

Notitie

Ministerie van Financiën

Kees Groffen  
Datum 16 oktober 2012  
Onze ref. G1783378/1/N

Betreft: Wijzigingswet financiële markten 2014 - consultatie

Hieronder reageren wij op het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2014. Deze reactie is beperkt tot de aanpassing van de regels voor vermogensscheiding van beleggingsinstellingen.<sup>1</sup>

## **1 Vermogensscheiding - algemeen**

- 1.1** De eisen die gesteld worden aan vermogensscheiding zijn erop gericht de rechten van beleggers<sup>2</sup> in een beleggingsinstelling te beschermen. Voorkomen moet worden dat de aanspraken van beleggers worden beïnvloed door verplichtingen die op grond van de voorwaarden van de beleggingsinstelling niet ten laste van de beleggers komen en waarvan beleggers ook niet hoefden te verwachten dat deze ten laste van hen zouden komen.
- 1.2** Bij beleggingsfondsen<sup>3</sup> naar Nederlands recht (waarbij de beleggingen geen eigendom zijn van de beleggingsinstelling) bestaat er een bijzonder risico omdat het vermogen in beginsel<sup>4</sup> niet afgescheiden is. De (privé)crediteuren van degenen die juridisch gerechtigd zijn tot de goederen "van" het beleggingsfonds, kunnen zich hierop verhalen. Hun vorderingen zijn gelijk in rang met de vorderingen van beleggers uit hoofde van hun deelnemingsrechten. Dit rechtvaardigt dat aanvullende waarborgen worden gecreëerd voor beleggers in beleggingsfondsen.

## **2 Vermogensscheiding in de Wft**

- 2.1** De waarborgen voor beleggers in beleggingsfondsen bestaan na het van kracht worden van wetsvoorstel 33 235 tot implementatie van de AIFM richtlijn uit:

---

<sup>1</sup> Waaronder begrepen icbe's.

<sup>2</sup> Met beleggers wordt gerefereerd aan "deelnemers" als bedoeld in art. 1:1 Wft.

<sup>3</sup> Daaronder mede begrepen beleggingsfondsen voor collectieve belegging in effecten.

<sup>4</sup> Ten aanzien van de C.V. bestaat rechtspraak waarin is aangenomen dat zaakscrediteuren voorgaan boven privécrediteuren.

De Brauw Blackstone Westbroek N.V. is gevestigd in Amsterdam en ingeschreven in het handelsregister onder nr. 27171912.

- (a) de rangregeling; en
- (b) de verplichting om de juridische eigendom te laten houden door een entiteit die uitsluitend voor het beleggingsfonds houdt.

De rangregeling geldt voor alle beleggingsfondsen en in alle gevallen. De verplichting om de juridische eigendom te laten houden door een afzonderlijke entiteit geldt alleen indien er een reëel "besmettingsrisico" bestaat.

- 2.2** De rangregeling is ook geïntroduceerd voor subfondsen van een beleggingsinstelling omdat alle subfondsen tot het vermogen van één beleggingsinstelling behoren, waardoor er – in theorie - een besmettingsgevaar tussen de subfondsen aanwezig is.

### **3 Vermogensscheiding en beleggingsmaatschappijen**

- 3.1** Beleggingsmaatschappijen (waarbij de beleggingen eigendom zijn van de beleggingsinstelling) kennen - anders dan beleggingsfondsen naar Nederlands recht – wel een afgescheiden vermogen. Het vermogen van de beleggingsmaatschappij is afgescheiden van het vermogen van de beheerder, de bewaarder, de beleggers en eventuele anderen die bij de beleggingsmaatschappij zijn betrokken. Voor beleggingsmaatschappijen bestaat er daarom niet eenzelfde rechtvaardiging als voor beleggingsfondsen naar Nederlands recht voor de eis dat beleggingen worden gehouden door een afzonderlijke entiteit.
- 3.2** De eisen die worden gesteld aan vermogensscheiding dienen in de juiste verhouding te staan tot (i) de risico's die men beoogt te voorkomen en (ii) de lasten die hierdoor gecreëerd worden, welke lasten uiteindelijk – veelal indirect - door de beleggers betaald zullen worden.
- 3.3** Zoals hiervoor vermeld heeft een beleggingsmaatschappij al een afgescheiden vermogen. Daarnaast bevat het rechtspersonenrecht waarborgen ter bescherming van beleggers. Naast de kapitaalbescherming bij N.V.'s en B.V.'s en bepalingen over bestuurdersaansprakelijkheid, kan een beroep worden gedaan op overschrijding van het statutaire doel van de rechtspersoon en kunnen rechtshandelingen in strijd met dat doel worden vernietigd.<sup>5</sup>
- 3.4** Doordat de activiteiten van de beleggingsmaatschappij beperkt zijn tot beleggen zijn de bedrijfsrisico's gering en kleiner dan die bijvoorbeeld bij een premiepensioeninstelling aanwezig kunnen zijn. Een afweging van lasten en risico's heeft ook plaatsgevonden bij de premiepensioeninstelling en daar is de minister tot de afweging gekomen dat een separate pensioenbewaarder per pensioenregeling niet verplicht wordt gesteld. Naast de eigenvermogensseis (die

