct of indirect verschaffen van vermogen in de verwachting een vergoeding (bij vervreemding of gedurende het bezit) voor de gelopen risico's te ontvangen. In artikel 1 Wtb wordt de vergoeding omschreven als: opbrengst.³⁹ De inhoud van de term 'opbrengst' wordt niet verder uitgewerkt in de wet. In de memorie van toelichting staat: 'Ten aanzien van het woord 'opbrengst' geldt dat het daarbij niet slechts gaat om de directe opbrengst, doch ook om de groei van de intrinsieke waarde van een deelnemingsrecht.'⁴⁰ Afgezien van het normale taalgebruik, impliceert dit citaat dat beoogd wordt dat de opbrengst voordeel voor de belegger moet opleveren. Van aanvang aan kan het overigens vaststaan dat het voordeel bescheiden te noemen is.

Bij een beleggingsinstelling gaat het vanuit de belegger bezien dus om het indirect beleggen door middel van het verschaffen van gelden die tot het eigen vermogen van de kapitaalvrager worden gerekend. Voor een belegger zal het niet steeds evident hoeven te zijn dat hij in een beleggingsinstelling heeft belegd. Het zal voor hem evident zijn wanneer de beleggingsinstelling zich als zodanig afficheert⁴¹ en in het Wtb-

38 Ook een beleggingsinstelling kan indirect, via een andere beleggingsinstelling, beleggen. Hiervoor heeft de Bank speciale transparantievoorschriften in het leven geroepen zodat de belegger kan zien wat uiteindelijk de bestemming van zijn gelden is. Zie *Wtb Actueel* 1999/VI.

39 De beleggingsinstelling belegt, 'teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen'.

40 *Kamerstukken* 21 127, nr. 3, p. 15.

41 Artikel 2 van de Circulaire van de Bank 'Richtlijn voor Reclames van Beleggingsinstellingen', welke richtlijn ook hieronder ter sprake komt, bepaalt: 'In de reclame-uiting is het voor het publiek duidelijk dat deelneming in een beleggingsinstelling wordt aangeboden.'

register van de Bank is ingeschreven. Maar het kan ook zijn dat een beleggingsinstelling bestaat, zonder ingeschreven te zijn in het Wtb-register. Immers, een vergunning is voor een deel slechts een formele bevestiging van een bestaan in een bepaalde vorm.

Zo kan het zijn dat, zoals hierboven in paragraaf 2.2 is besproken, dat de belegger meent individueel te beleggen maar dat hij in werkelijkheid tezamen met anderen (derhalve een collectiviteit) eigen vermogen aan een instelling verschaft. Met andere woorden, de perceptie van een kapitaalverschaffer omtrent zijn eigen status en zijn daarmee verband houdende oogmerk is niet bepalend voor de vraag of men al dan niet met een beleggingsinstelling van doen heeft.

Steun voor de stelling dat de perceptie van de belegger niet bepalend is voor de status van de instelling is te vinden in de Vrijstellingsregeling.⁴² In de vrijstelling staat dat een beleggingsinstelling niet vergunningplichtig is als minder dan 50% van het balanstotaal uit beleggingen bestaat en minder dan 50% van de totale gerealiseerde opbrengsten uit beleggingen gegenereerd wordt. Hieruit volgt kennelijk dat een instelling formeel gezien een beleggingsinstelling kan zijn, ook al belegt zij in betrekkelijk geringe mate (dat wil zeggen minder dan de aangegeven percentages). Immers, men kan pas onder de reikwijdte van de Vrijstelling vallen als men aan de definitie van beleggingsinstelling voldoet en dus binnen de reikwijdte van de Wtb valt. Uit de definitiebepalingen van de wet kan men niet aflezen wanneer men van een niet onder de Wtb vallende onderneming tot een wel onder de Wtb vallende beleggingsinstelling verwordt. De toelichting op artikel 2a van de Vrijstellingsregeling stelt: 'De Wtb laat zich niet expliciet uit over de vraag in welke mate een instelling moet beleggen om als beleggingsinstelling in de zin van de Wtb te worden aangemerkt' en stelt verder dat hierdoor afbakeningsproblemen kunnen ontstaan. De pragmatische benadering waarvoor in de Vrijstellingsregeling is gekozen, maakt duidelijk dat er pas sprake is van een voor de wet relevante beleggingsinstelling wanneer het beleggen de hoofdactiviteit is. Het laat dus de mogelijkheid open dat wat ooit als een gewone onderneming is begonnen een beleggingsinstelling kan worden. Een voorbeeld kan dit verduidelijken. Stel dat het bestuur van een schoenenfabriek, ondergebracht in een ter beurse genoteerde naamloze vennootschap, besluit alle productiemiddelen te verkopen en de werknemers te ontslaan. De balans van de n.v. bestaat na de verkoop slechts uit liquide middelen die vervolgens belegd worden in effecten. Aldus wordt een beleggingsinstelling geboren, ook al hadden de aandeelhouders nog betrekkelijk kort daarvoor de intentie om direct in een schoenenfabriek te beleggen en dus niet indirect in een beleggingsinstelling.

Onder bepaalde omstandigheden zullen andere wegingsfactoren dan de perceptie van de belegger doorslaggevend moeten zijn. Deze andere factoren moeten worden gezocht bij de andere direct betrokken partij, namelijk de kapitaalvrager.

42 Zie Grundmann-Van de Krol, 'Vrijstellingsregeling beleggingsinstellingen uitgebreid', *V&O*, september 1998, p. 90-91.

2.3.2 Beleggen gezien vanuit de invalshoek van de kapitaalvrager

Zoals gezegd, men verwordt tot beleggingsinstelling zodra beleggen een hoofdactiviteit is. Maar wat is dat 'beleggen'?

In de literatuur over de Wtb wordt, bij de behandeling van de vraag naar de betekenis van 'beleggen', dikwijls aangesloten bij de behandeling in de memorie van toelichting van de vraag waarom holdings en particuliere participatiemaatschappijen niet als beleggingsinstellingen zijn aan te merken.⁴³ Deze institutionele benadering is echter geen begin maar een resultaat dat bepaald wordt door de kwalificatie van de kern van de activiteiten van die maatschappijen.

De bevindingen in fiscalibus kunnen aanwijzingen bevatten. De HR heeft bepaald in vraagstukken betreffende het onderscheid tussen ondernemen en beleggen dat er sprake is van beleggen bij de verkrijging van de waardestijging en het rendement die bij normaal vermogensbeheer kunnen worden verwacht.⁴⁴ Maar wat is normaal vermogensbeheer? Ik meen dat, hoewel fiscale wetgeving en jurisprudentie belangrijke aanwijzingen kunnen verschaffen bij de behandeling van de onderhavige vraag, de oplossing toch gezocht zal moeten worden in het kader van de Wtb daar de doelstellingen van fiscale en toezichtswetgeving niet met elkaar zijn te vergelijken.

Een andere vraag is of een beleggingsinstelling zelf kan worden gezien als een soort onderneming. Immers, de initiatiefnemers verrichten een bepaalde activiteit (het beleggen van andermans gelden en het beheren van het aldus gevormde vermogen) die voor hen een inkomstenbron oplevert. De initiatiefnemers zelf lopen daarmee ondernemingsrisico's doordat zij de kans lopen dat hun product (de beleggingsinstelling) niet aanslaat cq blijft aanslaan bij het beleggend publiek waardoor zij verliezen lijden. Uit deze benadering volgt dat vermogensbeheer een ondernemingsgewijze activiteit is, maar er volgt daaruit niet, dat de beleggingsinstelling die door de ondernemende beheerders is geschapen, zelf een onderneming is.

Waarin onderscheidt een beleggingsinstelling zich van 'gewone' ondernemingen? Het antwoord hierop kan worden gevonden in de overweging dat het beleggen zelf niet een zodanige combinatie is van de productiefactoren kapitaal en arbeid dat daarmee een rechtstreekse toegevoegde waarde aan de reële economie wordt geleverd. Een ondernemer zal een marktaandeel willen veroveren en op een goed moment winst willen maken. Hij loopt daarbij risico's en zal bereid zijn om in aanvang verliezen op te lopen als dat voor hem de manier is om een voet aan de grond te krijgen. De inspanningen van de ondernemer leveren diensten of goederen op die door de

43 *Kamerstukken* 21 127, nr. 3, p. 15 en 21. Zie ook Leenders 116-118 en S. Perrick, 'Capita Selecta Beleggingsinstellingen', in *Ontwikkeling in het Effectenverkeersrecht*, Deventer, Kluwer, 1996, p. 31-32.

44 Ontleend aan T.M. Berkhout, 'Vastgoedfondsen: winstverdubbelaars of krakende casco's', *Vastgoedrecht*, nr. 4, 1997, p. 102 e.v. en F. Rozemeier, 'Wanneer is er sprake van beleggen of ondernemen?', *NRC Handelsblad* 1 februari 1995, p. 11. Niet is nagegaan of na het verschijnen van deze artikelen er overige voor dit onderwerp relevante fiscale uitspraken zijn geweest.

consument worden gekocht. Een beleggingsinstelling doet dat niet.⁴⁵ Die levert het kapitaal waarmee ondernemers aan de slag kunnen, maar het collectieve vermogen zelf combineert kapitaal en arbeid niet op een zodanige wijze dat een goed of dienst wordt voortgebracht.⁴⁶

Aldus beschouwd wordt ten principale aangegeven waarom sommige instellingen die op het eerste gezicht onder de definitie kunnen vallen, toch niet daaronder vallen.

De toelichting op de Vrijstellingsregeling werpt meer licht op de vraag of er sprake is van voor de Wtb relevant beleggen. Dit wordt toegespitst op onroerend goed waarvan, samengevat, gesteld wordt dat er sprake van beleggen in onroerend goed is wanneer het onroerend goed wordt verworven en beheerd. Dat beheer houdt, volgens de toelichting, met name in het verzorgen en instandhouden van inkomsten door verhuur als ook het instandhouden van de waarde van de belegging. Ook in het beleid van de Bank ziet men het onderhavige vraagstuk terugkomen.⁴⁷ Volgens dat beleid is projectontwikkeling niet als beleggen te beschouwen omdat dergelijke activiteiten 'de relatief passieve beleggingsactiviteiten' ontstijgen doordat het risico wordt gelopen dat het project faalt. Voorts: 'Bij de bepaling of bij de investering in *schepen* sprake is van beleggen of ondernemen, is van belang of typische ondernemingsactiviteiten (onderhoud, regelen van lading, voorzien in bemanning) in de cv worden verricht, dan wel worden uitbesteed, en de mate waarin de resultaten voor de deelnemers afhankelijk zijn van de bedrijfsexploitatie van het schip.'

In deze paragraaf heb ik getracht richting te geven aan het antwoord op de vraag wanneer er sprake van beleggen kan zijn. In de meeste gevallen zal er geen twijfel bestaan; de belegger weet dat hij een belegger is, een beleggingsinstelling weet dat zij een beleggingsinstelling is, en, naar wij hopen, zij leefden lang en gelukkig. Toch

45 In de memorie van toelichting bij de aanpassing van het BW aan de tweede richtlijn vennootschapsrecht werd ten aanzien van beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal opgemerkt dat zij, 'een deel van haar beleggingen (kan) afstoten om aan middelen voor de inkoop van eigen aandelen te komen, zonder dat dit de intrinsieke waarde van de andere aandelen beïnvloedt. Een industriële of handelsonderneming kan dat niet of slechts in beperkte mate, wanneer, zoals veel voorkomt, veel bezittingen niet per stuk op verkoopwaarde worden gewaardeerd, maar in hun geheel als draaiende ondernemingen.' *Kamerstukken 1978-'79*, 15 304, nr. 3 p. 14.

46 Vgl. Rek, p. 322, 'Zit het verschil in het feit dat (een) onderneming – in tegenstelling tot onroerend goed-maatschappijen – de factoren kapitaal en arbeid combineert? Of is beslissend dat de vermogensbestanddelen van beleggingsinstellingen 'vanzelf' – d.w.z. door de werking van de markt – in waarde vermeerderen (althans veranderen), terwijl de gloeilampenmachine om opbrengsten te genereren nadere behandeling vergt, zonder welke zij alleen maar minder waard zou worden? Naar mijn persoonlijke smaak is dit laatste het doorslaggevende verschil. Of dit ook de smaak van de wetgever is, wordt aan de hand van wetteksten en parlementaire geschiedenis niet duidelijk.'

47 *Wtb Actueel 1998/V*. Zie ook *Jaarverslag DNB 1991*, p. 128-129. Onroerend goed beleggingsinstellingen onderscheiden zich van andere beleggingsinstellingen doordat er daarin wel dikwijls sprake is van het combineren van kapitaal en arbeid. In de onroerend sector wordt specifieke invulling aan het begrip 'beleggen' gegeven door de nadruk te leggen op exploitatie door middel van verhuur van de panden waarin is belegd.

kan er twijfel ontstaan waarbij het oogmerk van de kapitaalverschaffer een aanwijzing kan geven, die echter niet doorslaggevend is. Doorslaggevend is het karakter van de activiteiten van de instelling zelf. Een instelling kan zelfs een beleggingsinstelling zijn (geworden) zonder dat zij als kapitaalvrager dat tot oogmerk heeft gehad.

2.4 'Vragen, verkrijgen, aanbieden'

Artikel 4 verbiedt het vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling die niet over een vergunning beschikt. Het artikel zegt ook dat het verboden is om deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling, die geen vergunning heeft, aan te bieden. De memorie van toelichting laat geen onduidelijkheid bestaan over de doelstelling van deze bepaling: 'De verbodsbepaling is zo geredigeerd dat geen deelnemingsrechten aangeboden kunnen worden zonder dat de uitgevende beleggingsinstelling een vergunning bezit. Derhalve is het verbod van toepassing op beleggingsinstellingen, alsmede op ieder ander die deelnemingsrechten aanbiedt. Dit zal er in beginsel toe leiden dat op de Nederlandse markt slechts participaties van vergunninghoudende instellingen uitgegeven en verhandeld kunnen worden.'⁴⁸

De verbodsbepaling en de memorie van toelichting geven echter geen precies antwoord op de vraag: wanneer is er sprake van vragen, verkrijgen of aanbieden? Het antwoord hierop is essentieel om te weten wanneer de wet wordt overtreden. In bepalingen van het Btb en in het beleid van de Bank wordt duidelijker wat hieronder moet worden verstaan.

Artikel 6, eerste lid, Btb zegt dat de beleggingsinstelling een prospectus beschikbaar moet hebben over het aanbod van de beleggingsinstelling. Het tweede lid stelt verplicht dat het prospectus de gegevens moet bevatten die voor de beleggers noodzakelijk zijn om zich een verantwoord oordeel te kunnen vormen over het aanbod. Ook hier geldt dat de tekst van het besluit en de toelichting daarop niet definiëren wat een aanbod is. Noch wordt er een definitie van prospectus gegeven. Echt nodig is een definitie van prospectus niet omdat het uit de hele context van regelgeving en toelichting duidelijk is dat er een document moet zijn (het prospectus) dat inzicht geeft in hetgeen waarvoor deelnemers worden aangezocht. Het 'aanbod van de beleggingsinstelling' is in dit artikel van het Btb niets anders dan het aanbod aan beleggers om deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling te kopen. Interessant is dat artikel 6 Btb niet de woorden 'vragen of verkrijgen' uit artikel 4 Wtb gebruikt.

Artikel 18, eerste lid, Btb bevat ook verplichtingen op dit terrein: 'Bij aanbod van de rechten van deelneming buiten een besloten kring dan wel bij de schriftelijke aan-

⁴⁸ *Kamerstukken* 21 127, nr. 3, p. 15-16. De woorden 'in beginsel' duiden aan dat er legaal participaties van niet-vergunninghouders op de markt kunnen komen, namelijk in de uitzonderingsgevallen genoemd in het tweede lid van artikel 4 alsook de gevallen die gedekt zijn door de Vrijstellingsregeling.

kondiging dat een aanbod buiten besloten kring zal worden gedaan, dient de beleggingsinstelling uiterlijk op de dag voor de dag van uitgifte, van openstelling van deelneming of van de schriftelijke aankondiging van openstelling, een prospectus kosteloos algemeen verkrijgbaar te stellen (...) In iedere bekendmaking waarin deelnemingsrechten worden aangeboden, worden de plaatsen vermeld waar het prospectus voor het publiek verkrijgbaar is.' De toelichting zegt hierover: 'Ingevolge het eerste lid moet een prospectus beschikbaar zijn uiterlijk vanaf de dag voordat de beleggingsinstelling buiten een besloten kring gelden aantrekt dan wel, indien de instelling met een schriftelijke vooraankondiging werkt, uiterlijk vanaf de dag dat de beleggingsinstelling bekend maakt dat zij buiten een besloten kring gelden zal aantrekken.'⁴⁹ Op basis van deze toelichting zou men de indruk kunnen krijgen dat synoniem voor 'aanbod' is: geld aantrekken. Alleen al om taalkundige redenen is dat uiteraard niet zo. De toelichting geeft aan (en in die zin is het woord 'openstelling' in het artikel ook behulpzaam) dat er een prospectus moet zijn een dag voordat men de gelegenheid krijgt om deelnemingsrechten te kopen waarop vervolgens door de beleggingsinstelling gelden worden aangetrokken. Dat is ook verplicht wanneer men schriftelijk aankondigt dat deelnemingsrechten zullen kunnen worden gekocht. De woorden 'vragen of verkrijgen' zoekt men overigens hier eveneens tevergeefs.

Ook in het beleid van de Bank zijn indicaties te vinden van wat onder 'vragen, verkrijgen, aanbieden' moet worden verstaan.

In de circulaire d.d. 14 mei 1992, 'Marktonderzoek voor vergunningverlening' geeft de Bank randvoorwaarden voor de benadering van het publiek nog voordat een vergunning op grond van de Wtb is verstrekt. De achtergrond hiervoor is dat initiatiefnemers de markt willen aftasten om te kunnen beoordelen of een te lanceren beleggingsinstelling in voldoende mate zal aanslaan. De Bank zegt dat dit in beginsel is toegestaan: 'Het onderzoek dient zich evenwel uitsluitend te richten op het verkrijgen van inzicht in het marktpotentieel van een of meer beleggingsprodukten. Dit betekent dat nooit gelden van het publiek mogen worden verkregen of verworven. Ook zal een potentiële belegger die reageert of medewerking verleent aan een marktonderzoek in deze fase niet kunnen worden verplicht tot participatie in de op te richten beleggingsinstelling/het op de markt te brengen beleggingsprodukt.' Uit het bovenstaande volgt dat een marktonderzoek door een niet-vergunninghoudende instelling niet als een aanbod mag worden gezien; immers, het aanbieden zonder vergunning is verboden. In dit verband kan de vraag worden gesteld hoe te handelen indien aan het marktonderzoek een voorwaardelijke inschrijving wordt gekoppeld. Men denke aan iets als navolgend: 'Indien de vergunning door de Bank is verleend, wilt u dan participeren in het nieuwe fonds? Zo ja, vul alvast bijgaand inschrijvingsformulier in.' Dit zal niet mogen, omdat bij de vervulling van de voorwaarde (de vergunningverlening) de potentiële belegger tot deelneming wordt verplicht. Onder 'vragen, verkrijgen, aanbieden' in de verbodsbepaling wordt dus mede begrepen het voor-

⁴⁹ *Stb.* 1990, 504, p. 33.

waardelijk 'vragen, verkrijgen, aanbieden'. Dit is in de context van de Wtb een logische opvatting daar de wet ervan uitgaat dat een belegger zich pas een verantwoord oordeel over het aanbod zal kunnen vormen nadat de vergunning is verleend. Deze intentie zou overigens verduidelijkt kunnen worden door in de verbodsbepaling uitdrukkelijk rekening te houden met 'aanbieding door middel van advertenties of documenten in het vooruitzicht te stellen' conform artikel 3 Wte 1995.

Reclame is misschien wel het belangrijkste middel voor beleggingsinstellingen om nieuwe beleggers aan te trekken. Aangezien reclame ook een vorm van informatieverschaffing is, rekent de Bank het tot haar taak om op de reclame door beleggingsinstellingen toe te zien. De wijze waarop dat gebeurt, is vastgelegd in de circulaire van de Bank d.d. 5 januari 1998, 'Richtlijn voor reclames van beleggingsinstellingen'. Artikel 2 van de richtlijn bepaalt: 'In de reclame-uiting is voor het publiek duidelijk dat deelneming in een beleggingsinstelling wordt aangeboden'. Artikel 1 definieert reclame-uiting als, 'iedere vorm van openbare aanprijzing'.⁵⁰ Dit lijkt erop te duiden dat onder 'aanbod' ook valt, 'openbare aanprijzing' zodat een openbare aanprijzing van een beleggingsinstelling die niet over een vergunning beschikt door het verbod in artikel 4 Wtb zal worden getroffen.

In de circulaire d.d. 23 juli 1999 heeft de Bank haar 'Beleidsregels Media Wtb' bekend gemaakt.^{51, 52} Deze beleidsregels zijn met name opgesteld om aan te geven wanneer niet-vergunninghoudende beleggingsinstellingen door artikel 4 Wtb worden geraakt, met name bij het gebruik van Internet.⁵³ Zij zijn feitelijk van het grootste belang voor buitenlandse beleggingsinstellingen, die door Internet voor een ieder zijn te benaderen. In de inleiding van deze beleidsregels valt het volgende te lezen, 'De beleidsregels zien mede op de interpretatie van het begrip "in of vanuit Nederland" zoals gebezigd in artikel 4, eerste lid, Wtb en gaan uit van de veronderstelling dat er sprake is van het "vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen" dan wel "het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling" in de zin van artikel 4 Wtb.' De beleidsregels lijken hiermee dus ogenschijnlijk een definitie van de uitdrukking 'vragen, verkrijgen, aanbieden' te vermijden. In artikel 3 van de Beleidsregels worden enkele indicatoren gegeven voor de beoordeling of een door middel van media uitgeoefende activiteit op Nederlandse inwoners is gericht. Gelet op de hiervoor genoemde veronderstelling van de Beleidsregels houdt dit in dat op basis van de indicatoren door de Bank zal worden gezien of een beleggingsinstelling in Nederland wordt aangeboden, waarbij de klemtoon op de woorden 'in Nederland'

50 Volgens de toelichting op artikel 1 is 'reclame die uitsluitend bedoeld is om naamsbekendheid te krijgen, zoals alleen vermelding van naam of logo' geen reclame-uiting in de zin van de richtlijn.

51 *Stcrt.* 1999, nr. 139.

52 Zie R.G.M. Dahmen, 'Elektronische media en het toezicht door de STE en DNB; recente beleidsregels', *V&O* juli/augustus 1999, afl. 7/8, p. 80 e.v.

53 De beleidsregels zijn volgens artikel 1 van toepassing op allerlei media, zoals kranten, fax, direct-mail, telefoon.

ligt. Deze indicatoren, die overigens niet limitatief zijn, hebben gemeen dat inwoners van Nederland door de instelling worden benaderd en zijn dus stuk voor stuk te zien als een vorm van aanbieden. De Bank is stellig dat artikel 4 Wtb wordt overtreden in het geval dat (zie het derde lid van artikel 3 van de Beleidsregels) een reclame-uiting of een prospectus aan een inwoner van Nederland wordt verzonden. Evenveel stelligheid vindt men in artikel 4 van de Beleidsregels: geen overtreding van het verbod van artikel 4 Wtb is er bij a) een ongeadresseerde uiting waarbij alleen naam of logo wordt weergegeven b) het incidenteel toezenden van informatie op verzoek van een belegger of c) het louter weergeven van het prospectus van een buitenlandse beleggingsinstelling zonder dat inschrijvingsmogelijkheden worden getoond.

De indicatieve benadering waarvoor de Beleidsregels kiezen, sluit aan bij de inhoud van een in 1998 uitgebracht document van IOSCO.⁵⁴ Voor die benadering is gekozen omdat het onmogelijk is gebleken om een internationaal geldende definitie van de term 'aanbod' te vinden.⁵⁵ Dat ligt niet alleen aan de uiteenlopende invulling die aan dat begrip wordt gegeven in de effectenwetgeving van de diverse landen, maar ook aan het feit dat wat in het ene land in civielrechtelijke zin een aanbod is, dat niet zo is in een ander land. Met de indicatieve benadering wordt in elk geval beoogd om aan instellingen duidelijk te maken wanneer een toezichthouder zal optreden indien hij van mening is dat de beleggers in zijn jurisdictie worden geraakt.⁵⁶ Dit is vooral van belang voor bonafide instellingen die willen voorkomen dat zij onbewust door middel van Internet de toezichtswetgeving van andere landen dan hun land van oorsprong overtreden.

Uit het voorgaande kan worden afgeleid dat onder 'aanbod' in de zin van de Wtb nader moet worden verstaan: een, al dan niet voorwaardelijk, aanbod om deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling te kopen, waaronder wordt begrepen een openbare aanprijzing van de beleggingsinstelling.

