

Financiering en beleggingen



Mr. J. den Hamer
Boekel de Nerée

Toezicht op beleggingsinstellingen: de DUFAS principles of Fund Governance¹

Inleiding

Met haar nieuwsbrief van 27 januari 2009 en een bericht op haar website² heeft de Stichting Autoriteit Financiële Markten (de 'AFM') recentelijk de aandacht van beleggingsinstellingen willen vestigen op de Principles of Fund Governance (de 'Gedragscode') van de Dutch Fund and Asset Management Association ('DUFAS'). De Gedragscode is door DUFAS gepubliceerd in februari 2008 in reactie op de door de Commissie Modernisering beleggingsinstellingen (de

'Commissie-Winter') eind 2004 gedane aanbevelingen met betrekking tot de wijze waarop beleggingsinstellingen zijn georganiseerd (de zgn. *fund governance*³).⁴

De AFM geeft aan dat zij in 2009 actief gaat toezien op fund governance door bij beleggingsinstellingen specifieke vragen te stellen over – zo neem ik aan – de Gedragscode, teneinde inzicht te verkrijgen in de wijze van implementatie van de aanbevelingen van de Commissie-Winter. In dit verband is van belang op te merken dat de Minister van Financiën heeft aangegeven dat voor de AFM de Gedragscode als referentiekader voor fund governance kan dienen.⁵ De AFM heeft medegedeeld dat zij indien nodig concrete aanbevelingen zal doen aan de bevroegde beleggingsinstellingen ten aanzien van fund governance, dan wel in overleg zal treden met DUFAS. Ook DUFAS heeft laten weten dat zij in 2009 onderzoek zal uitvoeren naar de implementatie van de Gedragscode, welk onderzoek zij zal uitvoeren in samenwerking met Ernst & Young.⁶ In deze bijdrage bespreek ik op hoofdlijnen de opzet en inhoud van de Gedragscode.

Opzet en inhoud van de Gedragscode

De Gedragscode is gebaseerd op de in artikel 17 lid 5 Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (het 'Bgfo') opgenomen eis voor beheerders, beleggingsinstellingen of bewaarders van een beleggingsfonds om zorg te dragen voor onafhankelijk toezicht op de uitvoering van hun beleid en de door hen genomen procedures en maatregelen.⁷ Artikel 17 lid 5 Bgfo is een *principle-based* uitwerking van de artikelen 4:11, 4:14 en 4:25 Wet op het financieel toezicht (de 'Wft') welke artikelen kort gezegd zien op het voeren van een adequaat beleid (artikel 4:11 Wft), het waarborgen van een beheerste en integere bedrijfsuitoefening (artikel 4:14 Wft) en het zorgvuldig behandelen van de investeerders in een beleggingsinstelling (artikel 4:25 Wft). Doel van de Gedragscode is het geven van nadere richtlijnen voor fund governance om zodoende ten behoeve van de investeerders in beleggingsinstellingen waarborgen te scheppen voor de integere uitoefening van het fondsbedrijf en een zorgvuldige dienstverlening.

De Gedragscode richt zich, zo blijkt uit de considerans, primair tot beheer-

ders en beleggingsmaatschappijen die vallen 'onder de Nederlandse toezicht-wetgeving'. Onduidelijk is wat DUFAS hiermee precies bedoelt. Doelt zij hiermee (uitsluitend) op beheerders en beleggingsinstellingen met zetel in Nederland? Een aanwijzing voor deze zienswijze is gelegen in de artikelen 4:8 en 4:12 Wft op grond waarvan de artikelen 4:11 en 4:14 Wft (waar de Gedragscode zoals gezegd deels op is gebaseerd) niet van toepassing zijn op beheerders en beleggingsinstellingen met zetel in een andere EU-lidstaat of een aangewezen staat. Echter, artikel 4:25 Wft (waar de Gedragscode ook op is gebaseerd) is wél van toepassing op de voornoemde buitenlandse entiteiten. Door Van der Velden is evenwel betoogd dat de bepalingen van de Gedragscode die zien op de wijze waarop beheerders en beleggingsfondsen hun controlesysteem inrichten (de bepalingen van Deel I van de Gedragscode, zie hierna) niet uitsluitend kunnen worden gebaseerd op artikel 4:25 Wft. Immers, dit artikel ziet slechts op de zorgvuldige behandeling van investeerders.⁸ Met Van der Velden ben ik dan ook van mening dat het niet voor de hand ligt dat de Gedragscode van toepassing is op de voornoemde buitenlandse entiteiten. Uiteraard betekent dit niet dat zij niet uit eigen beweging toepassing kunnen geven aan de Gedragscode.