---

<sup>5</sup> Zie art. 2:7 BW.

voor de afzonderlijke entiteit bij beleggingsinstellingen niet geldt) noemt de minister:<sup>6</sup>

- (a) de noodzaak tot het opzetten van een of meer extra rechtspersonen waarvoor nieuwe bestuurders moeten worden aangesteld;
- (b) herziening of opnieuw aangaan van contracten, ook met derden zoals wederpartijen bij het aangaan van beleggingstransacties;
- (c) extra rapportages en accountantscontroles.

Deze argumenten gelden ook voor beleggingsmaatschappijen en hun subfondsen.

Voor beleggingsmaatschappijen geldt bovendien:

- (i) overdracht van bestaande beleggingen zal niet altijd mogelijk zijn; dit zal vooral het geval zijn bij minder liquide beleggingen, bijv. omdat overdracht beperkt is door een goedkeuring- of aanbiedingsregeling die ertoe kan leiden dat beleggingen tegen een lagere prijs dan intrinsieke waarde moeten worden aangeboden aan derden;
- (ii) overdracht kan leiden tot hoge kosten indien er bijzondere leveringsvereisten gelden; hierbij kan in Nederland gedacht worden aan aandelen op naam en vastgoed, maar in het buitenland gelden ook voor andere goederen bijzondere leveringsvereisten die kostenverhogend werken;
- (iii) door de overdracht kan belasting verschuldigd worden, zoals overdrachtsbelasting bij onroerende goederen in Nederland of aandelen in onroerendezaak lichamen, maar ook voor andere goederen in het buitenland (bijv. *stamp duties* en *transfer duties* bij aandelenoverdracht);
- (iv) niet alleen zal het prospectus en de overige marketingdocumentatie van de beleggingsinstelling moeten worden aangepast; ook overeenkomsten met de bewaarder, de *custodian* en *subcustodians* zullen moeten worden aangepast; voor beleggingsinstellingen die wereldwijd in financiële instrumenten beleggen zullen wereldwijd effectenrekeningen op een andere naam moeten worden gesteld; bij vastgoedbeleggingsinstellingen die direct het vastgoed houden zullen ook vele overeenkomsten die in het kader van de exploitatie van het vastgoed zijn aangegaan op een andere naam moeten worden gezet, waarbij men vaak afhankelijk zal zijn van de medewerking van de wederpartijen.

---

<sup>6</sup> Wijzigingswet financiële markten 2013, 33 236, Tweede nota van wijziging, nr. 8, p. 7 en 8.

#### **4 Afweging risico's - lasten**

- 4.1** Indien de risico's worden afgewogen tegen de hiervoor vermelde lasten, in de zin van kosten en operationele lasten, dient dit door te slaan naar het afzien van de introductie van de eis dat een afzonderlijke entiteit de juridische eigendom moet houden voor beleggingsmaatschappijen en subfondsen van beleggingsinstellingen (zowel beleggingsfondsen als beleggingsmaatschappijen).
- 4.2** Hiervoor pleit ook dat andere landen een dergelijke eis niet kennen en volstaan met de wettelijke regeling van een afgescheiden vermogen. Onder deze andere landen zijn ook twee belangrijke vestigingslanden voor beleggingsinstellingen, Luxemburg en Ierland. Zij kennen al veel langer dan Nederland de wettelijke regeling van een afgescheiden vermogen en hebben geen aanleiding gezien andere waarborgen te introduceren. Door te eisen dat een afzonderlijke entiteit juridisch eigenaar wordt van de beleggingen, zou Nederland binnen Europa (en ook buiten Europa) uit de pas gaan lopen, hetgeen naar onze mening niet gewenst is.

Met vriendelijke groet,  
De Brauw Blackstone Westbroek N.V.

**Kees Groffen**  
notaris en advocaat