De vraag kan worden gesteld wat de toegevoegde waarde is van de termen 'vragen' en 'verkrijgen' in zowel artikel 1 als artikel 4 Wtb. Mijns inziens heeft de term 'vragen' niet alleen dezelfde betekenis als 'aanbieden' maar als additionele betekenis dat het mogelijk is om gelden te vragen voor deelneming in een beleggingsinstelling, terwijl er op dat moment nog geen aanbieden van deelnemingsrechten is. Het woord 'verkrijgen' heeft ook een zelfstandige betekenis. Dit blijkt bijvoorbeeld uit de volgende casus. Stel dat een buitenlandse beleggingsinstelling op geen enkele wijze inwoners van Nederland heeft benaderd. Stel voorts dat een tussenpersoon met succes deelnemingsrechten in die beleggingsinstelling aan inwoners van Nederland verkoopt. In dit geval is het aanbod in Nederland slechts door de tussenpersoon gedaan.

54 Securities Activity on the Internet: Report of the Internet Task Force to the Technical Committee, September 19, 1999.

55 Zie ook Jaarverslag STE 1998, p. 42.

56 Zie R.J. Botter, 'Wtk, Wte en Wtb en internet', *Ondernemingsrecht* 1999-14, p. 397-399.

Echter, er zijn wel gelden door de beleggingsinstelling verkregen.⁵⁷ Een vergelijkbare situatie bestaat wanneer deelnemingsrechten in een uitsluitend voor professionele beleggers opengestelde beleggingsinstelling zonder medewerking van die beleggingsinstelling in het bezit komen van niet-professionele beleggers.

Tot slot zou in het civiele recht gezocht kunnen worden naar bronnen voor de betekenis van het woord 'aanbieden'. Dit is reeds uitvoerig door Hijmans van den Bergh gedaan die met betrekking tot het gebruik van die term in de Wte 1995 concludeert dat:

*'een civielrechtelijk aanbod bij uitgifte van effecten in beginsel wel een aanbieding in de zin van artikel 3 lid 1 Wte 1995 oplevert, maar dat het omgekeerde niet het geval behoeft te zijn. Ik ben er dan ook een voorstander van om een onderscheid te maken tussen de effectenrechtelijke aanbieding en het civielrechtelijke aanbod. Tenslotte waag ik mij aan een omschrijving van de effectenrechtelijke aanbieding bij uitgifte: iedere handeling door een (rechts)persoon die er op gericht is derden te bewegen tot het nemen of verkrijgen van effecten bij uitgifte daarvan.'*⁵⁸

Mijns inziens is deze conclusie zonder meer toepasbaar op de Wtb. Daaraan zou ik willen toevoegen dat het, vanuit de doelstellingen van de Wtb, gewenst is dat de desbetreffende bestuursrechtelijke bepalingen niet worden gebonden door civielrechtelijke wetgeving en jurisprudentie.

2.5 Pleidooi voor een vaststellingsbevoegdheid in de Wtb

In de paragrafen hiervoor zijn enkele belangrijke onderdelen uit de definities in artikel 1 en de verbodsbepaling in artikel 4 Wtb behandeld. Uit deze behandeling blijkt dat de inhoud van die onderdelen niet steeds vanzelfsprekend is. De oorzaak hiervan is dat de wet noch de daarop gegeven toelichting precieze definities geven van de gehanteerde termen. Zoals in de inleiding gememoreerd is, de Wtb is een tamelijk onverschillig stukje wetgeving als het gaat om de kern van de activiteiten van de instellingen die onder haar bereik vallen. Het is niet relevant waarin zij beleggen. Het is niet relevant hoe zij beleggen, conservatief of risicovol. Het is niet relevant welke rechtsvorm zij aannemen. De kern is dat zij op een collectieve wijze beleggen. Vanuit een oogpunt van duidelijkheid, zou het leven van instellingen en toezichthouder eenvoudiger zijn als de wetgever op een dirigistische wijze zou hebben aangegeven wat

57 Deze casus laat ook de waarde zien van het verbod op aanbieding van deelnemingsrechten in niet-geregistreerde instellingen omdat daarmee ook de tussenpersonen door het verbod worden getroffen. Ter vergelijking, artikel 4 van de Wet Effectenhandel (*Stb.* 1985, 570) was beperkt tot het verbod op de openstelling tot deelneming in een fonds voor gemene rekening.

58 L.J. Hijmans van den Bergh, 'Aanbieding van effecten: enige opmerkingen over de spanning tussen regelgeving en praktijk' in: *Onderneming en Effecten*, 1998, p. 18.

onder de wet hoort te vallen. Men had zich bijvoorbeeld kunnen laten inspireren door de reikwijdte van de icbe-richtlijn die beperkt is tot open-end instellingen die volgens het beginsel van risicospreiding nagenoeg uitsluitend in beursgenoteerde effecten beleggen.⁵⁹ Een dergelijke eenvoudige benadering beperkt echter te zeer de ontwikkeling van de markt en ontnemt de belegger, die indirect wil beleggen, de mogelijkheid om uit een variëteit aan beleggingsproposities te kiezen. Het tot in detail definiëren van termen die in definities en verbodsbepalingen te vinden zijn, is mijns inziens niet gewenst, althans niet op het gebied van financiële toezichtswetgeving. De markt beweegt immers snel en te gedetailleerde regelgeving zal onduidelijkheid uitlokken en innovaties frustreren. Het gaat erom dat uit wet en toelichting de intentie en de doelstellingen van de regulering herkenbaar zijn. In verreweg de meeste gevallen ontstaat er dan geen onduidelijkheid. Daar waar er onduidelijkheid is, dient beleid te ontstaan. Dat beleid kan resulteren in wijziging van de wet, van daarop gebaseerde regelgeving (in casu de Vrijstellingsregeling) of in circulaire of beleidsregels van de toezichthouder waarmee beoogd wordt om, op basis van de praktijk, nadere invulling en richting te geven aan de inhoud van de termen.

Het voorgaande mag echter niet afdoen aan de noodzaak van helderheid in individuele gevallen, welke noodzaak ontstaat uit de grote gevolgen die kunnen voortvloeien uit de behandeling van de vraag of een instelling een beleggingsinstelling is en, zo ja, een vergunning op grond van de Wtb moet hebben. Deze gevolgen zijn te onderscheiden in civielrechtelijke, strafrechtelijke en bestuursrechtelijke. Hoewel de civielrechtelijke gevolgen van overtreding van de verbodsbepaling in de literatuur niet onomstreden zijn, het lijkt in elk geval duidelijk dat een deelnemer in een beleggingsinstelling die over een vergunning had moeten beschikken, zich kan beroepen op (ver)nietig(baar)heid van de overeenkomst die aan de deelneming in de beleggingsinstelling ten grondslag ligt. Of dat beroep gehonoreerd zal worden in een civiele procedure, is een andere vraag, maar evident is het wel dat een beleggingsinstelling ook in die zin risico's loopt. Overigens bestaat de mogelijkheid dat een geschillencommissie zich hierover uitspreekt, hetgeen mijns inziens ook tot het civiele recht moet worden gerekend.⁶⁰ De strafrechtelijke gevolgen behoeven geen verdere bespreking: overtreding van artikel 4 Wtb is een economisch delict. Bestuursrechtelijk kunnen er ook consequenties zijn. Men riskeert dat de Bank een zogenaamde openbare waarschuwing afgeeft op grond van artikel 25 Wtb en, sinds 1 januari 2000, ook de oplegging van een boete of een last onder dwangsom.

Deze uiteenlopende juridische gevolgen lopen in zekere zin langs elkaar heen. Het is bijvoorbeeld denkbaar dat de Bank een openbare waarschuwing geeft omdat zij

59 Dat dit een te beperkt bereik is, blijkt uit de wijzingsvoorstellen die in paragraaf 3.4 hieronder worden behandeld.

60 Zie bijvoorbeeld de Uitspraak van de Klachten Commissie Effectenbedrijf inzake Medfonds I, nr 9505, d.d. 21/3/95, *Uitsprakenblad NIBE*, waarin een klacht is toegewezen na de verkoop van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling zonder vergunning.

meent dat een beleggingsinstelling over een vergunning moet beschikken, een vordering van een deelnemer tot nietigheid wordt afgewezen omdat de civiele rechter meent dat er geen aanbod in civielrechtelijke zin was, terwijl de opsporingsinstanties op dat moment onderzoeken of er sprake is van overtreding van artikel 4 Wtb. In de praktijk zal een dergelijke situatie zich niet snel voordoen, maar het illustreert wel de noodzaak van helderheid. Die helderheid moet primair in het kader van de uitvoering van de Wtb worden gezocht omdat het immers de in die wet gebezigde termen zijn die de voorwerpen van de geschillen vormen.

Uiteindelijk behoort een rechterlijke toets de doorslag te geven. In sommige gevallen, maar niet in alle, kan een dergelijke toets worden verkregen. Dit blijkt uit de volgende scenario's:

- de Bank geeft als oordeel dat een instelling een vergunning moet hebben, de instelling vraagt en verkrijgt de vergunning maar vangt een bezwaar- en vervolgens beroepsprocedure aan omdat zij meent niet een beleggingsinstelling te zijn c.q. niet vergunningplichtig; op den duur zal de bestuursrechter (de rechtbank Rotterdam en in hoger instantie het College van Beroep voor het Bedrijfsleven) oordelen of de Bank de beschikking (de vergunning) had mogen geven;
- de Bank of een belegger doet aangifte en er volgt een veroordeling of vrijspraak door de strafrechter;
- een geschillencommissie of een civiele rechter oordeelt over een vordering van een belegger die inhoudt dat de instelling een vergunning had moeten hebben;
- de Bank is van oordeel dat een instelling een vergunning moet aanvragen, de instelling weigert de vergunning aan te vragen, vervolgens legt de Bank een boete of dwangsom op; de oplegging van de boete of dwangsom is een beschikking die uiteindelijk ook door het College van Beroep voor het Bedrijfsleven getoetst kan worden;
- hetzelfde scenario als hiervoor, maar de Bank ziet af van het opleggen van een boete of dwangsom omdat een dergelijke maatregel als onevenredig zwaar wordt gezien; onwaarschijnlijk is het dat het betrokken subject in een dergelijk geval zal trachten hierover een rechterlijke toets uit te lokken;
- een instelling is van mening dat zij een beleggingsinstelling is die over een vergunning op grond van de Wtb moet beschikken, terwijl de Bank van oordeel is dat een vergunning niet vereist is omdat de instelling niet onder de wet valt c.q. niet vergunningsplichtig is; tegen de afwijzende beschikking van de Bank dan wel de weigering van de Bank om een beschikking te geven, kan bezwaar en beroep worden aangetekend; lastig is dat de betrokken instelling eerst de aanvraagprocedure heeft moeten doorlopen.

Ongetwijfeld zijn er meer scenario's denkbaar, maar het bovenstaande geeft aan dat er dikwijls sprake zal zijn van een onbevredigend en/of omslachtig verloop als gevolg van de uiteenlopende mogelijkheden of als gevolg van het feit dat er geen duidelijkheid over de status van de instelling kan worden verkregen. Een voorbeeld van dat

laatste is te vinden in jurisprudentie van het College van Beroep voor het Bedrijfsleven.⁶¹

Mijns inziens dient er een redelijk eenvoudige oplossing voor de min of meer onschuldige situaties te worden gezocht in het kader van de uitvoering van de Wtb. (Onder min of meer onschuldige situaties versta ik gevallen waarin het als te belastend wordt gezien om de weg van aangifte dan wel boetes of dwangsommen te volgen.) Het zijn immers de bepalingen van die wet die het voorwerp van de geschillen zijn en uitspraken in diverse gremia kunnen leiden tot rechtsonzekerheid. Een dergelijke oplossing kan worden gevonden door de introductie van een vaststellingsbevoegdheid in de Wtb, zoals die in artikel 18 van de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 bestaat. Daarin staat, verkort weergegeven, dat de Verzekeringskamer ambtshalve of op aanvraag beslist 'of een handeling of samenstel van handelingen al dan niet uitoefening' van het verzekeringsbedrijf of een andersoortig bedrijf vormt. Tegen een dergelijke beschikking staat de gebruikelijke bestuursrechtelijke weg van bezwaar en eventueel beroep open waardoor uiteindelijk door middel van een bestuursrechterlijke toets de knoop kan worden doorgehakt.

Hoofdstuk 3 Ontwikkelingen in en rond de Wtb

3.1 Inleiding

De Wtb en de daarop gebaseerde regelgeving, bijna tien jaar oud, zijn redelijk bestand gebleven tegen de tand des tijds. Grote wijzigingen zijn er niet geweest. Hieruit kan worden afgeleid dat deze toezichtsregelgeving een in de kern adequate structuur heeft en de toezichthouder voldoende instrumenten in handen geeft om zijn taak uit te voeren. Dat er geen 'affaires' zijn geweest die noopten tot een ingrijpende herziening van de wet is natuurlijk niet slechts de verdienste van de kwaliteit van de regels en het toezicht, maar ook van de kwaliteit van de op de markt voor beleggingsinstellingen actieve partijen. De Wtb heeft evenwel in haar huidige vorm niet het eeuwige leven en onder meer in de uitvoeringspraktijk is gebleken dat de regelgeving aanpassing behoeft. In deze paragraaf zal ik, na eerst een korte schets van de inhoud van

61 Tot tweemaal toe is het geschil tussen Bosca Teca Verde (BTV) en de Bank bij het College van Beroep voor het Bedrijfsleven gekomen. De Bank was van mening dat BTV een beleggingsinstelling was, BTV meende van niet. In de eerste uitspraak besloot het College dat de mededeling van de Bank dat BTV vergunningplichtig was, geen rechtsgevolg te weeg brengt. Het College verklaarde zich niet ontvankelijk. In de tweede uitspraak, naar aanleiding van het beroep van BTV tegen de beslissing van de Bank dat BTV ingevolge artikel 19 Wtb verplicht was inlichtingen aan de Bank te verstrekken, besliste het College dat de Bank BTV ten onrechte in hun bezwaar had ontvangen omdat het inlichtingenverzoek geen besluit was. Zie AB 1995/525 en 1999/437; TVVS 1995 nr. 95/10. blz 284-285; JB 22 oktober 1998, afl. 13, 223, p. 1007 e.v.; Jaaverslag DNB 1995 p. 138-139.

enkele ingevoerde wijzigingen,⁶² ingaan op de diverse bronnen die er zijn die tot toekomstige aanpassingen kunnen leiden. Aan het slot doe ik een voorstel voor een aanpassing in de structuur waardoor de Wtb gemoderniseerd kan worden.

3.2 *Wijzigingen sinds 1990 van de Wtb en daarop gebaseerde regelgeving*

3.2.1 De wet

Vier wetten hebben de Wtb gewijzigd.

Ten eerste de zogenaamde 'Informatie-uitwisselingswet'⁶³ die in de diverse toezichtswetten de mogelijkheden heeft verruimd voor de toezichthouders om, zo nodig in afwijking van de geheimhoudingsbepalingen en onder een aantal voorwaarden, informatie te verstrekken aan andere binnen- en buitenlandse toezichthouders. Interessant is dat deze wet de toezichthouder bevoegdheden heeft gegeven om natuurlijke personen en rechtspersonen te verplichten inlichtingen te verstrekken die nodig zijn ter vervulling van een inlichtingenverzoek van een buitenlandse toezichthouder op beleggingsinstellingen. Deze bevoegdheid geldt zelfs indien de personen aan wie de inlichtingen worden gevraagd, niet onder zijn toezicht vallen. Hiervoor is wel vereist dat een en ander plaatsvindt in het kader van de uitvoering van een verdrag of een bindend besluit van een volkenrechtelijke organisatie. Voorts is van belang dat de toezichthouder verplicht is om aan een andere toezichthouder inlichtingen te verstrekken indien hij over informatie beschikt die van belang is voor de beoordeling van de deskundigheid en betrouwbaarheid van een bestuurder die tevens door de andere toezichthouder is getoetst. Deze wijziging heeft geleid tot opnemings in de Wtb van de artikelen 27, 27a leden 3 en 4, 27b en 27c.

Een tweede wijziging van de Wtb was het gevolg van de omzetting van de zogenaamde BCCI-richtlijn in nationaal recht via de diverse toezichtswetten.⁶⁴ Deze richtlijn kwam tot stand na de déconfiture van BCCI, een internationaal vertakte bank met een zeer ondoorzichtige structuur. De wijzigingen in de Wtb verplichten de externe accountant om de toezichthouder zo spoedig mogelijk te informeren indien hij kennis heeft gekregen van een omstandigheid die onder meer in strijd met de wet is of die het voortbestaan van de beleggingsinstelling bedreigt (artikel 12, leden 4-6).

62 Hierin betrek ik niet enkele relatief geringe, formele wijzigingen.

63 Wet van 17 maart 1994, houdende wijziging van de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf, de Wet toezicht beleggingsinstellingen, de Wet toezicht effectenverkeer van bepalingen betreffende de informatie-uitwisseling tussen Nederlandse toezichthouders en buitenlandse instanties die belast zijn met het toezicht op financiële markten of op natuurlijke personen die op die markten werkzaam zijn, *Stb.* 235

64 Wet van 25 september 1996 tot opnemings in de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993, de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf, de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en de Wet toezicht beleggingsinstellingen van bepalingen teneinde het bedrijfs-economisch toezicht te versterken, *Stb.* 537.

Voorts zijn verdere afwijkingen van de op de toezichthouder rustende geheimhoudingsplicht toegestaan, onder meer bij het optreden als getuige of deskundige in een strafzaak of in een zaak voor de burgerlijke rechter indien de beleggingsinstelling failliet of ontbonden is (artikel 24, leden 3 en 4, en artikel 26a).

De derde wijziging vond plaats met de inwerkingtreding van de wet die bekend staat als, 'toezicht op toezicht'.⁶⁵ Deze wet, die artikel 33a Wtb heeft ingevoerd, stelt de Minister van Financiën in staat de toezichthouder om inlichtingen te vragen die hij nodig heeft bij een onderzoek naar de toereikendheid van de toezichtswet of de wijze waarop de toezichthouder de wet uitvoert. De toezichthouder mag evenwel geen gegevens verstrekken over individuele gevallen tenzij het een beleggingsinstelling betreft die in surseance verkeert of die failliet is verklaard.

Tot slot is per 1 januari 2000 bij wet de mogelijkheid ingevoerd voor de diverse toezichthouders om bestuurlijke boetes en lasten onder dwangsom op te leggen.⁶⁶ Deze wetgeving heeft de laatste tijd de nodige publiciteit gekregen en wordt hier dan ook niet verder toegelicht.

Aan deze wijzigingen vallen twee zaken op: a) zij zijn het gevolg van de simultane wijzigingen van de diverse toezichtswetten, in het vakjargon worden dit soort wetten als 'horizontale wetgeving' aangeduid omdat zij over de diverse toezichtssectoren heen reiken; b) zij hebben allen betrekking op de bevoegdheden en taken van de toezichthouder. Er is, met andere woorden, geen sprake van wijzigingen die direct zijn ingegeven door ontwikkelingen in de markt voor beleggingsinstellingen.

Het is te verwachten dat er binnen afzienbare tijd meer horizontale wetgeving door de Minister van Financiën zal worden voorgesteld. In navolging van de ontwikkelingen op de financiële markten schuiven de toezichtsregimes in sommige opzichten immers steeds dichter naar elkaar toe. De Minister heeft op verschillende gebieden dergelijke initiatieven aangekondigd die hier summier worden aangeduid.

In brieven van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer, met 'Integriteit Financiële Sector'⁶⁷ als titel, is een wetsvoorstel in het vooruitzicht gesteld dat tot

65 Wet van 2 juli 1999 tot aanpassing van de Wet toezicht beleggingsinstellingen, de Wet toezicht effectenverkeer 1995, de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 en de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf in verband met het mogelijk maken van onderzoek naar de toereikendheid van deze wetgeving of van de wijze waarop de toezichthouders deze wetgeving uitvoeren of hebben uitgevoerd, *Stb.* 342.

66 Niet alleen de Wtb maar ook het Btb is gewijzigd door deze wet. Wet van 28 oktober 1999, houdende opnemings in de Wet toezicht beleggingsinstellingen, de Wet toezicht effectenverkeer 1995, de Wet toezicht kredietwezen 1992, de Wet toezicht natura-uitvaartverzekeringsbedrijf, de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993, de Wet inzake de wisselkantoren, de Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996 en de Wet financiële betrekkingen buitenland 1994, van bepalingen betreffende handhaving door middel van een dwangsom of een bestuurlijke boete en van bepalingen betreffende de rechtsgang, *Stb.* 1999, 509 en Besluit van 8 december 1999, houdende wijziging van de bijlagen bij de Wet toezicht beleggingsinstellingen (enz. enz.) alsmede wijziging van het Besluit toezicht beleggingsinstellingen (enz. enz.), *Stb.* 1999, 590.

67 *Kamerstukken* 25 830.

doel heeft het wegnemen van 'niet-sectorspecifieke verschillen in de toezichtswetten'. Dit betreft zaken die, veelal om historische redenen, niet op een geharmoniseerde wijze gereguleerd zijn in de diverse toezichtswetten maar waarvan het in de rede ligt dat een wettelijke afstemming plaatsvindt. Naar verwachting zullen met de nieuwe wetgeving op dit gebied zaken horizontaal worden geregeld zoals de betrouwbaarheidsnorm⁶⁸ die geldt voor bestuurders van financiële instellingen en de bepalingen met betrekking tot toezichtsinstrumenten zoals openbare waarschuwingen.

Veel aandacht is er geweest voor de brieven van de Minister inzake 'Institutionele vormgeving van het toezicht op de financiële marktsector'.⁶⁹ In deze nota gaat de Minister in op de vervlechting van de financiële markten en instellingen, op de huidige inrichting van het toezicht op de financiële marktsector en op ontwikkelingen in het buitenland op het gebied van de structuur van het toezicht. Na een beschouwing over de toegenomen intensiteit en noodzaak van samenwerking tussen de toezichthouders, concludeert de Minister dat de huidige toezichtsstructuur kan worden gehandhaafd, maar dat er behoefte is aan het aanvullen daarvan met 'een sectoroverschrijdende toezichtsdimensie binnen het financiële markterrein'.⁷⁰ Dit heeft geleid tot de oprichting van de Raad van Financiële Toezichthouders door de Verzekeringkamer, de Stichting Toezicht Effectenverkeer en de Bank in de zomer van 1999. Eenvoudig gezegd komt een en ander hierop neer dat onderwerpen in het toezicht die een horizontale gelding hebben, het voorwerp moeten worden van afstemming tussen de toezichthouders. In de nota kondigt de Minister aan dat deze afstemming en samenwerking door middel van een wettelijke grondslag in de diverse toezichtswetten zal worden verankerd, waarbij een indicatie zal worden gekregen van de specifieke terreinen waarop de toezichthouders verplicht zijn met elkaar in beleidsmatige zin samen te werken. Deze wetgeving zal uiteraard ook gevolgen hebben voor de Wtb; qua omvang zal het wellicht een bescheiden wetsvoorstel zijn, qua substantie eerder ambitieus dan bescheiden.

In de nota 'Informatieverstrekking aan de consument van financiële diensten'⁷¹ borduurt de Minister verder op het hierboven genoemde thema van vervaging tussen de financiële sectoren, in combinatie met het signaleren van de snelle productontwikkeling op de financiële markten. De nota dient drie doelen: om na te gaan of de huidige regeling de consument voldoende beschermt; de verbetering van de positie van de aanbieders op die markten omdat, onder meer, gesignaleerde verschillen in regelgeving tot ongelijke concurrentievoorwaarden leiden; en, het bevorderen van

68 'Als uitvloeisel van de Nota Integriteit Financiële Sector wordt het bevorderen van integriteit expliciet een doelstelling van financieel toezicht. Hierbij wordt gedacht aan het toevoegen van integriteitsaspecten aan de voorwaarden voor vergunningverlening aan financiële instellingen, en het creëren van een wettelijke basis voor gedragscodes.' Uit: *Kamerstukken* 24 466, nr 1, p. 11.

69 *Kamerstukken* 24 466.

70 *Idem*, p. 20.

71 *Kamerstukken* 26 676, nr. 1.

transparantie nu producten dikwijls complex zijn geworden.⁷² Een aantal beleidsinitiatieven wordt aangekondigd. Van enkele daarvan staat wel vast dat zij gevolgen zullen hebben voor de Wtb en de daarop gebaseerde regelgeving. De reden hiervoor is dat, zoals in de Inleiding van dit preadvies is opgemerkt, informatieverschaffing aan de belegger de kern vormt van de Wtb. De initiatieven⁷³ betreffen onder meer gelijksoortige voorschriften voor weer te geven rendementen, geharmoniseerde verplichtingen met betrekking tot het actief verschaffen van informatie zolang het product nog bestaat,⁷⁴ en de invoering van een kernpuntendocument.⁷⁵

3.2.2 Wijziging van de uitvoeringsregelingen

Het Btb is, in inhoudelijk opzicht, slechts eenmaal gewijzigd.⁷⁶ Deze wijziging voerde de regeling in ter zake van transacties tussen de beleggingsinstelling en 'grote beleggers'. Grote beleggers in de zin van artikel 1, onder f, Btb zijn, kort gezegd, participanten in beleggingsinstellingen die direct of indirect ten minste 25 procent bezitten van de deelnemingsrechten of van de stemrechten van een beleggingsinstelling, haar beheerder of haar dochtermaatschappijen. Indien beleggingsinstellingen transacties verrichten met deze grote beleggers, dan zijn zij verplicht hiervan melding te maken in het (half)jaarverslag. Op deze wijze verkrijgt het publiek inzicht in de aanwezigheid van belangenverstrengeling.