Deel I van de Gedragscode (*Specific measures regarding the structure of fund governance*) vormt het feitelijke fundament van de Gedragscode en bevat regels over de structuur van fund governance. Hierin is bepaald dat beheerders en beleggingsinstellingen dienen te beschikken over een controlesysteem dat de naleving verzekert van de op hen toepasselijke wet- en regelgeving, alsmede de beginselen van fund governance. Daarnaast dient het controlesysteem te strekken tot bescherming van de belangen van investeerders en het voorkomen van belangenconflicten.

Het controlesysteem is gebaseerd op drie elementen: periodiek onderzoek, rapportage en toezicht.

Het periodieke *onderzoek* dient te worden uitgevoerd door een hiertoe aangewezen functionaris (bijvoorbeeld een compliance officer) die onafhankelijk opereert van de bedrijfs-onderdelen die zich bezighouden met

de normale bedrijfsvoering. De uitkomsten van het onderzoek dient deze functionaris aan het bestuur van de beheerder of beleggingsonderneming te *rapporteren*. Daarenboven dient een van het bestuur onafhankelijk lichaam *toezicht* te houden op de wijze waarop de beheerder of beleggingsinstelling omgaat met fund governance en handelt met inachtneming van de belangen van de investeerders. Op grond van de bijlage bij de Gedragscode kan dit toezicht worden vormgegeven door (i) het instellen van een raad van commissarissen op het niveau van de beheerder en/of beleggingsinstelling, (ii) het benoemen van zgn. 'non-executive members' in het bestuur van de beheerder of beleggingsinstelling, (iii) het instellen van een raad van commissarissen op het niveau van een eventuele houdstermaatschappij van de beheerder of beleggingsinstelling, (iv) het gebruiken van een onafhankelijke, controlerende bewaarder of (v) het benoemen van een externe accountant, welke verslag uitbrengt aan het bestuur van de beheerder of beleggingsinstelling. Op grond van de Gedragscode is het overigens mogelijk om de hiervoor genoemde wijzen te combineren of het toezicht op een andere wijze in te richten.

In de bijlage bij de Gedragscode is aangegeven dat de taak van de onafhankelijke, controlerende bewaarder méér dient te omvatten dan slechts het aanhouden en administreren van de vermogensbestanddelen van beleggingsinstellingen, en dat deze bewaarder belast dient te zijn met taken zoals het controleren van de berekening van de nettovermogenswaarde van beleggingsinstellingen, het controleren van de allocatie en calculatie van (beheer)kosten en het controleren van het beleggingsbeleid in het licht van de statutaire eisen of fondsvoorwaarden. Het is de vraag hoe dit zich verhoudt tot de beperkte rol van de bewaarder zoals deze thans in de Wft is opgenomen. Uit de Wft volgt immers dat de rol van de bewaarder beperkt dient te zijn tot het veiligstellen van de vermogensbestanddelen van beleggingsinstellingen die ten behoeve van de beleggers in de beleggingsinstellingen worden aangehouden, in het bijzonder om deze te beschermen tegen willekeurig handelen door een beheerder en tegen de gevolgen van een insolventie van een beheerder of

de beleggingsinstelling. Hiertoe dient de beheerder zich (statutair) te beperken tot het bewaren en administreren van vermogensbestanddelen van beleggingsinstellingen.⁹ De Wft lijkt de bewaarder dus niet de ruimte te bieden om beheerders en beleggingsinstellingen actief te controleren, hoewel uit het feit dat de beheerder slechts met medewerking van de bewaarder kan beschikken over de vermogensbestanddelen van beleggingsinstellingen wel een zekere controlerende rol blijkt.¹⁰

In Deel II van de Gedragscode (*General measures safeguarding fund governance*) zijn algemene regels over fund governance opgenomen, zoals regels die zien op het voorkomen van en op redelijke en billijke wijze omgaan met belangenconflicten, het realiseren van scheiding en chinese walls tussen bepaalde functies, en het hanteren van het zgn. principe van *conscious consideration* ten aanzien van geschillen over fund governance.