De andere uitvoeringsregeling⁷⁷ die is gewijzigd, is de Vrijstellingsregeling. Er zijn twee wijzigingen geweest. Ten eerste de hierboven in paragrafen 2.2 en 2.3 besproken wijziging waarbij beleggingsinstellingen worden vrijgesteld van de vergunningplicht indien zij beleggen niet als hoofdactiviteit hebben. Ten tweede is de vrijstellingsregeling aangepast om kleine particuliere initiatieven uit te zonderen van de vergunningplicht.⁷⁸

⁷² Idem, p. 1-2.

⁷³ Het is niet duidelijk of de initiatieven deels geïmplementeerd zullen worden door middel van zelfregulering. Zelfregulering door beleggingsinstellingen lijkt overigens bij voorbaat niet tot de mogelijkheden te behoren aangezien er geen sprake is van een representatieve organisatie voor beleggingsinstellingen die een dergelijke vorm van 'zelf-discipline' zou kunnen opleggen en handhaven.

⁷⁴ Hierbij kan worden gedacht aan de verplichting die beleggingsinstellingen hebben om (half)jaarverslagen uit te brengen, een verplichting die ontbreekt bij de zogenaamde unit-linked producten van verzekeraars.

⁷⁵ Het idee van een kernpuntendocument is ook terug te vinden in één van de hieronder te behandelen voorstellen tot wijziging van de icbe-richtlijn.

⁷⁶ *Stb.* 1994, 886.

⁷⁷ Hierbij wordt geen aandacht geschonken aan de Regeling van 21 december 1995, *Stcrt.* 250, op grond van artikel 28 Wtb die de vorige regeling uit 1990 verving. Deze regeling bevat de basis voor de doorberekening van kosten aan de bedrijfstak.

⁷⁸ Zie hierover nader het preadvies van Klemann.

3.3 *Beleid van de Bank*

In de vorige paragraaf is aandacht geschonken aan wijzigingen van de Wtb-regelgeving. Deze wijzigingen zijn, in zekere zin, betrekkelijk gering en overzichtelijk en hebben niet geleid tot inhoudelijke aanpassingen van de regulering van de sector. De juridische omgeving lijkt daardoor enigszins statisch. Echter, bij de uitvoering van de wet komen vrijwel dagelijks vraagstukken naar voren die nopen tot het interpreteren van de bepalingen en het verschaffen van verduidelijkingen. Dit is in vele gevallen het resultaat van de uiteenlopende soorten beleggingsinstellingen en initiatieven in die markt. Indien deze interpretaties van de Bank in meerdere individuele gevallen worden afgegeven of indien de Bank meent dat er van haar kant bepaalde initiatieven met een marktbrede werking moeten worden genomen, dan pleegt zij haar beleid in een openbare circulaire vast te leggen. Ook het uitbrengen van Wtb Actueel, een voorlichtingsblad van de Bank dat tot nu toe zes maal is verschenen, is een effectief middel om aandacht te schenken aan vraagstukken die van belang zijn in het kader van de uitvoering en de naleving van de Wtb. Er zijn tot nu meer dan 15 circulaires van de Bank verschenen over uiteenlopende zaken.⁷⁹ Hieronder ga ik in op de circulaires die aanleiding kunnen geven tot aanpassing van de regelgeving.

Circulaire Marktonderzoek voor Vergunningverlening d.d. 14 mei 1992 – Deze circulaire, die hiervoor in paragraaf 2.4 ter sprake is gekomen, is gericht tot (potentiële) aanbieders van beleggingsinstellingen die niet over een Wtb-vergunning beschikken. Het gaat dus om een bekendmaking van een oordeel van de Bank omtrent gedragingen door partijen die, omdat er nog geen vergunning is, niet onder het uitvoerende toezicht van de Bank vallen. Daarmee laat de Bank weten dat bij afwijking van de in de circulaire voorgestane handelwijze er sprake zou kunnen zijn van een overtreding van artikel 4, wat kan resulteren in een aangifte of, thans, een boete of last onder dwangsom. Op zichzelf behoeft dit beleid niet te leiden tot een wijziging van de wet – de Bank zal immers dikwijls beleid vormen omtrent de vraag wanneer naar haar oordeel het verbod wordt overtreden – doch is het voorstelbaar dat bevoegdheden van de toezichthouder op dit terrein een wettelijke grondslag verkrijgen. Wellicht dat dit kan plaatsvinden door het opnemen in artikel 4 van het verbod op ‘aanbieding door middel van advertenties of documenten in het vooruitzicht te stellen.’ Deze termen zijn terug te vinden in de verbodsbepaling in artikel 3, eerste lid, van de Wte 1995 dat op het onderhavige terrein enige verwantschap vertoont met de problematiek rond artikel 4 Wtb.

Circulaire Publicatie van Belangen van Leden van de Directie en Raad van Commissarissen d.d. 15 oktober 1993 – Artikel 21, tweede lid, Btb verplicht de opnemings onder de overige gegevens bij de jaarrekening van het totale persoonlijke

⁷⁹ Sommige uitgebrachte circulaires hebben een tijdelijk karakter gehad.

belang dat de leden van de directie en de raad van commissarissen van de beleggingsinstelling bij een belegging van de beleggingsinstelling hebben. Deze, tamelijk indringende verplichting, is opgenomen met het oog op het bevorderen van transparantie bij een vorm van belangenverstrengeling. In de onderhavige circulaire geeft de Bank de omstandigheden en voorwaarden aan waaronder een ontheffing van deze verplichting kan worden verleend. Het zou te ver voeren om hier in te gaan op de details van deze circulaire. Volstaan wordt met de opmerking dat de ontheffingsregeling betrekking heeft op situaties waarbij het minder voor de hand ligt dat er sprake is van ernstige belangenverstrengeling. Aangezien de mogelijkheid tot het verlenen van een ontheffing in artikel 5, derde lid, en 12, derde lid, Wtb primair bedoeld is voor toepassing in individuele gevallen, is het generieke karakter van de onderhavige regeling opvallend. Voorstelbaar is dat bij een wijziging van de regelgeving aandacht wordt geschonken aan de mogelijkheid voor de toezichthouder om zelf nadere regels te stellen op het algemene terrein van belangenverstrengeling.

Circulaire Beleid inzake Buitenlandse Beleggingsinstellingen d.d. 2 maart 1994 – De Wtb is volstrekt neutraal ten aanzien van de vestigingsplaats van een beleggingsinstelling (met uitzondering van de bepalingen in artikel 17 Wtb met betrekking tot de toelating van beleggingsinstellingen die onder de reikwijdte vallen van de icbe-richtlijn, welke hier buiten beschouwing blijven). Er is, met andere woorden, geen rekening gehouden met een bijzondere behandeling van buitenlandse instellingen. Een bijzondere behandeling is echter op haar plaats aangezien het niet goed mogelijk is voor de Bank om toezicht op een buitenlandse instelling te houden als ware zij een alhier gevestigde instelling.⁸⁰ Om deze reden heeft de Bank beleid geformuleerd met betrekking tot de toelating van buitenlandse instellingen dat een onderscheid maakt tussen beleggingsinstellingen afkomstig uit: a) landen ten aanzien waarvan door de Bank is vastgesteld dat er adequaat toezicht op de beleggingsinstelling wordt gehouden door de plaatselijke toezichthouder; b) landen ten aanzien waarvan een dergelijke vaststelling niet heeft plaatsgevonden; en, c) de Nederlandse Antillen en Aruba. Voor de categorie a geldt een verlicht regime, voor de categorieën b en c geldt een verzaamd regime. Bij een aanpassing van de Wtb zou men dan ook kunnen denken aan de mogelijkheid van het expliciet reguleren van de wijze waarop buitenlandse beleggingsinstellingen kunnen worden toegestaan om gelden aan te trekken van inwoners van Nederland.⁸¹

Beleidsregels met betrekking tot de Administratieve Organisatie van Beleggingsinstellingen d.d. 12 december 1996 – Deze beleidsregels heeft de Bank uitgevaardigd om nadere invulling te geven aan de norm in artikel 15 Btb die, volgens de nota van

⁸⁰ Zie ook Jaarverslagen DNB 1990, p. 126 en 1993, p. 132.

⁸¹ Zo worden, bijvoorbeeld, in artikel 38 e.v. Wtk 1992 bijzondere bepalingen gegeven voor vergunningverlening aan bijkantoren van buitenlandse banken.

toelichting bij het Btb,⁸² inhoudt dat de beleggingsinstelling en de daaraan verbonden bewaarder een behoorlijke administratieve organisatie dienen te hanteren. Hierbij wordt onder meer ingegaan op de risico's en de interne controle bij kleine organisaties, de kwaliteit van de administratie en functiescheiding. Aangezien telkens weer blijkt hoezeer een heldere en adequate organisatie een essentiële ondersteuning vormt voor uiteindelijk de bescherming van de beleggers, zou het wenselijk zijn wanneer het Btb, evenals andere toezichtsregelgeving, de toezichthouder een concrete grondslag zou geven voor het uitvaardigen van regels op dit terrein.

Richtlijn voor Reclames van Beleggingsinstellingen d.d. 5 januari 1998 – Deze richtlijn is hiervoor in paragraaf 2.3 reeds ter sprake gekomen. Zij is totstandgekomen omdat, zoals de inleiding tot de richtlijn stelt, in het licht van de doelstelling van de Wtb dat beleggers goede informatie verkrijgen, het noodzakelijk is dat 'het beeld dat het publiek zich op basis van reclame-uitingen kan vormen niet wezenlijk afwijkt van het beeld dat gevormd kan worden op grond van de (door het Btb verplichte) informatie.'⁸³ Het is goed denkbaar dat bij een aanpassing van de regelgeving een en ander nader zal worden uitgewerkt.

Circulaire inzake het Begrip 'Besloten Kring' in artikel 4 Wtb d.d. 20 mei 1999 – Op de inhoud van deze circulaire wordt hier niet ingegaan daar zij de nodige aandacht krijgt in het preadvies van Klemann. Volstaan wordt met de opmerking dat de uitgebreidheid van de circulaire, die is uitgebracht in samenhang met de hierboven aangehaalde wijziging van de Vrijstellingsregeling, aangeeft dat er behoefte lijkt te zijn aan nadere verduidelijking in de wet zelf.

Beleidsregels Media Wtb d.d. 23 juli 1999 – Deze beleidsregels zijn hiervoor in paragraaf 2.4 reeds behandeld. In bepaalde opzichten vertonen deze regels samenhang met de circulaires inzake marktonderzoek, buitenlandse beleggingsinstellingen en de reclame-richtlijn zodat niet uitgesloten is dat hieruit nadere regelgeving zal kunnen voortvloeien.

Het bestaan van deze circulaires toont aan dat de teksten van wet en besluit niet steeds de duidelijkheid of volledigheid verschaffen, die nodig is in het kader van de uitvoering van de wet. Het valt hierbij op dat op bepaalde gebieden de Bank als Wtb-toezichthouder circulaires heeft uitgebracht op terreinen die in andere toezichtswetgeving het voorwerp zijn van regelgeving door de desbetreffende toezichthouder.

⁸² *Stb.* 1990, nr 504, p. 32.

⁸³ Zie ook het nadere beleid met betrekking tot het hanteren van het begrip sparen in reclames door beleggingsinstellingen in *Wtb Actueel* 1999/VI. In het *Jaarverslag DNB* 1990 (p. 126-127) werd reeds ingegaan op het belang van reclame en de opvattingen van de Bank ter zake.

Verwacht mag worden dat bij een aanpassing van de Wtb-regelgeving rekening kan worden gehouden met deze ontwikkeling.

3.4 Internationale ontwikkelingen

In deze paragraaf ga ik in op internationale bronnen voor de wijziging van de Wtb. Deze betreffen ten eerste voorstellen tot wijziging van de icbe-richtlijn en ten tweede de werkzaamheden in het kader van IOSCO.⁸⁴

3.4.1 Wijziging van de icbe-richtlijn

In juli 1998 heeft de Europese Commissie twee ontwerp-richtlijnen ingediend ter herziening van de huidige icbe-richtlijn 85/611/EEG. De reden om de herziening te splitsen is dat de aard van de problemen in beide richtlijnen verschillen en dat de Commissie verwacht dat een aparte behandeling de besluitvorming op Raadsniveau kan bespoedigen.

Het eerste voorstel⁸⁵ is vooral productgericht en bevat een uitbreiding van het toepassingsgebied van de bestaande richtlijn, die, kort gezegd, slechts één type beleggingsinstelling kent, namelijk open-end instellingen die met toepassing van het beginsel van risico-spreiding nagenoeg uitsluitend beleggen in beursgenoteerde effecten. Bij aanneming en implementatie van het voorstel zal het icbe's worden toegestaan om te beleggen in geldmarktinstrumenten, bankdeposito's, rechten van deelneming in andere instellingen voor collectieve belegging van het open-end type⁸⁶ en opties en futures (zowel verhandeld op beurzen als OTC's). Bovendien voorziet het voorstel, teneinde de reconstructie van betrouwbare aandelenindices te vergemakkelijken, in een versoepeling van de risicospreidingsregels voor beleggingen in dezelfde aandelen als die welke aan dergelijke indices ten grondslag liggen. Andere doelstellingen van het voorstel hebben onder meer betrekking op het verduidelijken van de richtlijn door het toevoegen van definities. Op het moment van schrijven van dit preadvies leek er een grote mate van overeenstemming onder de lidstaten over het te bereiken resultaat te bestaan; het is evenwel nog onduidelijk wanneer het voorstel door de Raad zal worden aanvaard. Vanuit het gezichtspunt van wetgevingstechniek zal de implementatie van dit voorstel geen structurele gevolgen hebben voor de Wtb.

84 IOSCO is de afkorting voor: International Organization of Securities Commissions.

85 Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (98/0243, *PbEG* 9.9.98, 280/6-12). Gaande de onderhandelingen in Brussel zijn ten aanzien van dit voorstel de nodige wijzigingsvoorstellen door de delegaties ingebracht.

86 Hierdoor zullen zogenaamde dakfondsen kunnen profiteren van een Europees paspoort, een notie die nog enkele jaren terug nagenoeg ondenkbaar was in Europees verband.

De nieuwe soorten fondsen, die onder de reikwijdte van de richtlijn zullen komen te vallen, zijn immers reeds toegestaan onder de Wtb, maar komen thans niet in aanmerking voor een 'Europees paspoort'. Wel kent het voorstel bepaalde specifieke (spreidings)eisen op het gebied van het beleggingsbeleid, zoals dat nu ook het geval is voor bestaande icbe's. Deze specifieke eisen kunnen in het Btb worden geïmplementeerd.

Het tweede voorstel⁸⁷ is gericht op de dienstverlener door de introductie van een Europees paspoort voor beheermaatschappijen en op de invoering van een vereenvoudigd prospectus. De huidige richtlijn bevat regels die hoofdzakelijk betrekking hebben op het product (de beleggingsinstelling) en bevat nauwelijks regelgeving inzake beheermaatschappijen. Volgens artikel 6 van de huidige richtlijn moeten de werkzaamheden van de beheerder van een beleggingsinstelling beperkt zijn tot het beheer van beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen. De beheerder van een icbe mag dus niet (in tegenstelling tot het regime dat in de Wtb geldt voor de beheerders van niet-icbe's) individueel vermogensbeheer, effectenbemiddeling, custody-activiteiten e.d. als activiteiten hebben. Met een Europees paspoort voor beheermaatschappijen stelt het voorstel zowel de mogelijkheid voor om bijkantoren te vestigen in andere lidstaten als de mogelijkheid door middel van het vrij verrichten van diensten hun werkzaamheden binnen de EU uit te oefenen. Hierdoor zou, bijvoorbeeld, een Britse beheerder door middel van een bijkantoor de directie kunnen voeren bij een Nederlandse beleggingsmaatschappij. In feite komt dit voorgestelde regime neer op een soort dubbel paspoort; één paspoort voor de beleggingsinstelling en het andere voor de beheerder. De richtlijn schept mijns inziens hierdoor een ingewikkeld stelsel dat in de praktijk moeilijk uitvoerbaar en bureaucratisch zal zijn.⁸⁸ Ook bevat het voorstel de mogelijkheid dat beheermaatschappijen toegestaan zal zijn niet alleen collectieve maar ook individuele beleggingsportefeuilles te beheren, inclusief het beheer van pensioenfondsen, alsook een aantal specifieke nevenactiviteiten te verrichten die met de kernactiviteit verband houden (het verstrekken van beleggingsadvies en het bewaren van rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging). Op het individuele vermogensbeheer blijven de verplichtingen uit de Richtlijn beleggingsdiensten⁸⁹ onverkort van toepassing. De gevolgen hiervan voor het toezicht zijn echter niet helder. In dit tweede voorstel worden voorts de taken omschreven die onder het beheer van collectieve beleggingsportefeuilles vallen en worden de voorwaarden vastgesteld waaronder deze taken aan derden kunnen wor-

87 Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Richtlijn 85/611/EEG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende icbe's met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen (98/0242, *PbEG* 1.9.98, C 272/7-21).

88 Zie ook *Jaarverslag DNB* 1998, p. 136-137.

89 Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van Europese Gemeenschappen van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (*PbEG* L 141). In Nederland is deze richtlijn geïmplementeerd via de Wte 1995.

den gedelegeerd. Tenslotte voorziet het voorstel in de invoering van een vereenvoudigd prospectus. Een vereenvoudigd prospectus is, zoals de benaming al suggereert, een beknopte uitgave van het volledige prospectus die, in de woorden van de 13^e overweging bij het voorstel, 'op beleggersvriendelijke wijze moet zijn opgesteld en zodoende een waardevolle informatiebron moet vormen voor de gemiddelde belegger.' In een bijlage bij het voorstel worden eisen gesteld aan de inhoud van het vereenvoudigde prospectus. Onder meer moet kort worden aangegeven wie de beheerder is, wat het beleggingsbeleid is, de in het verleden behaalde rendementen, de toen uitredingsprovisies en eventuele andere kosten. Het tweede voorstel zal, naar verwachting, aanzienlijk meer controverses aan de onderhandelingstafel veroorzaken dan het geval was bij het eerste voorstel. Het is spijtig dat de voorstellen omtrent het vereenvoudigde prospectus, die op een vrij ruime acceptatie kunnen rekenen, niet in het eerste voorstel zijn 'meegenomen'.⁹⁰

3.4.2 IOSCO

IOSCO is een wereldwijd samenwerkingsverband tussen toezichthouders op het gebied van het effectenverkeer, waaronder de toezichthouders op beleggingsinstellingen. IOSCO heeft niet de bevoegdheid om voor de leden bindende besluiten te nemen. De verworvenheden van IOSCO bestaan meestal uit documenten die in diverse 'working parties' totstandkomen welke door het beleidsbepalend orgaan van IOSCO worden aangenomen en vervolgens als aanbevelingen onder de aandacht van de leden worden gebracht. Eén hiervan, de 'Working Party on Investment Management' (WP 5), heeft beleggingsinstellingen als aandachtsgebied. Sinds haar oprichting heeft WP 5 een respectabele hoeveelheid documenten voortgebracht. Aanvankelijk waren haar werkzaamheden vooral gericht op het identificeren van gemeenschappelijke kenmerken en normen in de regulering van beleggingsinstellingen en het leggen van contouren voor 'memoranda of understanding' tussen de toezichthouders. Deze werkzaamheden hadden in wezen tot doel om te onderzoeken of grondvesten gelegd konden worden voor wederzijdse erkenning van elkaars beleggingsinstellingen met het oog op grensoverschrijdende aanbiedingen. Dit bleek op zichzelf te ambitieus daar (buiten het binnen Europa geldend regime voor icbe's) de verschillen tussen de jurisdicties nog groot zijn, onder meer op het gebied van het toelaten van buitenlandse instellingen alsook op het wellicht nog belangrijker gebied van fiscale stelsels. Gaandeweg is de aandacht van de werkgroep verlegd naar een meer pragmatisch niveau waarbij onder meer inzicht wordt verkregen in de wijze waarop de diverse toezichthouders toezichthouden.⁹¹

90 Dit geldt eveneens voor het voorstel om de vertaalplicht voor buitenlandse icbe's, welke thans te vinden is in artikel 17 Wtb, te versoepelen.

91 De meeste documenten van WP 5 zijn openbaar en te raadplegen via het Internet, <http://www.iosco.org>.

De vraag is in hoeverre deze internationale samenwerking zal leiden tot inzichten die vervolgens in de Nederlandse wetgeving worden verwerkt. Ik acht de kans daarop niet groot vanwege het niet-bindende karakter en vanwege de toch vrij algemene bewoordingen waarin de documenten dikwijls zijn gesteld. Veel waarschijnlijker is dat het werk van IOSCO invloed zal hebben op beleidsvorming door de Bank. De reden hiervoor is dat, daar waar een specifieke problematiek door de werkgroep wordt behandeld, dat plaatsvindt op het niveau van de operationele uitvoering van de toezichtstaak. In sommige gevallen zal dit ongemerkt voor 'de buitenwereld' verlopen, in andere gevallen zal het zichtbaar zijn. Het tot nu toe enige voorbeeld hiervan betreft het hierboven in paragraaf 2.4 behandelde benadering van aanbiedingen via het Internet.

3.5 *Excurs: Artikel 2:76a BW*

Met de inhoud van de Wtb heeft het navolgende weinig van doen. Echter, het is een vraagstuk dat aan de aandacht ontsnapt lijkt te zijn en dat in het kader van een herziening van de Wtb wellicht ter hand kan worden genomen.

Artikel 2:76a BW is ingevoerd bij de Wet aanpassing van de wetgeving aan de tweede richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen inzake het vennootschapsrecht.⁹² Dit artikel heeft de 'beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal' ingevoerd, hetgeen met name van betekenis is voor het ten opzichte van andere naamloze vennootschappen afwijkende en meer soepele regime voor in- en verkoop van eigen aandelen vervat in artikel 2:98, lid 8, BW.⁹³ Artikel 2:76a, eerste lid, luidt als volgt:

Onder beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal wordt verstaan een naamloze vennootschap,

- a. die uitsluitend ten doel heeft haar vermogen zodanig te beleggen dat de risico's daarvan worden gespreid, ten einde haar aandeelhouders in de opbrengst te doen delen,*

92 *Stb.* 1981, 332, inwerkinggetreden op 1 september 1981.

93 Zie hierover E.J. van Garderen, 'Kapitale perikelen rondom de beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal', *TVVS* 1994 nr. 94/6, p. 151 e.v.; G.H.C. de Méris, 'Inkoop van eigen aandelen en de vrije ruimte bij beleggingsmaatschappijen', *MAB* juli/augustus 1994, p. 391 e.v.; Perrick 1993, p. 117 en 1996, p. 34; en R.P. Voogd, 'De bescherming van beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal', in: *De bankier als jurist*, Deventer, Kluwer, 1991, p. 205 e.v. Met name Van Garderen levert kritiek op de wijze waarop in Boek 2 BW de tweede richtlijn is geïmplementeerd voor beleggingsmaatschappijen voor veranderlijk kapitaal. De kern van de kritiek is dat het BW op deze punten strenger is dan vereist door de tweede richtlijn. Deze kritiek komt mij overtuigend voor en zou bij gelegenheid betrokken moeten worden bij een herziening van het BW op dit punt. Dit zou wellicht een betrekkelijk ingrijpende herziening zijn en het zou te ver voeren om in dit preadvies daar verdere aandacht aan te schenken.

- b. waarvan het bestuur krachtens de statuten bevoegd is aandelen in haar kapitaal uit te geven, te verwerven en te vervreemden,
- c. waarvan de aandelen, met uitzondering van aandelen waaraan de statuten een bijzonder recht inzake de zeggenschap in de vennootschap verbinden, worden opgenomen in de prijscourant van een beurs, en
- d. waarvan de statuten bepalen dat de vennootschap beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal is.

Onderdeel c is mijns inziens met de inwerkingtreding van de Wtb verouderd en te beperkend. De tweede vennootschapsrichtlijn, die voorziet in een apart regime voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal, eist dat deze maatschappijen een beroep doen op het publiek voor het plaatsen van haar aandelen. 'Onderdeel c preciseert dit tot de eis van beursnotering...', aldus de memorie van toelichting.⁹⁴ Hierop werd in de schriftelijke behandeling van het onderhavige wetsvoorstel reeds kritiek geleverd; twee fracties gaven de voorkeur aan een letterlijke overneming van de tekst van de richtlijn op dit punt omdat zij van mening waren dat de eis van beursnotering onnodig restrictief was. Dit werd door de regering in de memorie van antwoord afgewezen omdat zij, kort gezegd, de term 'beroep op het publiek' te vaag achtte.⁹⁵ In onderdeel c zou, in het licht van de doelstellingen van de Wtb, de eis van beursnotering vervangen kunnen worden door de eis van een vergunning op grond van de Wtb hetgeen een adequate invulling van de eis, 'beroep op het publiek' is. Hierdoor zouden niet-beursgenoteerde beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal kunnen ontstaan, waardoor één van de concurrentie-nadelen ten opzichte van open-end beleggingsfondsen wordt weggenomen. Mijns inziens zou de hier voorgestelde, eenvoudige wijziging van artikel 2:76a kunnen worden bewerkstelligd via een wetswijziging van de Wtb.⁹⁶

3.6 Een mogelijk andere structuur voor de Wtb

In de paragrafen hiervoor is ingegaan op de mogelijke bronnen voor wijzigingen van de Wtb. Deze zijn te vinden in horizontale wetgeving (inclusief voornemens daartoe), in beleid dat in de loop der jaren door de Bank is geformuleerd alsook in bepaalde ontwikkelingen op het internationale vlak, hoewel deze laatste thans niet zo'n vaart lijken te lopen.

In kamerstukken is bij diverse aangelegenheden aangekondigd dat de Wtb aan een evaluatie wordt onderworpen die tot aanpassingen, in zowel het Wtb als het Btb, aanleiding zal geven. Niet kan worden gesteld dat, zoals uit het bovenstaande overzicht

94 Kamerstukken Tweede Kamer, 1978-79, 15304, nr. 3, p. 15.

95 Idem, nr. 6, p. 14.

96 In hoofdstuk VIII van de Wtb, Wijziging van andere wetten, zijn ook enkele bepalingen uit Boek 2 BW gewijzigd.

van bronnen voor wijziging blijkt, daarin een stevige aanleiding is voor een fundamentele herziening van de Wtb. Daaruit kan worden afgeleid dat de structuur van de toezichtsregelgeving voor beleggingsinstellingen op zichzelf beschouwd voldoet. Toch is het opportuun om de vraag te stellen of die structuur 'gemoderniseerd' kan worden. Naar mijn mening kan dat wel, waarbij inspiratie kan worden geput uit het karakter van de markt, de concurrentie met andere markten en de toezichtswetgeving die op die andere markten van toepassing is. Een dergelijke 'modernisering' zou overigens het beginsel ongemoeid moeten laten dat het toezicht zich niet dient te bemoeien met de inhoudelijke kant van het beleggingsbeleid.⁹⁷ In zekere zin kan men stellen dat uit de voorstellen tot uitbreiding van de toepasselijkheid van het Europees paspoort tot verschillende soorten beleggingsinstellingen blijkt dat de Wtb zijn tijd vooruit was; de Wtb is van aanvang af van toepassing geweest op alle beleggingsinstellingen, ongeacht hun beleggingsbeleid.

Het is mogelijk om, ter karaktisering van het soort toezichtswet, het onderscheid te maken tussen institutioneel en functioneel toezicht. Institutioneel toezicht wil zeggen dat een instelling in haar geheel het voorwerp is van het toezicht. De Wet toezicht kredietwezen 1992 en de Wet toezicht verzekeringsbedrijf 1993 vallen in deze categorie. Men kan zeggen: zonder vergunning en toezicht mag die instelling niet bestaan. Na vergunningverlening is het de instelling toegestaan om de diverse diensten te verlenen die voortvloeien uit respectievelijk het bancaire en het verzekeringsbedrijf. Functioneel toezicht slaat aan bij de dienst die wordt aangeboden en is in die zin productgericht. De aard van de instelling is niet relevant; als een bepaalde dienst, die onder de reikwijdte van een functionele wet valt, wordt aangeboden, dan mag dat slechts na vergunning van de toezichthouder. De Wte 1995 is een functionele wet. Hoe valt de Wtb te duiden in het licht van dit onderscheid? De Wtb heeft zowel functionele als institutionele eigenschappen. Functioneel omdat het niet relevant is welke soort instelling het initiatief neemt tot het oprichten van een beleggingsinstelling en vervolgens de aanbieding aan het publiek doet om daarin deel te nemen. Vandaar ook dat men in de markt aantreft dat beleggingsinstellingen worden opengesteld door (dochters van) banken, verzekeraars, effecteninstellingen, onafhankelijke beheerders en zelfs door reders. De Wtb heeft een institutionele invalshoek doordat het systeem van vergunningverlening en toezicht gericht is op de beleggingsinstelling als instelling; de vergunning wordt verleend aan de beleggingsinstelling, het is de plicht van die instelling om de Wtb na te leven en het toezicht van de Bank vindt bij de beleggingsinstelling zelf plaats.

Geconstateerd kan worden dat het verschijnsel beleggingsinstellingen zich heeft ontwikkeld tot een product van de aanbieders van financiële diensten. Dit blijkt uit de enorme groei in de aantallen beleggingsinstellingen in recente jaren en is mede te verklaren door het streven van financiële instellingen om hun productassortiment te

97 Behoudens de spreidingsisen die ingevolge de icbe-richtlijn in nationale wetgeving moeten worden opgenomen.

verbreden. Beleggingsinstellingen maken daardoor onderdeel uit van de diverse beleggingsproducten die door banken, verzekeraars en overige aanbieders worden gelanceerd. Een opvallend verschil is evenwel dat de overige toezichtswetten niet eisen dat voor elk product een aparte vergunning moet worden verkregen; een verzekeraar behoeft geen aparte toestemming van de Verzekeringskamer voor het lanceren van een nieuwe 'unit-linked' verzekering, een kredietinstelling kan een schuldbrief met een beleggingskarakter aanbieden zonder eerst vergunning te hebben van de Bank als toezichthouder op kredietinstellingen en een vermogensbeheerder kan een aandelenlease-produkt op de markt brengen zonder dat specifieke product te laten goedkeuren door de Ste.⁹⁸ Gesteld kan worden dat voor beleggingsinstellingen een vorm van 'unlevel playing field' bestaat doordat telkens per product (de beleggingsinstelling) een nieuwe Wtb-vergunning moet worden aangevraagd en verleend voordat men het publiek mag benaderen. Dit kan resulteren in een concurrentie-nadeel ten opzichte van overige producten doordat de 'time-to-market' langer is bij beleggingsinstellingen. Voorts is van belang dat het toezicht op beleggingsinstellingen zich steeds meer ontwikkeld heeft naar toezicht op de beheersorganisatie bij de aanbieders van meerdere beleggingsinstellingen. Immers, als een organisatie beheerder is van 20 beleggingsinstellingen, dan zal zij veelal niet per beleggingsinstelling een aparte administratieve organisatie met een eigen systeem van interne controle optuigen. De inrichting van de processen geldt dan voor alle beleggingsinstellingen. Dit gaat ook dikwijls op voor de directie van de beleggingsinstellingen; de beheersorganisatie levert dezelfde natuurlijke personen die belast zijn met het dagelijks beleid van de verschillende beleggingsinstellingen. Een en ander past ook in het verschijnsel van de opkomst van de zogenaamde paraplu-fondsen. Een paraplu-fonds is één beleggingsinstelling, met één vergunning krachtens de Wtb, die deelnemingsrechten gecompartmenteerd in verschillende subfondsen aanbiedt. Elk subfonds heeft een specifiek beleggingsbeleid. De facto is er sprake van een rijtje aparte vermogens die beheerd worden in één organisatorische eenheid.⁹⁹

Op grond van de hierboven geschetste ontwikkelingen zou overwogen kunnen worden om de wijze van vergunningverlening bij en krachtens de Wtb op een meer eenvoudige leest te schoeien, zonder echter concessies te doen aan het huidige niveau van beleggersbescherming onder de Wtb. In plaats van uit te gaan van een vergunning per beleggingsinstelling, zou uitgegaan kunnen worden van een vergunning per beheersorganisatie, hierna aangeduid met 'basisvergunning'. Als een beheerder in het bezit is van een op grond van de Wtb afgegeven basisvergunning, dan verkrijgt hij daarmee tevens toestemming om beleggingsinstellingen op de markt te brengen zonder telkens per beleggingsinstelling een vergunning te moeten aanvragen. Om voor een vergunning in aanmerking te komen, zou de beheersorganisatie moeten voldoen

98 Al deze voorbeelden gaan er uiteraard vanuit dat de desbetreffende instellingen reeds over een vergunning beschikken van de respectievelijke toezichthouders.

99 Zie over paraplufondsen voorts het preadvies van Klemann.

aan dezelfde categorieën eisen die thans gelden, namelijk, deskundigheid en betrouwbaarheid van het bestuur, financiële waarborgen, bedrijfsvoering en informatieverstrekking. Om te voldoen aan het concept van een basisvergunning zou met name voor de laatste twee categorieën eisen kunnen worden gedacht aan een wat andere opzet dan thans geldt. Thans moet een beleggingsinstelling bij de aanvraag voor een vergunning aantonen dat zij voldoet aan de eisen die in het Btb, onder de noemer 'bedrijfsvoering', zijn gesteld aan de voorwaarden van de beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 1, onderdeel d, Btb.¹⁰⁰ Deze voorwaarden zijn opgesomd, op een niet-limitatieve wijze, in Bijlage A bij het Btb. In wezen komen deze voorwaarden neer op alle zaken die van belang zijn in de relatie tussen de beleggingsinstelling en de deelnemer. Voorts moet de beleggingsinstelling, onder de noemer 'informatieverschaffing' voldoen aan de eisen die krachtens artikel 6 Btb, zoals verder gespecificeerd in Bijlage B bij het Btb, voor het prospectus gelden. Een en ander heeft tot gevolg dat er telkens per beleggingsinstelling een aparte 'set' voorwaarden is en een apart prospectus.¹⁰¹ In het kader van een 'basisvergunning' zou de beheersorganisatie, in plaats van deze aparte voorwaarden en het aparte prospectus, een informatie-memorandum moeten opstellen dat alle punten behelst die niet per beleggingsinstelling variabel zijn. Men kan in dit verband denken aan modelstatuten of -reglementen, die bijvoorbeeld aangeven hoe vaak een vergadering van deelnemers wordt gehouden, welke personen verantwoordelijk zijn voor de inhoud van het memorandum, en hoe de opneming van ingevolge het Btb verplicht gestelde normen geschiedt, zoals de verplichting om telkens bij het beheren uitsluitend in het belang van de beleggers op te treden.¹⁰² Deze opzet zou kunnen inhouden dat de inhoud van Bijlagen A en B bij het Btb in één bijlage worden samengevoegd. Een bijkomend voordeel van een dergelijke samenvoeging is dat de in de praktijk voorkomende onhelderheid over de status en plaats van bepaalde informatie oplost. Een voorbeeld hiervan zijn de voorschriften met betrekking tot het geven van informatie over het beleggingsbeleid die in Bijlage B¹⁰³ zijn opgenomen. Tevergeefs zoekt men in de eisen aan de inhoud van de voorwaarden in Bijlage A naar bepalingen ter zake van het beleggingsbeleid, terwijl gesteld moet worden dat het beleggingsbeleid een essentieel bestanddeel is van de overeenkomst tussen de belegger en de beleggingsinstellingen en daarom tot de voorwaarden van de beleggingsinstelling behoort.

100 Onder voorwaarden van de beleggingsinstelling wordt verstaan: 'de statuten van de beleggingsmaatschappij, het reglement van het beleggingsfonds, de overeenkomst tussen de beleggingsinstelling en de bewaarder ter zake van beheer en bewaring alsmede alle overige voorwaarden van beheer en bewaring.'

101 Dikwijls ziet men dat beleggingsinstellingen qua voorwaarden en prospectus nagenoeg een copie zijn van een beleggingsinstelling waarvoor dezelfde beheerder eerder een vergunning heeft verkregen.

102 2.12 Bijlage A Btb.

103 Punt 3.11 'Beschrijving van de beleggingsdoeleinden met inbegrip van de financiële doelstellingen, zoals kapitaalgroei of inkomsten, de beleggingsportefeuille en het beleggingsbeleid (zoveel mogelijk onderverdeeld naar economische sector en geografische spreiding).'

Het informatie-memorandum, of, zo men wil, het basisprospectus, wordt in het kader van de vergunningaanvraag voor de beheersorganisatie getoetst door de toezichthouder. In navolging van de huidige systematiek, zouden latere aanpassingen daarin door de toezichthouder expliciet moeten worden goedgekeurd. Bij de aanvraag zou de organisatie tevens ten behoeve van de toezichthouder een plan van werkzaamheden moeten indienen dat aangeeft welke soorten beleggingsinstellingen de organisatie voornemens is te introduceren. Deze informatie is cruciaal in het kader van de toetsing van de deskundigheid van de bestuurders alsook voor de beoordeling van de vraag of de (voorgenomen) administratieve organisatie voldoende zal zijn toegerust voor verwerking van de soorten beleggingsinstellingen.

Blijft over de vraag hoe om te gaan met een beleggingsinstelling die vervolgens aan het publiek wordt aangeboden. Voordat een beleggingsinstelling mag worden aangeboden, zou de beschikbaarheid van een verkort prospectus moeten vaststaan. In het verkorte prospectus zouden dan in elk geval, onder verwijzing naar het verkrijgbare informatie-memorandum, die elementen van het aanbod moeten zijn opgenomen die ten opzichte van het informatie-memorandum als variabel zijn te beschouwen. Hierbij kan met name worden gedacht aan de naam en het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling. Voorts zou het verkorte prospectus die informatie moeten bevatten die nodig is voor een verantwoorde, zij het beknopte, kennismaking met het product.¹⁰⁴ Dit verkorte prospectus zou mijns inziens vooraf aan de toezichthouder voor toetsing moeten worden voorgelegd teneinde vast te stellen of het mogelijk is voor beleggers om een oordeel omtrent het product te vormen alsook om te kunnen nagaan of de inhoud in overeenstemming is met het informatie-memorandum en de overige aan de basisvergunning gestelde eisen. Deze toets door de toezichthouder zal aanzienlijk minder werk met zich brengen dan de huidige wijze van vergunningverlening zodat de beslistermijn ter zake ook wordt teruggebracht. In het kader van het scheppen van gelijke concurrentie-verhoudingen en het belang dat in toenemende mate gehecht wordt aan goede informatievoorziening aan alle afnemers van financiële diensten en producten, is het voorstelbaar soortgelijke verplichtingen ook in te voeren bij de overige, relevante toezichtswetten. De invoering van een 'functioneel' stelsel van basisvergunningen voor beheersorganisaties kan gerealiseerd worden met enige, naar mijn mening in wetgevingstechnische zin niet-ingrijpende, aanpassingen in de Wtb en het Btb. De aanpassing zou geen gevolgen hebben voor de meer 'institutionele, instellingsgerichte' verplichtingen in Wtb/Btb, zoals de verplichting om een gecertificeerd jaarverslag uit te brengen en, daar waar toepasselijk, de verplichting met betrekking tot de onafhankelijke bewaring van de activa van de beleggingsinstelling.

104 Zie hierover Bijlage I bij het tweede voorstel tot wijzigingen van de icbe-richtlijn en p. 5 en 6 van de Nota van de Minister van Financiën over 'Informatieverstrekking aan de consument van financiële diensten', Kamerstukken 26 676, nr. 1.

ENKELE ASPECTEN VAN BELEGGENGSFONDSEN

*Mr. P. Klemann**

A FONDS VOOR GEMENE REKENING

1 Inleiding

Een groot aantal Nederlandse beleggingsinstellingen zonder rechtspersoonlijkheid presenteert zich als fonds voor gemene rekening. Daarbij wordt in de regel in de documentatie van het fonds weinig of in het geheel geen aandacht besteed aan de beschrijving van de rechtsvorm fonds voor gemene rekening. Dit betekent veelal dat ook geen aandacht wordt besteed aan de consequenties die de rechtsvorm van de beleggingsinstelling met zich mee brengt. De belegger neemt aan dat een fonds eigenlijk net zoiets is als een naamloze vennootschap. Pas als er iets mis gaat met het fonds wordt duidelijk dat het wel degelijk iets uit kan maken of een beleggingsinstelling een fonds, een vorm zonder rechtspersoonlijkheid als bijvoorbeeld de overeenkomst sui generis of de maatschap is, of een rechtspersoon als bijvoorbeeld de naamloze vennootschap. In algemene zin gaat het erom of men te maken heeft met het rechtspersonenrecht of met het (bijzondere) overeenkomstenrecht. Een voordeel van fondsen is dat deze aan minder regels gebonden zijn dan kapitaalvennootschappen. Zo gelden de regels voor kapitaalbescherming niet voor fondsen. Verschillen die voor beleggers van belang zijn kunnen onder meer betreffen de eventuele aansprakelijkheid van (gewezen) beleggers en de gevolgen voor de beleggingsinstelling van uittreding van een deelnemer. Daarbij komt nog dat een fonds in vele gedaanten kan verschijnen. Zo zijn er bijvoorbeeld fondsen met participaties aan toonder en fondsen met participaties op naam. Met andere woorden: het ene fonds is het andere niet. De benaming op zich is uiteraard niet beslissend voor de uiteindelijke kwalificatie van de beleggingsinstelling. Een fonds kan onder omstandigheden een maatschap zijn zonder dat het woord maatschap ooit genoemd wordt in de documentatie van het fonds. In dit onderdeel A wordt aandacht besteed aan de kwalificatie van deze fondsen en de daaraan verbonden consequenties.

Naast de kwalificatie is bij beleggingsinstellingen die geen rechtspersoonlijkheid hebben nog een ander aspect van belang. De vraag is waar de activa en passiva van het fonds moeten worden ondergebracht. De op 15 oktober 1990 in werking getreden Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) geeft ten aanzien van deze problematiek regels voor fondsen. Artikel 1 Wtb definieert een beleggingsfonds als: een niet in een

* Mr. P. Klemann is notaris-compagnon bij De Brauw Blackstone Westbroek Linklaters & Alliance te Rotterdam.

rechtspersoon ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengsten van de beleggingen te doen delen. Uitgangspunt is dat er een beheerder is en een bewaarder. De bewaarder dient onafhankelijk te zijn van de beheerder. In de praktijk blijkt het echter niet eenvoudig te zijn een systeem te ontwerpen waar aan dit uitgangspunt volledig recht wordt gedaan. De praktijk worstelt met deze materie.

Van belang is dat er twee aspecten zijn die nog wel eens door elkaar gebruikt worden. Aan de ene kant is er het vermogen en aan de andere kant is er een overeenkomst die ertoe strekt dat de deelnemers (economisch) gerechtigd zijn tot het vermogen. Zowel het vermogen als de overeenkomst worden wel als fonds aangeduid. Hierna in onderdeel B wordt de positie van de vermogensbestanddelen van een fonds behandeld.

In dit preadvies wordt met name aandacht besteed aan Nederlandse fondsen voor gemene rekening met een Wtb-vergunning. Deze werken, behoudens in het geval dat zij een ontheffing¹ hebben gekregen, met een beheerder en een bewaarder.

Op fiscale aspecten van het gebruik van de vorm fonds voor gemene rekening wordt niet ingegaan. Bij het opzetten van een fonds zijn de fiscale aspecten wel van groot belang. Zo zijn er mogelijkheden om de fondsen transparant te doen zijn voor zowel de vennootschapsbelasting als de kapitaalsbelasting. De praktische haalbaarheid daarvan hangt af van het aantal deelnemers van het fonds. Verder kunnen fondsen onder bepaalde voorwaarden kwalificeren als fiscale beleggingsinstelling, de zogenaamde FBI's.

2 Historie

Een vorm van voor gemene rekening handelen treffen wij al bij de Romeinen aan.² Men werkte daar al met vennootschappen, zogenaamde societates, maar ook met vormen die lijken op handelingen voor gemene rekening. Later kreeg het fonds een eigen plaats in de Franse Code de Commerce en in ons eigen Wetboek van Koophandel. Artikel 58 Wetboek van Koophandel onderscheidde enkele belangrijke elementen van handelingen voor gemene rekening. De handelingen voor gemene rekening hadden betrekking op een of meer bijzondere of bepaalde handelsondernemingen. Dit impliceerde volgens sommige schrijvers³ dat de handeling, de te verrichten activiteit, voorop stond en het samenwerkingsverband niet voor een bepaalde tijd kon worden aangegaan. Wanneer het doel was bereikt kon het fonds eindigen. Anderen zagen er

1 Zie noot 24.

2 Voor de geschiedenis van fondsen voor gemene rekening verwijs ik naar de proefschriften van M.A.L. Vorstman (1880) en R.C.G.M. de Bieberstein Rogalla Zawadsky (1887), die beide de titel *Handelingen voor gemeene rekening* hebben; zie ook J.R. Schaafsma, in *Bescherming van beleggers ter beurse* Preadvies Vereniging Handelsrecht 1986, p. 55 die daar vermeldt dat het fonds een niet-wettelijk geregelde emittent is, speciaal ontwikkeld in het effectenwezen.

3 Zie Vorstman t.a.p. p. 19.

geen bezwaar in dat fondsen geen voorbijgaand doel hadden.⁴ Ook bij deze fondsen rees toen net als nu de vraag of de deelnemers aan derden kenbaar moesten zijn of dat het in wezen een 'stille' vorm was waar één of meer deelnemers op eigen naam handelen maar economisch voor rekening en risico van ook de andere deelnemers.⁵ Omdat de wet in artikel 58 al zei dat een en ander plaats heeft 'omtrent zulke voorwerpen en onder zodanige voorwaarden als tussen de deelgenoten is overeengekomen' is duidelijk dat er zowel stille als openbare fondsen konden zijn. Aan de naar de mening van sommige schrijvers te stellen voorwaarde dat het fonds niet voor een bepaalde tijd mag worden aangegaan, dit op straffe van het worden van bijvoorbeeld een vennootschap onder firma, wordt in de huidige tijd geen belang meer gehecht.⁶

Een tweede belangrijk element van het fonds was het feit dat het fonds aan meer regels was gebonden dan bijvoorbeeld de vennootschap onder firma. Daarmee hangt samen dat het bestaan van een fonds op allerlei manieren bewezen kon worden, ook met getuigen.

Ten slotte was er voor het fonds geen afgescheiden vermogen en konden derden slechts degenen aanspreken met wie zij gehandeld hadden ook al verrichtten dezen de handeling voor gemene rekening. Om de onduidelijkheid over de positie van de stille deelnemers weg te nemen die bijvoorbeeld wel bestond onder de Franse Code de Commerce⁷ is op voorstel van Donker Curtius expliciet in het Wetboek van Koophandel opgenomen dat de stille deelnemers niet aansprakelijk zijn indien zij niet hebben meegetekend.

De artikelen 57 en 58 Wetboek van Koophandel luiden aan het begin van de vorige eeuw als volgt:

'57. Behalve de drie soorten van vennootschap hierboven gemeld, erkent de wet ook handelingen voor gemeene rekening.

58. Deze handelingen zijn betrekkelijk tot eene of meer bijzondere of bepaalde handelsondernemingen; zij hebben plaats omtrent zulke voorwerpen en onder zoodanige voorwaarden, als tusschen de deelgenoten is overeengekomen.

Zij vereischen geene schriftelijke akte, en zijn niet onderworpen aan de verdere formaliteiten en bepalingen ten aanzien van vennootschap voorgeschreven.

Zij geven derden geene regtsvordering dan dengenene der deelgenooten met wien die derden gehandeld hebben.'

4 W.L.P.A. Molengraaff, Leidraad bij de beoefening van het Nederlandsche Handelsrecht, vijfde herziene druk, eerste deel, 1923, p. 169.

5 P.H. Smits, Een critische beschouwing der Handeling Voor Gemeene Rekening, Proefschrift, 1924 p. 50 e.v.

6 Bij de maatschap bepaalt artikel 7A-1683, 2° dat een maatschap wordt ontbonden door het tenietgaan van een goed of de volbrenging der handeling, die het onderwerp der maatschap uitmaakt. Maatschappen behoeven geenszins op een bepaalde handeling gericht te zijn maar kunnen bijvoorbeeld als doel hebben het uitoefenen van de advocatenpraktijk. Er is contractsvrijheid.

7 Zie Vorstman t.a.p. p. 59.

Los van hetgeen in de laatste zin van artikel 58 WvK was bepaald stond uiteraard de onderlinge draagplicht van de deelnemers. Daarover kon men van alles overeenkomen zoals dat ook heden ter dage het geval is.

Op 2 juli 1934 zijn de artikelen in het Wetboek van Koophandel die betroffen handelingen voor gemene rekening geschrapt. De voornaamste reden voor dit schrappen was dat een fonds als een maatschap werd beschouwd en de wet al bepalingen voor de maatschap had.⁸ Daarna is het fonds voor gemene rekening nog wel te vinden in effectenrechtelijke wetten en in de fiscale wetgeving.