Deel III van de Gedragscode (*Rules and principles regarding day-to-day operations*) stelt voor beheerders en beleggingsinstellingen meer concrete regels ten aanzien van het gebruikmaken van de diensten van derden zoals brokers, het waarderen van activa en berekenen van de nettovermogenswaarde van beleggingsinstellingen, het bewerkstelligen van transparantie voor investeerders, het wijzigen van de fondsvoorwaarden, het hanteren van transactiekosten, het in rekening brengen van provisies, het vaststellen van een schadevergoedingsbeleid vis-à-vis de investeerders, alsmede regels met betrekking tot het uitoefenen van rechten die verbonden zijn aan rechten van deelneming in beleggingsinstellingen die via een beleggersgiro worden aangeboden.

In het kader van de recente introductie van NPEX, dat in de markt is geïntroduceerd als een nieuw handelsplatform voor investeerders in beleggingsinstellingen, is het interessant om nader stil te staan bij deze laatstgenoemde regels.

Beleggersgiro's

Hoewel de krantenkoppen anders doen vermoeden is NPEX géén handelsplatform zoals een gereglementeerde markt- of multilaterale handels-

faciliteit (zoals gedefinieerd in artikel 1:1 Wft). NPEX¹¹ verleent bepaalde beleggingsdiensten en beschikt daartoe over een vergunning als beleggingsonderneming. Zij biedt investeerders namelijk de mogelijkheid om door het openen van een rekening vorderingen te verkrijgen luidende in deelnemingsrechten, door middel van welke rekening transacties in deelnemingsrechten kunnen worden bewerkstelligd. Dit kwalificeert zich als het 'aanbieden' van een zgn. beleggersgiro.¹² Blijkens de wetsgeschiedenis wordt het 'aanbieden' van een beleggersgiro beschouwd als het verlenen van een beleggingsdienst.¹³

Een beleggersgiro is een constellatie die tot gevolg heeft dat een derde-rechtspersoon (meestal een speciaal hiervoor opgerichte stichting) de deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen van investeerders verkrijgt en deze deelnemingsrechten ten behoeve van de investeerders bewaart, en de door die investeerders verkregen vorderingen luidende in (fracties van) deelnemingsrechten administreert.¹⁴ Hierdoor kunnen investeerders op eenvoudige wijze ronde bedragen inleggen op en onttrekken aan hun rekening. Degene die de beleggersgiro 'aanbiedt' – een beleggingsonderneming zoals NPEX – bewerkstelligt met het 'aanbieden' van de beleggersgiro dat de deelnemingsrechten van haar cliënten worden beschermd tegen haar faillissement. Zodoende voldoet zij aan de bij en krachtens artikel 4:87 Wft gestelde vermogensscheidsregels.

Doordat bij een beleggersgiro een derde-rechtspersoon rechthebbende is geworden op de deelnemingsrechten van de investeerders (de investeerders beschikken op hun beurt over vorderingen op deze derde-rechtspersoon), verwerft de derde-rechtspersoon de aan de financiële instrumenten verbonden rechten, en kan hij het stemrecht hierop uitoefenen. Door de Commissie-Winter is dit aangemerkt als onwenselijk. Iedere investeerder dient volgens de Commissie-Winter een stem uit te kunnen oefenen omtrent aangelegenheden die in een vergadering aan investeerders worden voorgelegd. Deze bevoegdheid dient volgens de Commissie-Winter onverkort aan investeerders toe te komen indien deelnemingsrechten

in een beleggingsinstelling worden gehouden door een derde-rechtspersoon.¹⁵

Hoewel het in de markt over het algemeen gebruikelijk was (en is) om overeen te komen dat de derde-rechtspersoon de investeerders in de gelegenheid zal stellen om de rechten die verbonden zijn aan de financiële instrumenten die door hem worden gehouden ten behoeve van de deelnemers uit te oefenen, varieerde de wijze waarop hieraan door marktpartijen inhoud werd gegeven. Er bestond geen (wettelijke) regeling op dit punt.