In het advies van de Raad van State ten aanzien van de op 1 mei 1986 in werking getreden Wet effectenhandel (Weh)⁹ wordt opgemerkt dat het wetsontwerp een omschrijving van het begrip fonds voor gemene rekening geeft die afwijkt van de omschrijving van dit begrip in artikel 2 lid 2 Wet op de vennootschapsbelasting 1969, hetgeen naar de mening van de Raad van State onwenselijk is uit een oogpunt van harmonisatie van wetgeving. Naar aanleiding hiervan is dit onderscheid in het Nader Rapport verduidelijkt. Het Nader Rapport¹⁰ geeft aan dat de omschrijving van het fonds voor gemene rekening uit de fiscale wet niet goed bruikbaar is voor de Weh omdat in de omschrijving onder meer het element dat het gemeenschappelijke vermogen niet afzonderlijk in een rechtspersoon is ondergebracht ontbreekt. Gesteld wordt dat dit criterium er juist toe strekt het fonds te onderscheiden van bijvoorbeeld de beleggingsmaatschappij, de beleggingsinstelling met rechtspersoonlijkheid. Dit argument was echter kennelijk onjuist omdat het ook in fiscalibus bij fondsen voor gemene rekening altijd gaat om niet afzonderlijk in een rechtspersoon ondergebrachte vermogens. In de eerste Nota van Wijziging¹¹ is een en ander hersteld en is een fonds voor gemene rekening uiteindelijk gedefinieerd als 'een gemeenschappelijk vermogen, waarvan de gelden worden belegd teneinde de deelnemers in de opbrengst te doen delen'. Terecht werd in het Nader Rapport¹² verder opgemerkt dat de omschrijving in de fiscale wet het element dat de deelgerechtigdheid van het fonds moet blijken uit verhandelbare bewijzen van deelgerechtigdheid bevat, welk element uiteraard voor de Weh niet van belang is. De Wtb heeft het over beleggingsfondsen. Artikel 1 Wtb verstaat, zoals gezegd, onder een beleggingsfonds een niet in een rechtspersoon ondergebrachte vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen.

8 J.M.M. Maeijer, Asser-Maeijer 5 V 1995, p. 4; P.H. Smits t.a.p. p. 284 had ervoor gepleit het fonds uit de wet te schrappen teneinde een ongekunsteld vennootschapssysteem te krijgen; hij zag het fonds als een stille maatschap.

9 Advies Raad van State Weh (18750), 2 aug. 1984, p. 2, punt 5.

10 Nader Rapport Weh (18750), 16 nov. 1984, p. 9, punt 5.

11 Nota van Wijziging Weh (18750), 13 maart 1985.

12 Nader Rapport Weh (18750), 16 nov. 1984, p. 9, punt 5.

Ook in de rechtspraak¹³ komen wij fondsen nog met een zekere regelmaat tegen. Beleggingsinstellingen worden vaak gegoten in de vorm fonds voor gemene rekening. Op de kwalificatie van fondsen en de consequenties daarvan wordt in dit preadvies nader ingegaan.

3 Kwalificatie fonds voor gemene rekening

Omdat een fonds voor gemene rekening vele gedaanten kan aannemen, zo kunnen bijvoorbeeld de participaties op naam of aan toonder luiden, is het niet mogelijk om in algemene zin te zeggen dat een fonds een bepaalde rechtsvorm¹⁴ heeft. Ook wat activiteiten van de fondsen betreft zijn er grote verschillen. Er zijn fondsen die één beleggingsobject hebben en er zijn fondsen waarbij de beleggingsportefeuille iedere dag wijzigt. Fondsen voor gemene rekening kunnen, afhankelijk van de omstandigheden, gezien worden als overeenkomsten sui generis, maatschappen, commanditaire vennootschappen of vennootschappen onder firma die ertoe strekken de deelnemers die (economisch) gerechtigd zijn tot het vermogen te laten delen in de opbrengsten.

Alvorens aan kwalificatie toe te komen, moet men naar mijn mening bij beleggingsinstellingen die zich presenteren als fonds voor gemene rekening eerst nagaan wat de deelnemers beogen. Kort gezegd zal het veelal zo gaan dat de deelnemers een bepaald bedrag willen bestemmen voor collectieve belegging. De woorden 'collectieve belegging' vinden wij in artikel 1 sub a en b Wtb waar de definities van beleggingsmaatschappij en beleggingsfondsen worden gegeven. Beleggers wensen in de regel niet de verplichting tot bijstorting te hebben in geval het allemaal niet zo goed gaat. Ook hebben zij geen behoefte aan het aanzuiveren door hen van een eventueel tekort. Voor de goede orde, ik heb het hier over de normale situatie. Natuurlijk is het denkbaar dat beleggers in een uitzonderlijk geval deze verplichtingen wel accepteren. Zo zit er een belangrijk verschil tussen beleggen en ondernemen. Indien sprake is van ondernemen ligt het eerder voor de hand dat men verdere verplichtingen dan de inbreng accepteert. Indien er hoofdzakelijk sprake is van ondernemen is de Wtb niet van toepassing. Bij beleggen echter is het, zoals gezegd, veelal zo dat de inleg gelimiteerd is. De grens tussen ondernemer en belegger is in de praktijk niet altijd even duidelijk aan te geven. Een belegger die zichzelf meer als ondernemer ziet zal in het algemeen eerder bereid zijn om additioneel risico te lopen. De belegger die pensioengelden wil veiligstellen zal niets voelen voor additioneel risico.

13 Zie bijvoorbeeld HR (Strafkamer) 25 juni 1991 NR88521E, waar is uitgemaakt dat het feit dat individuele beleggers hun inleg aan een rechtspersoon hebben overgemaakt nog niet betekent dat geen sprake kan zijn van een fonds voor gemene rekening als bedoeld in de Wtb.

14 Zie J.R. Schaafsma t.a.p. p. 55.

Verder zal het in de regel niet de bedoeling zijn dat de deelnemers zich op enige manier gaan bemoeien met de beleggingsactiviteiten. Alhoewel de bedoeling van de deelnemers niet altijd beslissend hoeft te zijn voor de kwalificatie is dit aspect naar mijn mening van zeer groot belang.¹⁵ Zo is de stelling dat een fonds in principe een maatschap is naar mijn mening in zijn algemeenheid onjuist.¹⁶ Daarover straks meer.

Het belang van de kwalificatie ligt in de praktijk met name in de eventuele aansprakelijkheid van deelnemers voor verplichtingen die ten behoeve van de deelnemers in het fonds worden aangegaan. Indien het fonds een maatschap is zijn de deelnemers in principe voor gelijke delen aansprakelijk. Zie ook het arrest Boterenbrood/MeesPierson¹⁷ waar bij een Canadese beleggingsinstelling tot de verbazing van velen de gewezen deelnemers tot bijstorting werden gedwongen van het aan hen terugbetaalde deel van hun inbreng. Het prospectus had deze mogelijke verplichting niet vermeld. Het betrof een Canadees onroerend goed fonds. Een prospectus dient de juridische gevolgen voor participanten goed te omschrijven. Daarbij is het uiteraard essentieel om in het prospectus de rechtsvorm van de beleggingsinstelling te beschrijven en om de consequenties daarvan aan te geven.

Verder moet men bij de maatschap het bepaalde in artikel 7A:1683, 3° en 4° BW in de gaten houden. De maatschap wordt, indien er geen voortzettingsregeling is, ontbonden:

- door opzegging van een vennoot aan de andere vennoten;
- door de dood of de curatele van een maat, of
- indien hij in staat van faillissement is verklaard, dan wel ten aanzien van hem de schuldsaneringsregeling natuurlijke personen van toepassing is verklaard.

4 Is een fonds voor gemene rekening een maatschap?

Artikel 7A:1655 BW leert ons dat een maatschap een overeenkomst is, waarbij twee of meerdere personen zich verbinden om iets in gemeenschap te brengen, met het oogmerk om het daaruit ontstane voordeel met elkander te delen. Dit artikel geeft twee belangrijke elementen van de maatschap aan. Men moet zich verbonden hebben iets in gemeenschap te brengen. Bij een beleggingsinstelling zal men veelal contanten inbrengen. Verder moeten de deelnemers de voordelen die ontstaan met elkaar delen. De jurisprudentie en de literatuur voegen nog een belangrijke eis toe. De deelnemers moeten beogen op voet van gelijkheid samen te werken. Dit betekent dat de samenwerking een belangrijk element is voor een maatschap. Door Maeijer¹⁸ wordt

15 Idem S.E. Eisma, Eigendom ten titel van beheer naar komend recht, Preadvies van de Vereeniging Handelsrecht 1990, p. 132.

16 Zie J.M.M. Maeijer t.a.p. p. 4.

17 HR 8 mei 1998, NJ 1998, 888; L. Timmerman, T.V.V.S. 1998 nr 7, p. 34 e.v..

18 J.M.M. Maeijer t.a.p. p. 82.

treffend opgemerkt dat de vennootschap een samenwerkingsvorm is en dat daaruit de verplichting tot samenwerking rechtstreeks voortvloeit. Bij beleggingsinstellingen werken de deelgenoten in de regel naar mijn mening in het geheel niet samen. Zij brengen iets in. Daarna gaat de beheerder aan de slag en ontvangen de deelgenoten als het goed gaat opbrengsten. Ook wanneer de participaties van een fonds voor gemeene rekening op naam luiden, kennen de deelnemers elkaar veelal niet eens. Wel wensen zij naar mijn mening toe te treden tot de overeenkomst tussen beheerder, bewaarder en andere deelnemers. De in de literatuur¹⁹ verdedigde stelling dat de deelnemers in de regel geen contractuele verhouding met elkaar wensen aan te gaan kan ik niet goed volgen. Het is naar mijn mening niet mogelijk om collectief te beleggen op individuele basis. Dat lijkt een contradictio in terminis te zijn.

Collectief beleggen betekent dat er meerdere beleggers iets inleggen ter gezamenlijke belegging. Zij verkrijgen evenredige rechten in het vermogen van het fonds. Bij individueel vermogensbeheer is hiervan geen sprake omdat er geen fonds is. In de visie van Eisma en Klompé zou sprake zijn van een samenstel van overeenkomsten, telkens tussen aan de ene kant de beheerder en de bewaarder en aan de andere kant de individuele belegger. Zijn we dan niet beland bij individueel vermogensbeheer?

Omgekeerd zou men kunnen stellen dat indien een vermogensbeheerder voor een aantal cliënten met wie contracten van individueel vermogensbeheer zijn gesloten exact hetzelfde doet er geen sprake meer is van individueel vermogensbeheer indien de cliënten hiervan op de hoogte zijn. In dat geval zou naar mijn mening gesteld kunnen worden dat geruisloos een beleggingsinstelling is ontstaan omdat er collectief wordt belegd. Naar mijn mening kan dit niet de bedoeling zijn.

De Hoge Raad²⁰ heeft geoordeeld dat deelnemers door het instituut vergadering op contractuele basis met hun mede-deelnemers blijven en met hen allen een 'gezamenlijk kapitaal' in economische eigendom bezitten. Met andere woorden: ze doen iets gezamenlijk op basis van hun overeenkomst tot toetreding. Ook de afspraak dat zij naar evenredigheid van het aantal door hen gehouden participaties economisch gerechtigd zijn tot het vermogen van het fonds gaat verder dan een contractuele relatie met de beheerder en de bewaarder.

Stel dat deze ten onrechte aan één van de deelnemers meer uitkeren dan het bedrag waar de deelnemer toe gerechtigd is. In dat geval hebben de andere deelnemers naar mijn mening een vordering op deze ten onrechte bevoordeelde deelnemer. Dit is van

19 Zie M.E.J. Klompé, *Wet toezicht beleggingsinstellingen NIBE-Bankjuridische Reeks* 1992, p. 16 en S.E. Eisma, *Eigendom ten titel van beheer naar komend recht*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 1990, p. 132.

20 *Maatschap Union II* HR 10 jan. 1968, NJ 1968, 134; m.n. G.J.S.; in deze zaak oordeelde het Hof dat de deelnemers ieder voor zich een overeenkomst waren aangegaan met de beheerder en het administratiekantoor; E. Cohen Henriquez heeft in W.P.N.R. 5130 p. 229 e.v. betoogd dat voor de vraag of er een maatschap is niet beslissend is of er een vergadering van participanten is, maar of die vergadering beslissende zeggenschap in het fonds kan uitoefenen. Met Eisma ben ik van mening dat deze stelling onjuist is.

belang indien er bij de beheerder en de bewaarder niets te halen is. Zoals gezegd is er naar mijn mening een rechtstreekse vordering op de mede-participanten en behoeft men niet de moeilijkere weg van profiteren van wanprestatie van beheerder en bewaarder te volgen of die van ongerechtvaardigde verrijking. De evenredige gerechtigdheid is een wezenlijk element van het deelnemen in het fonds. De deelnemers leggen jegens elkaar deze gerechtigdheid vast. Wie wat krijgt is voor de beheerder en bewaarder in wezen irrelevant. Zij zijn niet economisch gerechtigd tot het vermogen. Voor de deelnemers is het een essentieel element van de belegging.

Overigens is het onomstreden dat in geval de participaties aan toonder luiden er van een maatschap al helemaal geen sprake kan zijn. Stel de participaties luiden op naam. Dan ontstaat de vraag of het inbrengen op zich al als voldoende samenwerking voor het doen ontstaan van een maatschap kwalificeert. Met Van Olffen ben ik van mening dat er sprake is van twee vereisten: inbrengen en samenwerken.²¹ Bedoelde samenwerking kan ook bestaan uit het deelnemen aan besluitvorming over het te voeren beleid. Hoe moeten wij ons dit nu bij beleggingsinstellingen allemaal voorstellen? Bij beleggingsinstellingen worden de spelregels vastgelegd in de voorwaarden van het fonds en van het prospectus. Van al dan niet actief beleid van deelnemers is bijna nooit sprake. Indien de deelnemers wel actief bij een en ander zijn betrokken, kan men wel tot een maatschap komen, bijvoorbeeld door de maatschap een bestuur te geven, dat namens de maatschap optreedt, grotendeels uit de kring der maten wordt samengesteld, en zich bemoeit met de gang van zaken. Is van actieve bemoeienis geen sprake en wordt alles geregeld door de beheerder (en de bewaarder), die in wezen los staan van de deelnemers, dan is er van een maatschap naar mijn mening ook geen sprake.²² Verder speelt hier uiteraard ook het aspect dat beleggers veelal kiezen voor een belegging met gelimiteerde inleg en er niet voor voelen om geconfronteerd te worden met de aansprakelijkheid voor gelijke delen die hoort bij de maatschap. Onmiddellijk moet ik toegeven dat er wel beleggingsmaatschappen zijn. Dit zijn echter veelal bijzondere maatschappen. Maatschappen die bijvoorbeeld slechts deelnemen in één Amerikaanse limited partnership, waarbij de exposure van de maten in de maatschap de facto beperkt is tot hun inbreng omdat in de limited partnership bovendien veelal is gekozen voor het aangaan van leningsovereenkomsten met limited recourse. Verder hebben deze maatschappen vaak een bestuursregeling als hiervoor bedoeld. De crediteuren van de partnership kunnen zich door de limited recourse-regeling in dat geval veelal slechts verhalen op het vermogen van de partnership en niet op de deelnemers in de limited partnership waarvan de maatschap er één is. Indien de bescherming van het zijn van limited partner sneuvelt – in Amerika kan er in rechte van alles gebeuren – kan men zich op de limited recourse beroepen. Veel varianten zijn hier uiteraard denkbaar. Indien het bestuur van een

21 M. van Olffen, *Ondernemer en Ondernemingsvermogen*, Proefschrift, Leiden 1989, p. 63; zie idem HR 8 juli 1985, NJ 1986, 358, m.n. Maeijer.

22 Zie Eisma, t.a.p. p. 133.

maatschap zich echter niet aan de regels houdt en rare dingen gaat doen zouden de maten wel additioneel risico kunnen lopen.

5 Is een fonds voor gemene rekening een vennootschap onder firma?

Artikel 16 Wetboek van Koophandel bepaalt, dat een vennootschap onder firma de maatschap tot de uitoefening van een bedrijf onder een gemeenschappelijke naam aangegaan is. Veel van hetgeen hiervoor ten aanzien van de maatschap is opgemerkt geldt dus ook voor de vennootschap onder firma. Een bijzonderheid van de vennootschap onder firma is de hoofdelijke aansprakelijkheid van de vennoten (art. 18 WvK).

Over deze vorm kunnen wij kort zijn. Van het onder gemeenschappelijke naam uitoefenen van een bedrijf zal ten aanzien van beleggingsinstellingen niet snel sprake zijn, omdat beleggers veelal niet geporteerd zullen zijn van de hoofdelijke aansprakelijkheid die deze vorm met zich mee brengt.²³ Zoals hiervoor opgemerkt plegen beleggers de voorkeur te geven aan limitering van hun inleg. Daarom wordt op deze vorm niet verder ingegaan.

6 Is een fonds voor gemene rekening een overeenkomst sui generis?

Onder een overeenkomst sui generis dient hier ten aanzien van Wtb-fondsen te worden verstaan een overeenkomst van eigen aard tussen de beheerder, de bewaarder en één of meer participanten.²⁴ Naar mijn mening zal het bij veel beleggingsinstellingen die geen rechtspersoonlijkheid hebben de intentie van partijen zijn om zo'n overeenkomst sui generis aan te gaan. In de documentatie van het fonds lezen wij immers veelal niets over de maatschap en de consequenties van deze vorm. Zoals hierboven ten aanzien van de maatschap opgemerkt is het wel zaak om niet te dicht bij de maatschap te komen als men geen maatschap wenst aan te gaan. Een zeer belangrijk element daarbij is de samenwerking tussen de deelgerechtigden. Indien er sprake is van actieve samenwerking zal een fonds sneller als maatschap kunnen worden gekwalificeerd. Is dit niet zo dan ontbreekt een essentieel element van de maatschap en kwalificeert de beleggingsinstelling naar mijn mening als een overeenkomst sui generis.

23 Zie M.E.J. Klompé en H.W.R. Weststrate; Beleggingsfondsen; eigendomsverhoudingen en afgescheiden vermogen. De Naamloze Vennootschap 74, 1996, p. 84.

24 Een enkele keer verleent De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) een ontheffing van het vereiste dat er een beheerder en een bewaarder moeten zijn. Enkele mij bekende gevallen betroffen fondsen die een onroerende zaak verwierven. Toegestaan werd, dat er geen bewaarder was mits, kort gezegd, de geldstromen via aparte bankrekeningen liepen die min of meer het karakter van escrow-rekeningen hadden. In deze gevallen was er sprake van een overeenkomst tussen de beheerder en de participanten. Er zijn tekenen dat DNB een eind wil maken aan dit beleid. Interessant is de vraag of DNB ook bestaande ontheffingen kan intrekken; zie ook noot 25.

In dit kader is de vraag gesteld of het denkbaar is dat een fonds slechts één participant heeft. Met Maatman²⁵ ben ik van mening dat hier tegen geen enkel bezwaar bestaat. Ook in geval er, nog maar, één deelnemer is, is er sprake van een overeenkomst tussen drie partijen, de beheerder, de bewaarder en de deelnemer. Uiteraard is het de bedoeling dat er meer bij komen, maar zolang dat niet zo is kan de overeenkomst toch uitgevoerd worden. Technisch gezien is dan wellicht sprake van tijdelijk de facto individueel vermogensbeheer.²⁶ Duidelijk is dat de overeenkomst daar niet op gericht is en dat de solitaire belegger er rekening mee moet houden dat er meer deelnemers bij komen. Dat is voor die belegger uiteraard in de regel alleen maar prettig omdat het veelal zo is dat indien het fonds groter wordt het rendement zal verbeteren. De algemene kosten drukken dan minder zwaar en het fonds heeft meer mogelijkheden bij de spreiding van de beleggingen. Degenen die het fonds als een maatschap zien hebben uiteraard ten minste twee deelnemers nodig omdat een maatschap met één maat niet goed mogelijk is. Dit zou slechts anders zijn indien de beheerder of de bewaarder ook als maat (inbreng, arbeid, kennis, vlijt) te beschouwen zijn.

7 Waarom wordt een fonds niet vaker vormgegeven als een commanditaire vennootschap?

Met alle onduidelijkheid over de juridische status van het fonds voor gemene rekening kan men zich afvragen waarom niet vaker gekozen wordt voor de expliciet in de wet geregelde rechtsvorm commanditaire vennootschap.²⁷ De beleggers lopen als commanditair vennoot, zolang zij zich niet schuldig maken aan naar buiten optreden namens de commanditaire vennootschap en de naam van de commanditaire vennoot niet in de naam van de vennootschap voorkomt, immers alleen het risico om hun inleg te verliezen. Zij zijn niet aansprakelijk voor schulden van de commanditaire vennootschap. Een commanditaire vennootschap kan een afgescheiden vermogen hebben.²⁸ Om hier absoluut zeker van te zijn kan men twee beherende vennoten nemen. De Wtb verzet zich daar niet tegen.²⁹

Het is mij vanuit de civielrechtelijke optiek – aan fiscale aspecten wordt in dit preadvies geen aandacht geschonken – niet duidelijk waarom deze vorm niet vaker wordt gekozen. Wellicht is het de onbekendheid met deze figuur als vehikel voor beleggingen en daarbij de onzekerheden ten aanzien van het al dan niet afgescheiden

25 R.H. Maatman, Een beleggingsinstelling met één deelnemer: contradictio in terminis?, Tijdschrift voor Effectenrecht 1999, jaargang 1, nr 5, p. 5 e.v.; zie over deze problematiek het preadvies van N.V. Ponsen.

26 Zie H.L.M. Rek De Wet toezicht beleggingsinstellingen in de praktijk. T.V.V.S. 1994 nr 94/12 p. 321.

27 M.E.J. Klompé en H.W.R. Weststrate t.a.p. p. 83.

28 J.M.M. Maeijer t.a.p. p. 223 e.v. en V.A.E.M. Meijers, Civielrechtelijke beschouwingen over de rechtspositie van de commanditaire vennoot, Proefschrift 1996, 159 e.v.

29 MvT Wtb (21127 nr. 3) p. 15.

zijn van het vermogen van deze vorm. Dit zou goed anders kunnen worden indien en zodra onze wetgeving duidelijke bepalingen krijgt voor personenvennootschappen. Daar wordt nog aan gewerkt en het is thans nog niet duidelijk welke kant dit opgaat. In ieder geval zou de wet naar mijn mening, indien de commanditaire vennootschap geen rechtspersoonlijkheid zou verkrijgen, moeten bepalen dat ook een commanditaire vennootschap met één beherend vennoot een afgescheiden vermogen heeft. Dit voorkomt dan de ietwat gekunstelde inschakeling van een tweede beherend vennoot als bijvoorbeeld een speciaal opgerichte stichting die men in de praktijk wel eens pleegt aan te treffen.

8 Conclusie

Een beleggingsinstelling die zich presenteert als een fonds voor gemene rekening zal veelal kwalificeren als een overeenkomst sui generis tussen beheerder, bewaarder en de deelnemers. Indien de inrichting van het fonds veel invloed geeft aan de deelnemers zou een fonds ook als maatschap kunnen kwalificeren. Bij een en ander is ook de bedoeling van partijen van groot belang. Het zou naar mijn mening geen slecht idee zijn om bij de verdere regeling van de personenvennootschap het in 1934 uit de wet verwijderde fonds voor gemene rekening terug te laten komen. Aan de ene kant worden de kwalificatieproblemen dan goeddeels opgelost. Aan de andere kant kunnen de hierna te bespreken puzzels met betrekking tot het onderbrengen van de vermogensbestanddelen van een fonds voor gemene rekening dat valt onder de Wtb worden opgelost. De comeback van het fonds voor gemene rekening in onze wetgeving zou een groot deel van de onduidelijkheden ten aanzien van deze vorm wegnemen. Een andere oplossing is de Wtb te laten voorschrijven dat beleggingsfondsen dwingend de vorm van commanditaire vennootschap moeten hebben.³⁰ Het zal duidelijk zijn dat alleen voor deze optie gekozen wordt indien er voor de commanditaire vennoten adequate fiscale regelingen zijn.

30 M.E.J. Klompé en H.W.R. Weststrate t.a.p. p. 85 noemen nog als oplossing het niet meer toestaan van beleggingsfondsen onder de Wtb; zij geven zelf al aan dat de wetgever deze draconische maatregel waarschijnlijk te ver gaat; ook noemen zij de voor de praktijk minder aantrekkelijke oplossing van de oprichting van een sub-bewaarder.

B VERMOGENSBESTANDELEN VAN EEN FONDS VOOR GEMENE REKENING

1 Inleiding

Artikel 1 sub b Wtb definieert een beleggingsfonds als een niet in een rechtspersoon ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen. Artikel 1 sub a Wtb definieert beleggingsmaatschappij als de rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of heeft verkregen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen. De definitie van beleggingsmaatschappij lijkt op het eerste gezicht in orde. Die van het beleggingsfonds roept onmiddellijk de vraag op hoe de tekst zich verhoudt tot artikel 5 Wtb. Het tweede lid van artikel 5 Wtb schrijft immers voor, dat indien een vergunning voor een beleggingsfonds wordt gevraagd, de aanvrager dient aan te tonen, dat:

- a. de beheerder een rechtspersoon met volledige rechtsbevoegdheid is;
- b. de activa van het beleggingsfonds in bewaring worden gegeven bij een van de beheerder onafhankelijke bewaarder; en
- c. de activa van het beleggingsfonds worden afgescheiden van het vermogen van de beheerder, van de bewaarder alsmede van elke natuurlijke persoon of andere rechtspersoon.

Artikel 5 Wtb schrijft nu juist voor dat het vermogen, althans de daartoe behorende activa, bij een bewaarder worden ondergebracht. Anders dan bij de beheerder blijkt niet uit artikel 5 Wtb dat de bewaarder een rechtspersoon moet zijn. Dit volgt uit artikel 9 Wtb waar is bepaald, dat als bewaarder slechts kan fungeren een rechtspersoon die in belangrijke mate zijn bedrijf maakt van het bewaren en administreren van beleggingsobjecten ten behoeve van derden. De definities van beleggingsmaatschappij en beleggingsfonds zijn van eminent belang voor de toepassing van de Wtb.³¹ Helaas is geen van beide definities geheel zuiver. Bij beleggingsmaatschappij mist het wezenlijke element dat de gelden en andere goederen 'ter deelneming in de rechtspersoon' worden verkregen. Dit element is mutatis mutandis bij de definitie van beleggingsfonds wel verwerkt. Bij beleggingsfonds dient tot uitdrukking te worden gebracht dat een beleggingsfonds een vermogen is dat niet is ondergebracht in een beleggingsmaatschappij. Het vermogen dient op grond van het hiervoor genoemde artikel 9 Wtb wel degelijk bij een rechtspersoon te worden ondergebracht zij het dat ook subbewaring mogelijk is en zoals we straks zullen zien het ook toegestaan is dat de deelnemers zelf juridisch tot het vermogen gerechtigd zijn.³² Indien het voren-

31 Zie voor soortgelijke definitieproblemen bij de Weh: HR (Strafkamer) 25 juni 1991, NR88521E.

32 Zie ook S. Perrick. Het beleggingsfonds en de stichting in Stichting & Vereniging 1993, p. 117.

staande wordt verwerkt zouden artikel 1 sub a respectievelijk b Wtb als volgt kunnen luiden:

a. beleggingsmaatschappij:

de rechtspersoon die *ter deelneming in die rechtspersoon* gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of heeft verkregen ten einde de *deelnemers in die rechtspersoon* in de opbrengst van de beleggingen te doen delen;

b. beleggingsfonds:

een niet in een *beleggingsmaatschappij* ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers *daarin* in de opbrengst van de beleggingen te doen delen.

De hiervoor voorgestelde reparatie van de definities van beleggingsmaatschappij en beleggingsfonds is van belang voor de verdere uitwerking van de positie van de vermogensbestanddelen van fondsen voor gemene rekening. De voorgestelde definities verdragen zich bovendien met de door DNB toegelaten wijze van bewaren van activa. In de praktijk wordt de Wtb gelukkig zo toegepast als hiervoor door mij voorgesteld.

Artikel 5 lid 2 sub b Wtb schrijft voor dat de activa van een beleggingsfonds in bewaring worden gegeven bij een van de beheerder onafhankelijke bewaarder. Het is de bedoeling dat de beheerder de medewerking van de bewaarder nodig heeft voor het beschikken over de activa. Artikel 3.3 van Bijlage A behorend bij artikel 5 Besluit toezicht beleggingsinstellingen bepaalt, dat de bewaarder de in bewaring gegeven waarden slechts afgeeft tegen ontvangst van een verklaring van de beleggingsinstelling waaruit blijkt dat afgifte wordt verlangd in verband met de regelmatige uitoefening van de beheersfunctie. Dit voorschrift betekent naar mijn mening in de hierna te bespreken situatie dat de deelnemers zelf juridisch gerechtigd zijn tot de activa dat beschikking slechts kan geschieden door de beheerder, de bewaarder en de deelnemers tezamen. Indien het gaat over effecten op een effectenrekening lukt dit nog wel. Indien het gaat over aandelen op naam of onroerende zaken wordt het ingewikkeld om dit op een goede manier uit te werken. Het is dan ook niet toevallig dat juridische gerechtigdheid van participanten vrijwel niet voorkomt.

Het lijkt verstandig om in de voorwaarden van beheer en bewaring op te nemen, dat de deelnemers niet het recht hebben om de inbreng anders dan in geld terug te vorderen. Met Perrick ben ik van mening dat de bewaring gezien kan worden als een soort eigendom (in de betekenis van voor 1992) ten titel van beheer.³³ Bij certificering pleegt men aan te geven of de certificaten al dan niet royeerbaar zijn. De bewaarder is bij de meeste fondsen 'eigenaar', de deelnemers zijn de economisch gerech-

33 S. Perrick, t.a.p., p. 118. Zie tevens P.J. Dortmund, Hoe eenvoudig is een beleggingsfonds, Serie Onderneming en Recht, deel 1, 1994, p. 63 e.v. zie ook C.J. Groffen, De positie van deelnemers in een beleggingsfonds, Vennootschap & Onderneming, 1995, p. 111.

tigden. De positie van de bewaarder is dus vergelijkbaar met die van het administratiekantoor dat de aandelen ten titel van beheer houdt en certificaten toekent. Toch zijn de uitgangspunten wezenlijk anders. Bij het administratiekantoor is het de bedoeling om het stemrecht te centreren bij het bestuur van het administratiekantoor. Bij fondsen speelt deze overweging niet mee. Er wordt collectief belegd. Beleggers hebben veelal geen belang bij het uitbrengen van stem op de tot het fonds behorende aandelen. Hun belangstelling gaat uit naar de vergadering van het fonds zelf niet naar die van de vennootschappen waarin het fonds belegt. Indien het fonds werkt met een effectengiro is het veelal zo, dat de participaties in het fonds worden gehouden door een stichting. Deze stichting zal dan weer volmacht kunnen verlenen aan de belegger om namens die stichting stem uit te brengen in de vergadering van het fonds. Problemen die zich in dit kader bij administratiekantoren die certificaten uitgeven die ter beurze genoteerd zijn en derhalve een bepaalde doelstelling hebben als voorgeschreven door de bij het Fondsenreglement behorende Bijlage X doen zich bij de beleggersgiro niet voor.³⁴

De benaming eigendom ten titel van beheer kan wel tot verwarring leiden. Immers er zijn twee entiteiten, een beheerder en een bewaarder. De beheerder beheert en de bewaarder houdt ten titel van beheer. Omdat de Wtb de term bewaarder hanteert is het noodzakelijk de bewaarder ook als zodanig aan te duiden. In de voorwaarden van beheer en bewaring van een fonds zou men het probleem kunnen oplossen door in de definitie van bewaring tot uitdrukking te brengen dat het 'eigendom' ten titel van beheer is.

Ik benadruk dat in paragraaf 3.1 van Bijlage A bij artikel 5 van het Besluit toezicht beleggingsinstellingen is bepaald dat in de overeenkomst van bewaring moet worden opgenomen, dat de bewaarder bij het bewaren uitsluitend in het belang van de deelnemers optreedt.

In de wetsgeschiedenis van de Wtb³⁵ treffen wij aan, dat het begrip 'onafhankelijke bewaarder' onder meer uitsluit dat de bestuurders van de beleggingsinstelling respectievelijk van de bewaarder over en weer bij elkaar in dienstbetrekking zijn en dat ook is uitgesloten dat de beheerder en de bewaarder rechtstreeks of middellijk deelnemingen kunnen verwerven in het kapitaal van de ander. Voor (financiële) instellingen is van belang dat de Wtb blijkens de wetsgeschiedenis niet uitsluit dat de beheerder en de bewaarder dochters van één instelling kunnen zijn mits de onderlinge onafhankelijkheid gewaarborgd is.

Dan de lastigste bepaling van artikel 5 Wtb. Onderdeel b van lid 2 schrijft voor dat de activa van het beleggingsfonds worden afgescheiden van het vermogen van de beheerder, van de bewaarder alsmede van elke natuurlijke persoon of andere rechtspersoon. Waar het hierna in onderdeel C te bespreken begrip besloten kring al aardige raadsels voor de gevorderde puzzelaar heeft, is deze eis waarschijnlijk alleen door de allerbeste puzzelaar te doorgronden.

34 P. Klemann, *Vennootschap en Onderneming*, 1999 Afl. 5, p. 54.

35 MvT Wtb (21127 nr 3) p. 9 en 17.

Allereerst de eis dat de activa van het beleggingsfonds afgescheiden moet zijn van de activa van de beheerder. Deze afscheiding valt goed te realiseren indien alle activa ten name van de bewaarder worden gesteld en niet op naam van de beheerder. Daarbij moet men er wel op letten dat er geen feitelijke vermenging plaatsvindt tussen activa van de bewaarder en die van de beheerder.

Dan de eis dat de activa ook afgescheiden moeten zijn van het vermogen van de bewaarder en van elke natuurlijk persoon of andere rechtspersoon. Hier is van belang wat we onder afgescheiden verstaan. Gaat het om afgescheiden vermogen met de inhoud dat slechts crediteuren 'van het fonds' verhaal kunnen nemen op de activa van het fonds en niet crediteuren van de bewaarder en van de overigen dan zijn we snel klaar. Bij gebrek aan een wettelijke basis is een dergelijke afscheiding naar mijn mening niet eenvoudig te realiseren. Ook indien de bewaarder geen andere activiteiten uitoefent dan het optreden als bewaarder van één fonds zal er in de regel bij de bewaarder ander vermogen zijn dan fondsvermogen en is er geen sprake van afgescheiden vermogen als hiervoor bedoeld. In de Memorie van Toelichting bij de Wtb staat met zoveel woorden dat de eis dat er een bewaarder moet zijn gericht is op vermogensscheiding.³⁶

In de literatuur is ruimschoots aandacht besteed aan de puzzels die artikel 5 Wtb ons geeft. De praktijk kiest veelal voor de optie dat de activa bij een bewaarder worden ondergebracht. DNB pleegt deze opzet te accepteren, ook al is er geen sprake van echt afgescheiden vermogen als hiervoor bedoeld.³⁷ Met Eisma³⁸ ben ik van mening dat het wenselijk is dat de wetgever deze problematiek voor eens en altijd oplost door te bepalen, dat beleggingsfondsen een afgescheiden vermogen hebben. Deze regeling zou, zoals gezegd, naar mijn mening goed ingepast kunnen worden in de nieuwe regeling voor personevennootschappen in het BW, waar het fonds voor gemene rekening weer terug kan komen na een lange verbanning.

DNB staat ook toe, dat de deelnemers 'eigenaar' zijn van de activa.³⁹ De bewaarder bewaart dan slechts. Dat is dan eerder de bewaarneming als bedoeld in artikel 7:600 BW indien het zaken betreft. In geval van registerzaken en aandelen op naam wordt dit echter wat lastig. Perrick⁴⁰ heeft gewezen op de goederenrechtelijke pro-

36 MvT Wtb (21127 nr 3), p. 9.

37 Zie R.J. Botter, in *Congres Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht*, TVVS 1995, nr. 95/12, p. 324, met de constatering van Perrick dat DNB slechts het vereiste stelt, dat de activa feitelijk worden afgescheiden en niet dat dit ook juridisch zo hoeft te zijn.

38 S.E. Eisma, *Eigendom ten titel van beheer naar komend recht*, Preadvies van de Vereniging Handelsrecht 1990, conclusie 9, p. 350.

39 Idem W. Snijders *Trustverdrag en Nederlands materieel recht* in *Van Rijn van Alkemade-bundel* 1993 p. 242. Anders K. Frielink in *Beleggingsfondsen De Naamlooze Vennootschap* jaargang 74, 1996 p. 150 die bestrijdt dat de Wtb dit toelaat; Frielink betoogt dat een beleggingsfonds niet als een gemeenschap kan kwalificeren; hij is het dan ook niet eens met het vonnis van de President van Rb Rotterdam van 17-8-1995 rolnr. 95/865 inzake VEB/OAMF waar het tegendeel werd uitgemaakt.

40 S. Perrick, *Effecten (algemeen deel)*, Serie Bank- en Effectenrecht nr 12, p. 78 e.v. 1991.

blemen die zich gaan voordoen in geval de deelnemers 'eigenaar' zijn. Artikel 3:96 BW bepaalt namelijk, dat de levering van een aandeel in een goed op overeenkomstige wijze geschiedt en overeenkomstige gevolgen heeft als geldt voor de levering van het goed zelf. De levering van een participatie in het fonds zal dan bijzonder ingewikkeld en kostbaar en wellicht wel feitelijk onmogelijk kunnen worden. Indien men voor deze weg kiest is de rol van de bewaarder uiteraard beperkt. Wel zal de bewaarder als hiervoor aangegeven zoveel mogelijk moeten meetekenen bij beschikingshandelingen.

2 Positie beheerder en bewaarder

De Wtb schrijft voor dat er bij een niet in een rechtspersoon ondergebrachte beleggingsinstelling een beheerder en een bewaarder moeten zijn die beide rechtspersoonlijkheid moeten hebben.⁴¹ In de praktijk is niet altijd even duidelijk wat nu precies de bevoegdheden van deze twee rechtspersonen moeten zijn.

Van belang is dat op grond van het bepaalde in artikel 3 Wtb de bepalingen van de Wtb zich in dit geval tot de beheerder richten en niet zoals dat bij een vennootschap het geval is tot de beleggingsinstelling zelf. Zo geldt bijvoorbeeld de vermogens eis van NLG 500.000,- in geval van een fonds voor de beheerder. Eigenlijk is dit raar, omdat in geval de beleggingsinstelling de vorm van naamloze vennootschap heeft er geen vermogens eisen gesteld worden aan de directie. De vermogens eis houdt daar in dat de naamloze vennootschap zelf een eigen vermogen moet hebben als hiervoor genoemd. Daarnaast geldt er bij beleggingsfondsen voor de bewaarder nog een vermogens eis van NLG 250.000,-. Indien er sprake is van een beleggingsinstelling van de enige omvang – we moeten daarbij bedenken dat een algemene doelstelling van de Wtb is het bevorderen van een adequate werking van de financiële markten, zodat kleine instellingen voor dat doel van de wet van minder belang zijn – zijn de bedragen die als vermogen aanwezig zijn een druppel op een gloeiende plaat als er iets mis gaat en men verhaal wil nemen op beheerder en of bewaarder. Ook beschermt de NLG 250.000,- voor de bewaarder beleggers niet afdoende indien de bewaarder voor meer fondsen als bewaarder optreedt.⁴²

In het prospectus⁴³ moet ten aanzien van de beheerder worden opgenomen voor welke beleggingsinstellingen hij deze functie vervult. De ratio van dit voorschrift is tweeledig. Aan de ene kant is de belegger daardoor op de hoogte van mogelijke conflicts of interest. Aan de andere kant is de belegger gewaarschuwd voor enige nadelige consequenties voor het vermogen van de beheerder die hun oorsprong vinden in

41 Zie noot 34.

42 Zie S. Perrick t.a.p. p. 79.

43 Zie voor de beheerder artikel 4.6 van Bijlage B bij artikel 6 van het Besluit toezicht beleggingsinstellingen

die andere activiteiten. Daarbij moet bedacht worden dat de beheerder ook na de verwerving van participaties door de deelnemer andere functies kan krijgen. Het is niet gebruikelijk dat het prospectus vermeldt dat de beheerder en bewaarder uitsluitend voor de desbetreffende beleggingsinstelling zullen optreden. Alleen bij commanditaire vennootschappen pleegt men zo'n regeling ten aanzien van de beherend vennoot vaker aan te treffen. De beherend vennoot zal dan geen andere activiteiten verrichten dan het zijn van beherend vennoot van de beleggingsinstelling. Gek genoeg ontbreekt in de Wfb een soortgelijke regeling voor de bewaarder. Ik zou dan ook willen voorstellen het Besluit toezicht beleggingsinstellingen aan te passen in die zin dat net als bij de beheerder de andere functies van de bewaarder vermeld moeten worden. In de praktijk pleegt men in het prospectus de andere functies van de bewaarder wel eens aan te treffen.

Hiervoor is al iets gezegd over formele aspecten van het vermogen van een fonds. Hoe gaan de verwerving van activa en het aangaan van verplichtingen nu in de praktijk in z'n werk? Daarbij speelt een rol dat ook het woord beheerder misleidend kan zijn, zeker als men daar de conclusie aan meent te moeten verbinden dat een beheerder slechts beheert en er daarnaast ook nog zoiets als beschikken is. Zoals uit het voorgaande blijkt plegen de vermogensbestanddelen van een fonds voor gemene rekening bij een bewaarder te worden ondergebracht. Als er iets mee moet gebeuren is de beheerder de initiator. De beheerder wil bijvoorbeeld dat het fonds ter belegging aandelen in een bepaalde ter beurze genoteerde vennootschap gaat aankopen. Dan neemt hij contact op met de bewaarder en de bewaarder koopt en verkrijgt bedoelde aandelen. Deze verkrijging is, zoals gezegd, naar mijn mening een verkrijging ten titel van beheer. Denkbaar is dat de beheerder daartoe een volmacht krijgt. We moeten dan niet uit het oog verliezen dat het de bewaarder blijft die een rechtshandeling gericht op verkrijging van aandelen aangaat. De gevolmachtigde valt er tussen uit zoals dat zo mooi heet. Onmiddellijk dient de vraag zich aan hoe ver men mag gaan met volmachtverstrekking door de bewaarder aan de beheerder omdat het verlenen van een volmacht in wezen een doorbreking van het systeem van twee sloten op de deur (het systeem dat beheerder en bewaarder beide iets moeten doen) kan betekenen. In de praktijk gaat DNB accoord met een systeem van volmachtverlening indien opgenomen wordt dat de bewaarder het recht heeft de transacties zonder kosten voor het fonds terug te draaien indien deze transacties niet in overeenstemming zijn met het in het prospectus gepresenteerde beleggingsbeleid van het fonds. Van dit terugdraaien zal in voorkomend geval in de praktijk echter weinig terecht kunnen komen omdat de bewaarder daar veelal niet de mogelijkheid voor heeft.

3 Alternatieven

Het onderscheid in regelgeving terzake bewaring van activa voor rechtspersonen en voor fondsen doet wat krampachtig aan.⁴⁴ Terecht merkt Perrick⁴⁵ op dat de verschillen tussen de regels voor fonds en vennootschap niet goed gemotiveerd zijn in de wetsgeschiedenis, waar voor ICBE's⁴⁶ in de vorm van rechtspersonen wel de eis van een bewaarder geldt. De vermogensseis voor de bewaarder snijdt zoals we hiervoor gezien hebben geen hout. In de praktijk blijken bovendien ondanks de voorgescreven onafhankelijkheid van beheerder en bewaarder deze vaak nauw met elkaar samen te werken. Met andere woorden, indien men iets kwaads in de zin heeft gebeurt dat. Twee sloten zijn dan effectief slechts één slot. Het voorkomen van snode plannen is denk ik ook niet de ratio van de regeling, omdat deze bij een rechtspersoon net zo goed kunnen ontstaan en er daar, met uitzondering van die ICBE's die een bewaarder moeten hebben, geen bewaarder hoeft te zijn. Het gaat erom, dat beleggers geen last moeten krijgen van 'persoonlijke' problemen van de bewaarder. Daarmee bedoel ik problemen die niets met de bewaring van het vermogen van het desbetreffende beleggingsfonds te maken hebben.

De regeling zou daarom aanmerkelijk versimpeld kunnen worden indien in de Wtb bepaald zou worden dat als bewaarder slechts kunnen fungeren (i) bewaarinstellingen verbonden aan onder toezicht staande banken en verzekeringsinstellingen en (ii) professionele bewaarinstellingen die aan bepaalde zware (vermogens)eisen voldoen. Deze instellingen zouden dan een algemene volmacht kunnen geven aan de beheerder tot het verrichten van al hetgeen past binnen het beleggingsbeleid van het fonds. De onder (ii) bedoelde instellingen zouden bijvoorbeeld onder het toezicht van de Stichting Toezicht Effectenverkeer kunnen worden gebracht en vergunningplichtig onder de Wte kunnen worden. De onder (i) bedoelde instellingen staan al onder toezicht. Met dit systeem is de kans op misstanden naar mijn mening gering. In het prospectus zou wel op het theoretische risico dat er toch iets mis kan gaan gewezen moeten worden.

Simpeler is nog de oplossing dat, indien men voor een fonds kiest er één rechtspersoon is die optreedt als beheerder en bewaarder en die geen andere activiteiten mag verrichten dan het beheren en bewaren van de activa van het desbetreffende fonds. Op die manier worden de belangen van de deelnemers naar mijn mening afdoende beschermd. In dit voorstel zou de vermogensseis voor de beheerder dan ook

44 W.C.L. van der Grinten, S.C.J.J. Kortmann, *Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving*, Preadvies van de Vereniging voor Effectenrecht 1994, hoofdstuk De Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) p. 21.

45 S. Perrick t.a.p. p. 80.

46 Zie de richtlijn van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 20-12-1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen van collectieve belegging in effecten (ICBE'S) (85/611/EEG), PB EC en de Richtlijn tot wijziging van 22-3-1988 (88/220/EEG), PB EG; zie ook art. 6 lid 5 Wtb.

moeten vervallen. Zoals hiervoor opgemerkt zou het meer voor de hand liggen om de vermogensseis van NLG 500.000,- voor het fonds zelf te laten gelden zoals die eis ook geldt voor beleggingsinstellingen in de vorm van een rechtspersoon. Voor de directie van een beleggingsmaatschappij geldt immers ook geen vermogensseis. Als entiteit voor de beheerder ligt de besloten vennootschap het meest voor de hand. Een nadeel van deze oplossing is echter dat (financiële) instellingen met veel fondsen geconfronteerd worden met de noodzaak om een groot aantal vennootschappen op te richten. Vervolgens hebben zij de administratieve rompslomp van één en ander. Dit is derhalve geen oplossing die in de praktijk met gejuich zal worden begroet.

De oplossing is naar mijn mening een wettelijke voorziening die inhoudt dat indien een Nederlands beleggingsfonds in de vorm van een fonds voor gemene rekening een Wtb-vergunning heeft verkregen het vermogen van dit fonds van rechtswege als afgescheiden geldt van dat van de beheerder zoals bepleit door Eisma.⁴⁷ Er ontstaat in dat geval een soort trustverhouding.⁴⁸ Een aparte bewaarder hebben we dan niet meer nodig. In onderdeel A heb ik betoogd dat een wettelijke regeling van het fonds voor gemene rekening ook de kwalificatieproblemen oplost. De Wtb kan aanzienlijk vereenvoudigd worden, indien de rol van bewaarders is uitgespeeld, tenzij er sprake is van een ICBF die een bewaarder dient te hebben.

Een mildere uitwerking van dit idee is een wettelijk zekerheidsrecht op de activa van het fonds ten behoeve van de deelnemers zoals ook houders van certificaten van aandelen dat hebben door het bepaalde in artikel 3:259 BW als ook bepleit door Eisma.⁴⁹ Deze oplossing acht ik echter voor de praktijk minder gelukkig omdat er een wezenlijk verschil is tussen het administratiekantoor en de bewaarder van een fonds. Immers het administratiekantoor houdt slechts aandelen ten titel van beheer en zal verder in de regel in het geheel geen verplichtingen aangaan. Veelal wordt bepaald dat de vennootschap waarvan de aandelen zijn gecertificeerd de kosten van het administratiekantoor voor haar rekening neemt. De bewaarder echter heeft activa ten titel van beheer, maar gaat ook op eigen naam verplichtingen aan die economisch behoren tot het vermogen van het fonds. Crediteuren zullen niet blij zijn met een wettelijk pandrecht op alle activa. Verder zullen de meeste activa van een beleggingsfonds zich niet lenen voor een wettelijk pandrecht.

Tenslotte vermeld ik de hiervoor door mij genoemde oplossing dat fondsen alleen een Wtb-vergunning krijgen indien zij zich georganiseerd hebben als commanditaire vennootschap. Deze oplossing is wel doelmatig, maar komt wellicht wat betuttelend over.⁵⁰

47 Zie ook noot 38; zie ook M.E.J. Klompé en H.W.R. Weststrate t.a.p. p. 81 en K. Frielink t.a.p. p. 151.

48 Zie noot 44.

49 S.E. Eisma. Trustachtige figuren in Nederland, *Tijdschrift voor Privaatrecht*, 1992 p. 1071.

50 Zie noot 30.

4 Conclusie

De regeling voor beheer en bewaring bij fondsen moet op de helling, waarbij het onder 3 genoemde alternatief van het afgescheiden vermogen van rechtswege mijn voorkeur heeft.

Een en ander is naar mijn mening goed in te passen bij het door mij hiervoor voorgestelde terugkeren van het fonds voor gemene rekening in de nieuwe wettelijke regeling voor de personenvennootschappen.

C BESLOTEN KRING IN ARTIKEL 4 LID 1 WTB

1 Inleiding

Op 20 mei 1999 heeft DNB een circulaire uitgegeven waarin nadere uitleg wordt gegeven over het begrip besloten kring in artikel 4, lid 1 Wtb.⁵¹ Uit de brief van DNB van 25 mei 1999 aan de beleggingsinstellingen die zijn ingeschreven in het register bedoeld in artikel 18 Wtb blijkt dat de circulaire in nauw overleg met het Ministerie van Financiën is opgesteld. Bedoelde brief geeft verder aan dat het in de circulaire geformuleerde beleid gebaseerd is op de memorie van toelichting bij de Wtb. Uit de door DNB in de brief uitgesproken verwachting dat met vaststelling van de circulaire duidelijkheid wordt verschaft ten aanzien van de vraag in welke gevallen een instelling valt onder het besloten kring criterium valt op te maken dat bedoeld criterium blijkbaar in de praktijk niet altijd probleemloos toe te passen was.⁵² Dat was ook zo en is helaas nog steeds het geval. In dit onderdeel wordt deze problematiek nader besproken en wordt bezien of de circulaire het beoogde licht in de duisternis brengt.

2 Wettelijk kader

Artikel 4 Wtb bepaalt dat het verboden is om in of vanuit Nederland buiten een besloten kring gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling waaraan geen vergunning is verleend te vragen of te verkrijgen dan wel rechten van deelneming in een dergelijke beleggingsinstelling aan te bieden. Doet men zo'n aanbieding buiten een besloten kring dan moet er, tenzij er sprake is van een vrijstelling, een vergunning zijn uit hoofde van de Wtb. Indien de beleggingsinstelling niet over de vergunning beschikt levert de aanbieding een economisch delict op door het bepaalde in artikel 39 Wtb. De toets of er al dan niet sprake is van een besloten kring is derhalve van groot belang indien men niet met de strafrechter geconfronteerd wenst te worden en niet van boetes houdt. Bovendien zouden de deelnemers in geval er ten onrechte geen Wtb-vergunning is aangevraagd en het fonds niet succesvol blijkt te zijn zich erop kunnen beroepen, dat hun overeenkomst tot deelneming ongeldig is en zij derhalve hun inleg terug willen hebben.⁵³ Voor de rechtszekerheid is dan ook essentieel dat er duidelijkheid is over het begrip besloten kring.⁵⁴

51 DNB volgde hierbij het goede voorbeeld dat de Stichting Toezicht Effectenverkeer (STE) op 6 mei 1998 had gegeven met de publicatie van Circulaire 98-001 inzake het begrip 'besloten kring' in artikel 3 lid 1 van de Wte.

52 W.C.L. van der Grinten en S.C.J.J. Kortmann t.a.p. p. 22.

53 Zie W.C.L. van der Grinten en S.C.J.J. Kortmann t.a.p. p. 22 e.v.

54 M.R. Mok in Regulerings effectenhandel TVVS 1985 NR85/1, p. 22 wees er ten aanzien van de Wet effectenhandel al op dat besloten kring een vaag begrip is.

De memorie van toelichting bij de Wtb maakt niet zoveel werk van de uitleg van het criterium besloten kring. Opgemerkt wordt dat het begrip eigenlijk dezelfde betekenis heeft als in de Wet Effectenhandel (Weh) – de voorloper van de Wte – en herhaalt drie criteria die, hoewel aspecten van het individuele geval daar ook altijd een rol speelden, van belang waren:

- de groep personen tot wie men zich wendt is beperkt van omvang, alsmede nauwkeurig omschreven;
- deze personen staan in een zekere relatie tot degene die het aanbod doet, respectievelijk de deelneming openstelt; dit impliceert dat er naast de financiële relatie tussen de betrokken partijen nog andere relaties aanwezig moeten zijn;
- bij de presentatie is duidelijk kenbaar gemaakt dat het ingaan op het aanbod of het deelnemen uitsluitend aan de groep personen is voorbehouden waarop de eerste en tweede overweging van toepassing is.

Interessant is de behandeling van het begrip besloten kring in het advies van de Raad van State (RvS) ten aanzien van de Wet effectenhandel (zie de artikelen 4, lid 1 en 9, lid 1 Weh). De RvS⁵⁵ constateert dat het wetsontwerp het optreden binnen een besloten kring terecht geheel vrij laat en voegt daar aan toe dat het gezien de strafbedreiging in het belang van justitiabelen is dat aan dit begrip een duidelijke inhoud wordt gegeven. De RvS verwijst naar de MvT waar opgemerkt wordt dat het niet wenselijk is om het begrip besloten kring op dat moment nader te concretiseren maar daarmee te wachten tot het tot stand komen van de Wte. De RvS was het met deze benadering niet eens. Hij stelt dat afgezien van de betekenis welke aan de beschouwingen over dit begrip in de MvT moet worden verbonden, de vraag rijst of de hiervoor genoemde drie voorwaarden alle gelijktijdig vervuld moeten zijn wil van een besloten kring sprake zijn. Geconstateerd wordt dan indien dit zo is de definitie wel erg beperkend is. Het is inderdaad zo dat de voorwaarden cumulatief zijn en gelijktijdig vervuld dienen te zijn.⁵⁶ De conclusie van de RvS dat de definitie wel erg beperkend is, is naar mijn mening feitelijk juist. De beperkingen zijn echter inhoudelijk terecht. Het opnemen van een vrijstelling van de vergunningplicht onder de Wtb is het formuleren van een uitzondering op de regel dat een vergunning nodig is. In de praktijk is er naar mijn mening eigenlijk alleen een legitiem belang voor de besloten kringen werknemers van een bedrijf, concernverband en familie. Alle andere besloten kringen hebben veelal iets gekunstelds en zijn vaak al dan niet creatieve opzetten die ten doel hebben de Wtb te ontlopen.

Terzijde noem ik hier het zogenaamde 'maatschapsbeleid' van DNB. Dit beleid houdt, kort gezegd, in dat een beleggingsmaatschap die in principe geen deelnemers meer toelaat omdat bijvoorbeeld het winkelcentrum waarin belegd wordt is aange-

55 Advies RvS Weh (18750), 2 augustus 1984, p. 3.

56 M.E.J. Klompé, Wet toezicht beleggingsinstellingen, NIBE-Bankjuridische Reeks 12, p. 22 e.v., 1992.

kocht met gelden die de beleggers hebben ingelegd aan DNB een verzoek kan doen om de vergunning in te trekken met ontheffing van het gebod dat dan geliquideerd wordt.⁵⁷ Ook kan men een zogenaamde tijdelijke vergunning aanvragen. De deelneming wordt dan slechts gedurende een bepaalde in het prospectus genoemde periode opengesteld. DNB stelt dat de maatschap vervolgens in besloten kring kan worden voortgezet als bedoeld in artikel 16, lid 4 Wtb.⁵⁸ Een echte besloten kring conform de hiervoor genoemde criteria is dit natuurlijk niet omdat de deelnemers slechts een financiële band hebben met degene die het aanbod heeft gedaan. Overigens is mij recent gebleken dat het maatschapsbeleid door DNB ook op rechtspersonen kan worden toegepast en niet alleen op beleggingsfondsen zoals artikel 16, lid 4 Wtb lijkt aan te geven.

De RvS bekritiseert het Weh-wetsvoorstel verder met de stelling dat in de MvT ten onrechte niet nader wordt ingegaan op het aldaar genoemde beleid dat zich had ontwikkeld in het kader van de toepassing van artikel 42 Wet toezicht kredietwezen (Wtk).⁵⁹ De Minister heeft hierop geantwoord dat hij van mening was dat de beschouwingen in de MvT over besloten kring voldoende concreet waren.⁶⁰ Hij stelt dat de in de MvT weergegeven overwegingen die naast aspecten van het onderhavige geval een rol spelen bij de beantwoording van de vraag of men zich tot het publiek wendt dan wel tot een besloten kring eveneens worden betrokken bij de interpretatie van het begrip publiek in het kader van artikel 42 Wtk en dat die tot dan voldoende adequaat bleken te zijn.

In de Eerste Kamer is door de leden van de V.V.D.-fractie nog aan de Minister de vraag voorgelegd of hen verzekerd kon worden dat ook personen die de lezers van een 'tipblaadje' benaderen onder het motto dat dit een besloten kring is geacht zullen worden zich aan overtreding van de Weh schuldig te maken indien zij geen toelating hebben verkregen.⁶¹

57 Zie Wtb-Actueel van DNB, juni 1998 en art 16 lid 3 Wtb.

58 M.E.J. Klompé, Wet toezicht beleggingsinstellingen, NIBE-Bankjuridische Reeks 12, p. 60, 61 1992; zie P. Klemann, Intrekking vergunning Wet toezicht beleggingsinstellingen, Vennootschap & Onderneming, mei 1991; zie ook Jaarverslag DNB 1991, p. 129.

59 Advies RvS Weh (18750), 2 aug. 1984, p. 3,4; Interessant in dit kader is ook de uitspraak HR 19 januari 1999, nr. 109.071 E met betrekking tot het begrip publiek in artikel 82, lid 1 Wtk. Het in dat artikel bedoelde verbod om gelden bij het publiek aan te trekken wordt hier overtreden geacht omdat verdachte op ontoelaatbare wijze buiten eigen kring gelden had aangetrokken bij niet-professionele partijen. Meteen valt op dat niet wordt gesproken van 'besloten kring', maar van 'eigen kring'. C.M. Grundmann-van de Krol gaat hier op in in haar noot in JOR (26 mei 1999, afl. 5, p. 676 e.v.). Zij stelt dat de HR 'buiten eigen kring' ziet als equivalent van 'buiten besloten kring', en dat de HR ook kijkt naar het aspect dat het om niet-professionele partijen ging en verwijst naar de parlementaire geschiedenis van de Wte. Het element professioneel is naar mijn mening met name van belang als een omstandigheid van het geval naast de hiervoor bedoelde drie criteria.

60 Nader Rapport Weh (18750), 16 nov. 1984, p. 11.

61 Voorlopig Verslag Van de Vaste Commissie voor Financiën, 8 okt. 1985, p. 2.

In de daarop volgende MvT⁶² leren wij dat het in het voornemen van de Minister lag bij de beoordeling van de vraag of in concrete situaties sprake was van handelingen in de besloten kring een restrictieve benadering te hanteren aan de hand van de meergenoemde criteria. De Minister voegde hieraan toe dat op basis van die overwegingen hij geen reden had om aan te nemen, dat personen van 'tipblaadjes' zich er met succes zullen kunnen beroepen op het feit dat de relatie tussen hen en hun lezerskring in de besloten kring ligt omdat immers bij het benaderen van lezers van 'tipblaadjes' als regel niet zal worden voldaan aan het criterium dat deze groep beperkt van omvang is alsmede nauwkeurig omschreven dan wel bepaald zal zijn terwijl bovendien als regel niet zal worden voldaan aan de voorwaarde dat naast de financiële relatie tussen de aanbieder en de lezer nog andere relaties aanwezig zijn. De zogenaamde 'tipblaadjes' plegen zowel door financiële instellingen als door personen van diverse pluimage te worden verspreid. Ik heb zo'n vermoeden dat de leden van de VVD-fractie met hun vraag met name aan figuren behorende tot laatstbedoelde groep gedacht hebben, de personen die vaak zogenaamd de gouden tip hebben waarbij het gevaar bestaat dat de tip meer wordt gegeven vanuit de gedachte dat de tipgever daar zelf iets leuks, als bijvoorbeeld frontrunning, mee moet kunnen doen. Het antwoord van de Minister is duidelijk: geen besloten kring.

Laten wij de eerste twee criteria nader beschouwen. Met toepassing van het derde criterium zal wel niemand grote problemen hebben. Alvorens hiertoe over te gaan dient niet onvermeld te blijven dat Klompé er terecht op heeft gewezen dat er naast de genoemde criteria nog een verborgen criterium is, te weten de eis dat de instelling ook na het beginstadium aan de drie criteria moet blijven voldoen wil er sprake blijven van een besloten kring. Met andere woorden toetreding moet beperkt zijn. Klompé stelt dat daarnaast ook de uittreding beperkt moet zijn. Deze stelling is echter naar mijn mening in zijn algemeenheid onjuist en overigens ook moeilijk in te vullen. Beleggers zullen veelal niet accepteren dat uittreding niet mogelijk is. Dit geldt zeker indien de beleggingen liquide zijn en het fonds de participaties zou kunnen inkopen. Het gaat naar mijn mening om de toetreding niet om de uittreding.⁶³

3 Groep personen dient beperkt van omvang te zijn

In de circulaire stelt DNB dat het gaat om de omvang van de groep aan wie men aanbiedt. Hoeveel personen uiteindelijk op het aanbod reflecteren is daarbij niet van belang.

Te vergeefs zoeken wij in de circulaire van DNB naar een getalscriterium. DNB stelt dat er geen getalsgrens gesteld kan worden vanaf waar een groep waaraan wordt

62 Memorie van Toelichting 7 okt. 1985, p. 2 en 3.

63 M.E.J. Klompé, Wet toezicht beleggingsinstellingen, NIBE-Bankjuridische Reeks 12, p. 211, 1992.

aangeboden niet meer als beperkt van omvang kan worden aangemerkt. Wel zegt DNB dat naarmate de groep personen groter wordt DNB extra betekenis toekent aan het tweede criterium de relatie die aanwezig moet zijn tussen deelnemers en degene die het aanbod doet.

De circulaire van DNB die zoals gezegd bedoeld is ter verduidelijking van het begrip besloten kring zorgt hier voor een aardige puzzel. De groep moet beperkt in omvang zijn. Wordt de groep groter, dan wordt een ander criterium de (intensiteit van de) relatie belangrijker. Logisch redenerend zitten we in de situatie dat de groep groter wordt maar niet te groot is, nog wel binnen het criterium beperkt van omvang, omdat we anders terecht gekomen zouden zijn bij een aanbieding buiten besloten kring. In de wiskunde bekruipt in dit soort situaties al snel het gevoel dat een vergelijking moet worden opgelost met te veel onbekenden. We weten niet welk getalscriterium in een concreet geval geldt; we weten ook niet bij welk aantal het tweede criterium belangrijker wordt.

Om het begrip besloten kring beter onder schot te krijgen maken we een uitstapje naar het relatie-criterium om daarna onmiddellijk weer terug te keren naar de beperkte omvang.

De circulaire van DNB geeft aan dat aanbiedingen aan werknemers van de aanbiedende instelling alsmede aan werknemers van groepsmaatschappijen en dochtermaatschappijen aanbiedingen binnen besloten kring zijn. Kortom we hebben hier een situatie bij de hand waar het begrip beperkt van omvang wordt opgerekt tot de grootste werkgever ter wereld en dus de facto wordt losgelaten. De intensiteit van de band werknemer/werkgever is blijkbaar voldoende.⁶⁴ Dat is daar dus de bovengrens. Overigens kan ik mij bij deze groep weinig voorstellen. Het gaat om werknemers van de aanbiedende instelling. De Wtb gaat echter over beleggingsinstellingen en dus praten we hier over werknemers van beleggingsinstellingen. Deze instellingen zullen in de regel een vergunning hebben zodat we aan de toets of het een besloten kring is niet toekomen. Als het geen beleggingsinstelling is komen we in de Wte terecht. Nu de mening van DNB blijkens de circulaire ook geldt voor een door de onderneming opgerichte stichting of andere rechtspersonen mits de oprichtende onderneming een controlerende meerderheid heeft in het bestuur daarvan is de hiervoor bedoelde bovengrens toch wel degelijk van belang. Indien bijvoorbeeld Philips een beleggingsfonds zou oprichten kan dit fonds voldoen aan het criterium besloten kring ook al kunnen er tienduizenden werknemers deelnemen.⁶⁵ Interessant is de vraag of een door de werkgever opgezet vehikel dat slechts aandelen houdt in de werkgever wel

64 Zie ook M.E.J. Klompé, *Wet toezicht beleggingsinstellingen*, NIBE-Bankjuridische Reeks 12, p. 23-1992. Destijds ging DNB er blijkbaar nog vanuit dat ook een groep werknemers te groot kon zijn. Met meerbedoelde circulaire is verduidelijkt dat werknemers een besloten kring vormen ongeacht het aantal; een soort uitzondering die de hoofdregel bevestigt.

65 De *Memorie van Toelichting* bij de Wtb ging nog uit van de gedachte dat in geval de werkgever een apart fonds zou oprichten de relatie doorbroken is en het fonds dus optreedt buiten besloten kring (MvT 21127 nr 3, p. 6).

altijd kwalificeert als een beleggingsinstelling. In de circulaire van DNB en in de wetsgeschiedenis wordt daar stilzwijgend vanuit gegaan. Ik vraag mij echter af of hier wel sprake is van beleggen. In de praktijk gaat DNB daar wel van uit. Een vergelijking met de positie van holdingmaatschappijen dringt zich hier op. Holdingmaatschappijen plegen in de regel niet als beleggingsmaatschappijen te worden aangemerkt.

DNB pleegt ook beleggingsholdingmaatschappijen⁶⁶ niet als beleggingsinstellingen te zien indien deze zelf ter beurse genoteerd zijn en slechts aandelen in één andere ter beurse genoteerde onderneming houden zoals bijvoorbeeld Dordsche Petroleum, welke vennootschap slechts aandelen houdt in Koninklijke Olie⁶⁷. Dit niet gepubliceerde beleid van DNB houdt voorts in dat de maatschappijen bijvoorbeeld niet in opties in Koninklijke Olie mogen investeren. De beleggingsholdingmaatschappijen doen eigenlijk niets anders dan de vehikels waarin werknemers kunnen deelnemen. Voor die werkgevers die zelf ter beurse genoteerd zijn⁶⁸ is er geen enkel verschil. Zij zouden een beroep moeten kunnen doen op dit beleid. DNB zou deze materie naar mijn mening moeten heroverwegen.

Indien het desbetreffende vehikel waarin werknemers kunnen deelnemen geen beleggingsinstelling is valt de aanbieding wel onder de werking van de Wte en zal men moeten bezien of aan de daarvoor geldende vrijstellingsregeling wordt voldaan. Overigens zou men ook ingeval wel sprake is van een beleggingsinstelling en DNB de aanbieding als een aanbieding binnen besloten kring ziet ook nog na moeten gaan of de STE dit ook zo ziet. De Wte en de daarbij behorende regelingen bepalen immers niet dat de Wte in dat geval niet van toepassing is. Doublures worden alleen voorkomen ingeval de Wtb een vrijstelling geeft. Bijzonder vervelend in dit kader is dat de circulaires van DNB en de STE voor dit vraagstuk verschillende regelingen geven, waar de wetgever beoogd heeft dat het begrip besloten kring voor beide wetten dezelfde inhoud heeft.

66 P.R. Leenders, Stapelstructuren en de Wet toezicht beleggingsinstellingen ('Wtb') Tijdschrift voor Effectenrecht 1999-nr. 6 p. 115 e.v.; zie het preadvies van N.V. Ponsen.

67 Indien het ten tijde van het schrijven van dit preadvies aangekondigde mogelijke bod op diverse van deze maatschappijen succesvol zal zijn is dit beleid voor de praktijk even van minder belang dan thans.

68 Met P.R. Leenders t.a.p. p. 118 vraag ik mij overigens ook af waar de eis van beursnotering vandaan komt; als reden van deze eis valt alleen aan te wijzen de hoeveelheid informatie die beursfondsen moeten verstrekken en het toezicht daarop van de beurs.

Nu een één op één aanbieding niet onder de Wtb⁶⁹ valt is de kleinste groep tot wie men zich richt een groep bestaande uit twee personen.

Tussen twee en tienduizenden zit van alles. Laten wij proberen om nog wat meer duidelijkheid te krijgen.

In de wetgeschiedenis van de Weh vinden we nog het voorbeeld van het kleinschalige verenigingsverband waar toetreding tot de beleggingsinstelling tot de leden van de vereniging beperkt is.⁷⁰

De memorie van toelichting bij bedoelde wet werkt dit voorbeeld niet uit en geeft ook geen andere voorbeelden van groepen van beperkte omvang. Het voorbeeld van de vereniging is naar mijn mening om twee redenen ongelukkig. Ten eerste waarom zou een vereniging zich op dit terrein begeven? Waarom zouden de leden van een vereniging niet beschermd moeten worden tegen afdwalingen van de leden van het bestuur? De circulaire van DNB geeft aan, dat de relatie tussen de aanbieder en de deelnemers zodanig moet zijn dat alleen al daardoor de bijzonderheden van de instelling en de aangeboden gelden of goederen aan de deelnemers bekend zijn en werkt dit verder uit. Ik kom daar nog op terug en zal dan aantonen dat verenigingen geen relaties hoeven te hebben met leden waarvan beschermende werking uitgaat. Ik vermoed, mede gezien het feit dat de volgende zin in de memorie van toelichting gaat over de uitleg van het begrip besloten kring in het kader van artikel 42 van de Wtk, dat men dit voorbeeld heeft geleend uit de praktijk bij de Wtk. Het is immers wel goed denkbaar, dat verenigingen zo af en toe wat gelden aantrekken bij hun leden bijvoorbeeld voor de bouw van nieuwe accommodatie. Ten tweede stelt de Memorie van Toelichting bij de Wtb⁷¹ als eis dat de toetreding tot de vereniging beperkt dient te zijn. Rek⁷² merkt terecht op dat dit vereiste bij verenigingen lastig kan zijn. De ene vereniging heeft wel ballotage de andere niet. Het gaat er uiteraard om of men daadwerkelijk een band heeft met de vereniging en dat er niet een vereniging wordt opgezet met het doel een besloten kring voor de Wtb te vormen. Ook door deze complicaties is het voorbeeld van de vereniging ongelukkig. Samenvattend geeft de memorie van toelichting ons dus afgezien van de relatie werkgever/werknemer slechts één voorbeeld en dan ook nog één waar we naar mijn mening niet veel aan hebben.

69 Zie voor de één op één aanbieding in Wte-verband ook de Circulaire 98-001 van de Stichting Toezicht Effectenverkeer van 6 mei 1998, punt 2 en ook het Tjoeroeg-arrest HR17-12-1996 NJ 1998/21, waar wij de volgende passage aantreffen: 'Opmerking verdient dat toepassing van het in artikel 4 eerste lid (Weh, PK), vervatte verbod door de wetgever klaarblijkelijk niet is beoogd voor die gevallen waarin sprake is van een aanbieding van effecten aan één persoon of rechtspersoon. Daarbij kan worden gedacht aan transacties waarbij twee partijen onderhands onderhandelingen voeren over een overname of een deelname in het kapitaal van een vennootschap, waarbij immers het belang van een dergelijke potentiële deelnemer bij een adequate informatievoorziening omtrent "de aard van het aangebodene en de risico's die men loopt" geen wettelijke bescherming behoeft'.

70 Memorie van Toelichting Weh (18750, nr 3) p. 11.

71 Memorie van Toelichting Wtb (21127, nr 3) p. 6.

72 H.L.M. Rek, TVVS 1994, nr 94, 12 p. 324, 325.

Wat is kleinschalig? Is het 50, 100, 200, 300 of wellicht een hoger aantal? Het is moeilijk om daar in algemene zin een antwoord op te geven. De memorie van toelichting bij de Wtb herhaalt het hiervoor genoemde voorbeeld van de kleine vereniging en voegt hier aan toe dat het besloten kring criterium in de praktijk goed hanteerbaar blijkt te zijn. Toch was de meerbedoelde circulaire van DNB blijkbaar nodig en lijken zelfs daarmee de onduidelijkheden nog geenszins weggenomen te zijn.

In de praktijk wordt toch wel eens een getalsgrens genoemd door DNB. De magische grens van beperkte omvang bleek bij 100 te liggen in een mij bekend concreet geval. Ik benadruk dat in de wetsgeschiedenis duidelijk wordt gemaakt dat naast de drie criteria de aspecten van het individuele geval een rol spelen.

Uit het vorenstaande mag blijken dat aan een aantal in een concrete zaak niet te veel betekenis mag worden gehecht. Toch helpt het noemen van aantallen in concrete gevallen bij het doorgronden van het begrip besloten kring. Van deze cliënt begreep ik overigens dat 100 ook de grens was voor filmvoorstellingen binnen besloten kring. Of dit zo is heb ik niet geverifieerd.⁷³

Uit het voorgaande blijkt wel dat we met het criterium beperkt van omvang alle kanten op kunnen. Zelfs indien men een casus aan DNB heeft voorgelegd is het ook met een positief antwoord van DNB nog niet 100% (rechts)zeker. Uiteindelijk bepaalt de rechter of artikel 4 Wtb al dan niet overtreden is. Tegen de uitspraak van DNB staat geen bezwaar of beroep open. Wel staat een vermeende overtreder van het verbod naar mijn mening sterk indien DNB hem schriftelijk heeft bevestigd, dat het naar de mening van DNB een aanbieding in besloten kring betreft. Immers indien DNB het niet weet, wie dan wel. Er zou overigens iets voor te zeggen zijn om DNB meer bevoegdheden te geven in dit kader. Niet goed valt in te zien waarom DNB de uiteindelijke beslissing niet mag nemen en deze rol wordt gegeven aan de toch al overbelaste rechterlijke macht. Beslissingsmacht van DNB in dit kader valt kennelijk in de ogen van de wetgever minder goed in te passen in het systeem van ons bestuursrecht.

73 Aardig is het onderzoek dat F.J. van Ommeren en J. Wessels blijkens hun artikel 'besloten kring' in de Wet effectenhandel, TVVS 1988, nr. 88, 2 p. 43 e.v., hebben gedaan naar de betekenis van het begrip besloten kring in de Loterijwet (inmiddels vervangen door Wet op de Kansspelen) en de Auteurswet. Zij verwijzen naar HR 22 juni 1908, W8134 en andere oude uitspraken. De band tussen de kringgenoten blijkt hier belangrijk te zijn. Aan de ene kant is er dus de band van een deelnemer met de 'aanbieder' en aan de andere kant de band tussen de kringgenoten onderling. Uit het door Van Ommeren en Wessels genoemde Caritas-arrest uit 1959 blijkt dat voor een besloten kring zelfs de eis gesteld werd dat de leden van een vereniging de mogelijkheid moesten hebben elkaar persoonlijk te leren kennen. Het aantal leden moest dus dermate beperkt zijn dat dit redelijkerwijs mogelijk was.

4 De zekere relatie tot degene die het aanbod doet

Hiervoor zagen wij dat uit de wetsgeschiedenis van de Weh en van de Wtb blijkt dat er naast de financiële relatie tussen de betrokken partijen nog andere relaties moeten bestaan.⁷⁴ De circulaire van DNB geeft aan dat van een zekere relatie tussen de aanbieder en de deelnemers sprake is indien deze relatie juridisch objectiveerbaar is en dat de relatie zodanig moet zijn, dat alleen al daardoor de bijzonderheden van de instelling en de aangeboden gelden of goederen aan de deelnemers bekend zijn. Het valt op dat DNB spreekt over aangeboden gelden of goederen.⁷⁵ Het belang daarvan kan ik niet goed inzien. Artikel 4, lid 1 Wtb bepaalt, dat het verboden is om in of vanuit Nederland buiten een besloten kring gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling waaraan geen vergunning is verleend, te vragen of te krijgen dan wel rechten in een dergelijke beleggingsinstelling aan te bieden. Van aangeboden gelden of goederen is vooralsnog geen sprake. De instelling vraagt gelden of goederen aan de beoogde deelnemers. Dat deze daarvan de bijzonderheden weten staat buiten kijf. Bedoeld zal zijn dat de deelnemers bekend zijn met het doel waarvoor van hen gelden en goederen worden gevraagd. Vervolgens stelt DNB dat de relatie aantoonbaar dient te bestaan voordat een aanbod wordt gedaan tot toetreding tot een beleggingsinstelling en dat de ratio achter de eis van een al bestaande juridische objectieveerbare relatie er in gelegen is dat daarvan een zekere beschermende werking uitgaat. De juridisch objectieveerbare relatie dient zodanig te zijn dat degenen tot wie het aanbod is gericht redelijkerwijze over voldoende kennis kunnen beschikken over de feiten en omstandigheden die van belang zijn om tot een beslissing te komen om al dan niet op het aanbod in te gaan. DNB stelt dat de feiten en omstandigheden in dit verband ten minste betreffen de informatievoorziening en bekendheid met degene die kan besluiten over het fondsvermogen. Bedoeld zal zijn het vermogen van de beleggingsinstelling.

Ik benadruk dat in de wetsgeschiedenis van de Weh gezegd wordt dat er tenminste drie relaties moeten bestaan tussen aanbieder en deelnemer waarvan de financiële relatie aanbieder/deelnemer er in ieder geval één is. Drie relaties omdat gesproken wordt van 'relaties' naast de financiële relatie. Of dit meervoud inderdaad zo bedoeld is kan men zich echter afvragen. Het vinden van één extra relatie is al niet eenvoudig

74 Zie H.J. Sachse, De onvermoede gevolgen van een overname, TVVS 1989, NR89/12 p. 298, die pleit voor het schrappen van deze eis omdat volgens hem aandelenoverdrachten in het kader van transacties daardoor onder het verbod zouden vallen, zie over dit aspect ook M.C.M. van Dijk, TVVS 1991 NR91, 8 p. 205 die het niet eens is met deze conclusie van H.J. Sachse; zie ook noot 69 ten aanzien van het Tjoeroeg-arrest, waar is bepaald dat doel en strekking van artikel 4, lid 1 Weh met zich meebrengen deze bepaling aldus op te vatten dat van een besloten kring als aldaar bedoeld slechts sprake kan zijn voorzover tussen de effecten uitgevende instelling en de effecten nemende leden van die kring tevoren reeds een zodanige relatie bestond dat die leden daardoor van de bijzonderheden van de uitgevende instelling en van de aangeboden effecten redelijkerwijze op de hoogte konden zijn.

75 Het valt in het bijzonder op dat DNB een iets andere formulering kiest dan de Hoge Raad in het hiervoor genoemde Tjoeroeg-arrest.

laat staan twee of meer. Bij de behandeling van het vorige criterium zagen wij in de wetgeschiedenis het voorbeeld van een kleine vereniging. Kennelijk is daar één extra relatie voldoende. Of denkt men aan de relatie met de vereniging als één relatie en de relatie met de overige leden als een separate relatie? Laatstbedoelde relatie is echter geen relatie met de vereniging. In de praktijk vindt DNB één andere relatie voldoende.⁷⁶ Zoals ik hiervoor al opmerkte is dit voorbeeld van de vereniging naar mijn mening onjuist en overgewaaid uit de praktijk van de Wtk.

Zoals hiervoor al verdedigd zou naar mijn mening de wet het besloten kring criterium moeten inkorten tot de relatie werkgever/werknemer, concerns, en tot familie. Indien in de praktijk mocht blijken dat er nog andere relaties zijn die in dit kader relevant zijn, zouden deze kunnen worden toegevoegd. Ik betwijfel overigens of andere relaties een zinvolle aanvulling van het criterium zullen opleveren. In de praktijk heb ik aan DNB wel eens de vraag voorgelegd of een bepaalde groep religieuze instellingen gezien zou kunnen worden als een besloten kring. Alhoewel we daar toen niet uitgekomen zijn zou ik mij kunnen voorstellen dat hier onder omstandigheden een besloten kring geconstateerd zou kunnen worden vergelijkbaar met de besloten kring concernverband. Indien hier bij de deelnemers sprake is van treasury-afdelingen zou men ook kunnen denken aan de vrijstelling voor professionele beleggers.

Op de vrijstelling voor professionele beleggers ga ik in dit preadvies niet in. Toch zou de hele besloten kring discussie weer iets eenvoudiger worden indien er naast de ondergrens van NLG 25.000,- in de regeling voor kleine instellingen er ook een bovengrens komt in die zin, dat indien beleggers voor bijvoorbeeld ten minste EUR 100.000,- moeten deelnemen deze geacht worden professionele beleggers te zijn. Deze vrijstelling lijkt dan op de coupurevrijstelling van NLG 100.000,- in de Wte. Ten aanzien van laatstbedoelde vrijstelling is mij overigens niet duidelijk waarom de coupure per se NLG 100.000 moet zijn om van deze vrijstelling gebruik te kunnen maken en waarom de regeling niet simpel inhoudt dat men voor ten minste NLG 100.000,- moet deelnemen ongeacht de coupure. Indien men voor een naamloze vennootschap kiest is een coupure van NLG 100.000,- niet handig. Na dit zijpad weer terug naar de besloten kring.

Klompé noemt nog de vriendenkring en de kring van personen met (hechte) banden van persoonlijke aard. Ik betwijfel ernstig of we die kant op moeten gaan.⁷⁷ Een vriendenkring is soms te makkelijk te vinden en een en ander leidt naar mijn mening alleen maar tot problemen ook voor de initiatiefnemers indien het minder goed gaat. De kans bestaat dat de vriendschap dan wat bekoelt en er ex-vrienden zijn die gaan

76 M.E.J. Klompé, Wet toezicht beleggingsinstellingen, NIBE-Bankjuridische Reeks 12, p. 23-1992 en zie ook de Circulaire van DNB over het begrip besloten kring.

77 De Wte-circulaire 98-001 van de STE van 6 mei 1998 rekende al af met dit idee; in punt 2 lezen wij 'Een relatie van vriendschap en dergelijke (dit staat er echt zo! PK) wordt niet beschouwd als een "zekere relatie".' Geïnspireerd door de Wte-circulaire heeft DNB in haar eigen circulaire over dit onderwerp op p. 3 expliciet vermeld dat vriendenrelaties geen juridisch objectieveerbare relaties zijn.

betogen dat er eigenlijk een Wtb-vergunning had moeten zijn, met alle consequenties van dien.⁷⁸ Indien gewenst zou men ook een beleggingsclub kunnen vormen. Daarvoor bestaat sinds kort een vrijstelling indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan.⁷⁹ Met de verschijning van de Regeling Wet toezicht beleggingsinstellingen⁸⁰ is er meer duidelijkheid gekomen over de positie van kleine instellingen als bijvoorbeeld beleggings(studie)clubs. In de toelichting lezen wij dat in de praktijk is gebleken dat er kleine beleggingsinstellingen bestaan die niet aan het besloten kring-criterium voldoen en zodoende vergunningplichtig zijn. Daarbij wordt blijkens de toelichting gedacht aan kleine particuliere initiatieven waarbij er tussen de deelnemers (N.B. het valt op dat hier ineens van een relatie tussen de deelnemers wordt gesproken terwijl het in meerbedoeld criterium steeds gaat over de band met de instelling zelf) geen objectificeerbare relatie bestaat, maar waarbij het aantal deelnemers en de in te leggen bedragen beperkt zijn, waardoor het aanbod en de daaraan verbonden risico's voor de (potentiële) deelnemers te overzien zijn. De Minister van Financiën acht het nodig noch doelmatig om deze kleine instellingen onder bewind te stellen omdat de beperkte omvang van de instellingen waarborgt dat de deelnemers inzicht hebben in (de uitvoering van) het beleggingsbeleid, de bestuurders kunnen controleren en ook over voldoende informatie kunnen beschikken. Hij voegt hieraan toe dat tot dan toe incidenteel door DNB een enigszins ruimere uitleg werd gegeven aan het begrip besloten kring. De gewijzigde regeling geeft duidelijke criteria. Zo kunnen er bijvoorbeeld ten hoogste 25⁸¹ natuurlijke personen deelnemen en mag er niet meer dan NLG 20.000,- per deelnemer worden ingelegd. Door de grens van 25 kunnen de in de wetsgeschiedenis van de Weh en Wtb genoemde kleine verenigingen als bijvoorbeeld sportverenigingen niet met de nieuwe regeling uit de voeten indien zij, wat veelal het geval zal zijn, meer dan 25 leden hebben. Dat is geen probleem omdat deze verenigingen zich naar mijn mening niet met het opzetten van beleggingsinstellingen moeten bezighouden, dit onder het motto dat schoenmakers zich bij hun leest moeten houden. Wil men toch erg graag die kant op, dan moet men maar een vergunning aanvragen.

In de circulaire zegt DNB nog, dat naar de mening van DNB niet juridisch objectificeerbare relaties de kennis-, vrienden-, burens- of collegarelaties zijn en dat een zakelijke relatie, zoals het zijn van cliënt van een bepaald kantoor of deelnemer in een

78 Zie noot 53.

79 In de in noot 76 gemelde publikatie ging M.E.J. Klompé, destijds adjunct-afdelingsdirecteur Toezicht-algemene zaken DNB er, waarschijnlijk geïnspireerd door het meer genoemde voorbeeld van de kleine vereniging, nog vanuit, dat beleggings(studie)clubs konden voldoen aan het besloten kring criterium.

80 Wijziging Regeling Wet toezicht beleggingsinstellingen 10 mei 1999 (Staatscourant 1999, nr 94/p. 6). Dit betreft een wijziging van de Regeling van 9 okt. 1990 tot uitvoering van art 14 Wtb.

81 Het valt op dat J.R. Schaafsma t.a.p. op p. 109 dit aantal al in 1986 bij wijze van voorbeeld in algemene zin noemde; Schaafsma spreekt kritisch over het begrip besloten kring en doet een aantal voorstellen waar het geheel vrij laten van bedoeld aantal er één van is.

andere beleggingsinstelling van de aanbieder door DNB als een uitsluitend financiële relatie wordt beschouwd en niet als een zekere relatie naast de financiële relatie.

Zoals gezegd acht DNB aanbiedingen aan werknemers van de aanbieder alsmede aan werknemers van groepsmaatschappijen en dochtermaatschappijen aanbiedingen binnen besloten kring. De circulaire verduidelijkt, dat DNB onder werknemers natuurlijke personen verstaat met een arbeidsovereenkomst met de aanbieder onderneming overeenkomstig artikel 7:610 BW en dat indien wordt aangeboden aan personen met een arbeidsovereenkomst voor bepaalde tijd in de aanbieder een beëindigingsregeling van de deelname opgenomen dient te worden. Dit is begrijpelijk omdat dan de hiervoor genoemde beschermende werking niet meer in volle omvang aanwezig zal zijn. Verder is van belang dat de aanbieder volgens de circulaire ook kan worden verricht door een door de onderneming opgerichte stichting of andere rechtspersoon mits de oprichtende onderneming een controlerende meerderheid in het bestuur van die stichting of andere rechtspersoon heeft. Allereerst valt op dat de regeling van werknemers/werkgevers anders is dan in meergenoemde circulaire van de Stichting toezicht effectenverkeer.⁸² Het is ongelukkig dat de STE en DNB niet gezamenlijk een circulaire hebben gemaakt over de besloten kring dan wel een en ander beter hebben afgestemd. Het begrip is op zich al lastig. Twee afwijkende circulaire over hetzelfde onderwerp bevorderen de rechtszekerheid niet. Verder valt op dat door DNB nadrukkelijk wordt gesproken over een 'stichting of andere rechtspersoon'. Ik vraag mij af of er bewust voor is gekozen om fondsen uit te sluiten. Waarschijnlijk berust deze uitsluiting op een vergissing en kunnen ook fondsen gebruik maken van deze mogelijkheid. Mij is een recent geval bekend waar

82 De STE stelt in haar circulaire over besloten kring dat onder meer van belang is voor het bestaan van 'een zekere relatie' in de zin van de MvT dat de werknemers een arbeidscontract hebben. De duur van dit contract is niet van belang. De volgende personen worden door de STE niet als werknemer gezien:

- een uitzendkracht;
- projectmedewerkers zonder arbeidscontract;
- een beoogd commissaris;
- leveranciers van de uitgevende instelling; en
- adviseurs van de uitgevende instelling.

De STE stelt dat in de praktijk wel eens aanbiedingen door werkgevers aan zeer grote aantallen werknemers ter beoordeling worden voorgelegd en dat tot dusver de STE in de haar voorgelegde gevallen deze aanbiedingen als aanbiedingen binnen een besloten kring heeft gezien.

Van belang is verder dat de STE volgens de circulaire van mening is dat wanneer de aanbieder aan werknemers wordt gedaan door een andere rechtspersoon dan de werkgever (ook hier weer rechtspersoon! PK), bijvoorbeeld doordat er een Stichting Administratiekantoor of een 'employee trust' wordt geplaatst tussen de werkgever en de werknemers van de uitgevende instelling de betreffende rechtspersoon bij de beoordeling of er sprake is van een besloten kring weggedacht wordt. Er moet dan wel sprake zijn van een nauwe band tussen de uitgevende instelling en het vehikel. Volgens de circulaire is er bijvoorbeeld sprake van een nauwe band indien van de uitgevende instelling gelieerde personen zitting hebben in het bestuur van het vehikel. Er wordt dus niet over een controlerende meerderheid in het bestuur gesproken zoals de circulaire van DNB dat doet.

DNB geen probleem maakte van het feit dat de instelling een fonds was waarin werknemers konden deelnemen. Met stichting wordt denk ik met name bedoeld op een stichting-administratiekantoor.

Tenslotte merk ik nogmaals op, dat nader bezien moet worden of een vehikel dat slechts aandelen houdt in de werkgever wel kwalificeert als een beleggingsinstelling. Naar mijn mening is in dit geval van beleggen geen sprake. Het zou aardig zijn indien DNB zich daarover nader zou uitspreken omdat DNB tot nu toe lijkt aan te nemen dat er in die situatie wel sprake is van beleggen.

5 Conclusie

Het begrip besloten kring zou vooralsnog beperkt moeten worden tot de kringen:

- werknemer/werkgever, en alles wat daarbij komt als er andere vehikels worden gebruikt, hetgeen veelal het geval zal zijn;
- concerns; en
- familie.

Verder zouden de STE en DNB naar mijn mening gezamenlijk een eenduidige circulaire moeten opstellen over het begrip besloten kring. Het valt immers niet goed in te zien dat waar de wetgever zoals gezegd stelt dat de begrippen in de Wte en Wtb dezelfde inhoud hebben, de toezichthouders de mogelijkheid moeten hebben de begrippen anders te interpreteren. De rechter zal als het puntje bij paaltje komt naar mijn mening moeten zoeken naar een eenduidige interpretatie van het toch al moeilijke begrip besloten kring. Justitiabelen zouden naar mijn mening voor één van beide ankers (interpretatie STE of DNB) kunnen gaan liggen ongeacht of het nu een Wte- of Wtb-zaak is. Toch zal men dit waarschijnlijk niet doen, omdat met de strijd met de desbetreffende toezichthouder niet snel zal willen aangaan. Dit betekent dat men veelal de circulaire van de desbetreffende toezichthouder zal volgen. Een gezamenlijke circulaire van STE en DNB kan het begrip besloten kring verduidelijken.

D PARAPLUFONDSEN

1 Inleiding

Een enkele Nederlandse beleggingsinstelling is vormgegeven als paraplufonds. Onder paraplufonds pleegt te worden verstaan één beleggingsinstelling die meerdere typen aandelen dan wel bewijzen van deelgerechtigdheid als beleggingsprodukt aanbiedt. Indien het een naamloze vennootschap is zijn er veelal aandelen met diverse letteraanduidingen. Artikel 2:67 lid 1 BW bepaalt, dat indien er verschillende soorten aandelen zijn de statuten het aantal en het bedrag van elke soort vermelden. Aan paraplufondsen besteedt het BW geen aandacht.

Iedere soort aandelen van een paraplufonds heeft zijn eigen beleggingsbeleid. Boekhoudkundig worden de vermogensbestanddelen van de beleggingsinstelling voor iedere soort aandelen apart geadministreerd. Van een afgescheiden vermogen in de zin van het BW is echter geen sprake.

Men kiest voor een paraplufonds omdat men in dat geval op de kosten kan besparen en gemakkelijk nieuwe fondsen kan introduceren.

In andere landen als bijvoorbeeld Luxemburg en Ierland is het aantal paraplufondsen aanzienlijk groter dan het handjevol dat Nederland heeft. Zo zijn er in Luxemburg ruim 800 paraplufondsen; deze hebben duizenden subfondsen.

Bij de vormgeving van paraplufondsen moet rekening worden gehouden met de mogelijkheid dat de ene soort verlies maakt en de andere winst. In dat geval zou, indien de bedragen gelijk zijn, geen winst kunnen worden uitgekeerd, omdat het ten slotte één entiteit is. De praktijk heeft daar de hieronder te bespreken oplossing gevonden. Verder dient bij ICBE's rekening te worden gehouden met de daarvoor geldende beleggingsbeperkingen. In dit onderdeel D wordt kort ingegaan op het fenomeen paraplufondsen.

2 Vormgeving paraplufonds

Indien men de keuze heeft gemaakt voor het paraplufonds in de vorm van een naamloze vennootschap, zal men bij de start moeten bedenken hoe het aandelenkapitaal wordt ingevuld. De vragen die dan in ieder geval beantwoord moeten worden zijn: 1. Hoeveel soorten aandelen moeten er komen? 2. Hoe is de verdeling van het bij de oprichting beschikbare maatschappelijk kapitaal over de soorten aandelen? 3. Wat wordt de coupure van de aandelen? 4. Wat is de verhouding geplaatst kapitaal agio? Op deze vier vragen zal ik kort ingaan.

Vraag 1

Het antwoord op de vraag hoeveel soorten aandelen men moet nemen is uiteraard sterk afhankelijk van de plannen van de initiatiefnemer. Indien men concrete plannen heeft voor bijvoorbeeld vijf soorten aandelen zou men kunnen kiezen voor tien. Er is

dan nog ruimte voor nieuwe producten. In de praktijk ziet men wel dat de statuten een mechanisme bevatten om niet geplaatste aandelen van de ene soort om te zetten in aandelen van een andere soort. De bevoegdheid daartoe ligt veelal bij het bestuur. In dat geval stelt DNB veelal de eis dat de wijzigingen in het maatschappelijk kapitaal aan DNB worden opgegeven. Indien men dit mechanisme opneemt zou men ook voor een groter aantal soorten kunnen kiezen. De verdeling over de soorten is dan flexibel. Het mechanisme is bedacht voor soorten financieringspreferente aandelen van ter beurze genoteerde vennootschappen en is daarna overgenomen door diverse parapfondsen. Indien men bedoeld systeem niet heeft kan men uiteraard werken met een 'normale' statutenwijziging. Dit is echter duurder en bewerklijker.

Vraag 2

Bij de verdeling over de soorten moet men een inschatting maken van het te verwachten succes van die soorten. Het bij de beantwoording van vraag 1 genoemde mechanisme kan hier nuttige diensten verrichten. Is een soort minder succesvol dan gedacht, dan kan een deel van het beschikbare maatschappelijk kapitaal van die soort worden overgeheveld naar andere soorten.

Vraag 3 en 4

Veelal zal men de coupure van de aandelen laag stellen en met een groot agio werken. Op die manier kan men beter met het maatschappelijk kapitaal uit de voeten en ontstaan er per soort aandelen vrije reserves die benut kunnen worden om verliezen die bij een bepaalde soort horen af te boeken. Daardoor blijft het mogelijk om bij andere soorten winst uit te keren terwijl per saldo de vennootschap geen winst heeft gemaakt. In dit kader wordt wel gesproken van besmettingsgevaar. Het gevaar bestaat dat soorten last hebben van de resultaten van andere soorten. Afhankelijk van de aard van de beleggingen kan men dit risico nagenoeg uitsluiten door een goede verhouding te kiezen tussen aandelenkapitaal en agio. Indien de nominale waarde van de aandelen een euro (EUR 1,-) is en de stortingsplicht vijftig euro (EUR 50,-) moet er wel heel veel gebeuren om het agio van negenenveertig euro (EUR 49,-) verloren te laten gaan. Indien een soort zich echter zou toeleggen op risicovolle opties zou dit denkbaar zijn. Risicovolle beleggingen zijn daarom naar mijn minder geschikt voor parapfondsen.

3 ICBE-consequenties

Het is het beleid van DNB om de beleggingsbeperkingen die voor ICBE's gelden op de hele vennootschap te laten slaan, en niet op de soorten aandelen afzonderlijk. Hiermee moet rekening worden gehouden als het mogelijk is dat verschillende soorten aandelen in dezelfde objecten beleggen.

4 Toevoegen nieuwe soorten

Indien nieuwe soorten worden toegevoegd kan dit met een aanvullend prospectus. Het aanvullend prospectus pleegt slechts enkele pagina's te bevatten, de specifieke karakteristieken van de nieuwe soort. Bij een 'gewone' beleggingsinstelling kan men geen soorten toevoegen en is men genoodzaakt een nieuwe instelling op te zetten met alle kosten en moeite van dien (zie punten 7 en 8). Dit is tijdrovender en kostbaarder dan het aanbreken van een nieuwe soort.

5 Opnemen bestaande beleggingsmaatschappijen

Het is op vrij eenvoudige wijze mogelijk om bestaande beleggingsmaatschappijen op te nemen in een paraplu met rechtspersoonlijkheid. Door juridische fusie verdwijnt de bestaande vennootschap. De aandeelhouders daarvan verkrijgen in ruil daarvoor de aandelen van een bepaalde soort in het paraplufonds.

6 Combinatie paraplu/fondsen

In de praktijk ziet men wel dat onder de paraplu diverse fondsen voor gemene rekening worden gehangen. De paraplu is de vergunningplichtige entiteit. Deze vennootschap is participant in de onderliggende fondsen. Daarnaast kunnen professionele beleggers rechtstreeks in de onderliggende fondsen deelnemen. Deze fondsen zijn dan veelal fiscaal transparant voor zowel de vennootschapsbelasting als de kapitaalsbelasting. Doordat de fondsen niet vergunningplichtig zijn is het strikt genomen niet noodzakelijk dat deze een beheerder en een bewaarder hebben zoals de Wtb dat voorschrijft. Veelal wordt bij de inrichting van deze fondsen toch aansluiting gezocht bij de Wtb-regels omdat de professionele beleggers daar prijs op blijken te stellen. Verder dient men rekening te houden met de transparantievoorschriften van DNB. Indien daaraan moet worden voldaan dienen de gegevens als bedoeld in artikel 17 tot en met 23 Btb inzicht te geven in het paraplufonds en de onderliggende fondsen.

7 Wtb-vergunning

Paraplufondsen hebben één Wtb-vergunning, terwijl zij diverse producten aanbieden. Ook dit is een voordeel van deze structuren. Bij 'gewone' fondsen moet voor ieder nieuw product een aparte Wtb-vergunning worden aangevraagd. Dat kost tijd en brengt kosten met zich mee.

8 Beursnotering

Paraplufondsen hebben één noteringsovereenkomst, terwijl zij zoals gezegd diverse producten aanbieden. Ook dit is makkelijk. Het traject van beursnotering pleegt toch enige tijd in beslag te nemen.

9 Conclusie

Het paraplufonds is een interessante mogelijkheid voor aanbieders van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling om tijd en kosten te besparen. Bij de inrichting moet wel de nodige zorg worden betracht omdat men bijvoorbeeld het risico loopt dat verliezen die horen bij de ene soort nadelige consequenties hebben bij de andere soorten rechten van deelneming.