Deze lacune is nu door de Gedragscode – althans op papier – opgevuld. In het licht van de opmerkingen van de Commissie-Winter is in Deel III, paragraaf 20 en 21 van de Gedragscode expliciet opgenomen dat beheerders en/of beleggingsinstellingen, voor zover dit in hun macht ligt, zullen bevorderen dat wanneer er deelnemingsrechten worden aangeboden middels een beleggersgiro, te allen tijde aan de investeerders op een daartoe strekkend verzoek stemrecht zal worden verleend. Uitsluitend indien de investeerders van dit stemrecht géén gebruik maken, is het de derde-rechtspersoon toegestaan om het stemrecht (ten behoeve van de investeerders) zelf uit te oefenen. Hierbij dient de derde-rechtspersoon zich uitsluitend te laten leiden door het belang van de investeerders. In het licht van het voorgaande zouden beheerders en beleggingsinstellingen bijvoorbeeld beleid kunnen formuleren omtrent het niet in zee gaan met een beleggingsonderneming welke een beleggersgiro aanbiedt indien er ten aanzien van het uitoefenen van het stemrecht geen adequate regeling in de algemene voorwaarden of de statuten van de derde-rechtspersoon is opgenomen.

Tot slot

Op grond van Deel II, paragraaf 7 van de Gedragscode dienen beheerders en beleggingsinstellingen op hun website aan te geven hoe zij omgaan met de beginselen van fund governance, zoals deze (mede) zijn opgenomen in de Gedragscode. Het te verwachten onderzoek van de AFM en DUFAS vormt voor hen een goede gelegenheid om nog eens kritisch te kijken naar de weergave op de web-

site, alsmede de wijze waarop er wordt omgegaan met fund governance in het algemeen en de regels van de Gedragscode in het bijzonder.

1. Deze bijdrage is op persoonlijke titel geschreven.
2. <www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?DocumentId=11974>.
3. Vgl. het voorwoord van de redactie in het themanummer van het *Tijdschrift voor Ondernemingsbestuur* over fund governance met bijdragen van onder meer A.F. Verdam, R.M. Maatman en C.M. Grundmann-van de Krol, *TvOB* 2005-6, p. 1.
4. Rapport Commissie Modernisering beleggingsinstellingen, december 2004.
5. *Kamerstukken II* 2007/08, 28 998, nr. 13.
6. <www.dufas.nl/index.cfm/go/Nieuws/c/main/news_id/9>.
7. Een beleggingsinstelling is een entiteit waarin gelden worden samengebracht ter collectieve belegging teneinde de investeerders in de beleggingsinstelling in de opbrengst te doen delen. Een beleggingsinstelling heeft de verschijningsvorm van een doelvermogen zonder rechtspersoonlijkheid (beleggingsfonds) of die van een rechtspersoon (beleggingsmaatschappij). De beheerder is de rechtspersoon die het beheer voert over een of meer beleggingsinstellingen; de bewaarder is de rechtspersoon die is belast met de bewaring van de activa van een beleggingsinstelling. Zie artikel 1:1 Wft.
8. J.W. van der Velden, 'Gedragscode voor beleggingsinstellingen', *Ondernemingsrecht* 2008, 67, paragraaf 4.
9. Artikel 4:44 lid 1 Wft.
10. Artikel 4:42 lid 2 Wft.
11. Meer precies: NPEX B.V.
12. Vgl. artikel 6:17 aanhef NRgfo, waarin abusievelijk wordt verwezen naar onderdeel d van de definitie van het verlenen van een beleggingsdienst in artikel 1:1 Wft.
13. *Kamerstukken II* 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 127.
14. Vgl. C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, 's-Gravenhage 2008, p. 70.
15. Rapport Commissie Modernisering beleggingsinstellingen, december 2004, p. 47. De Commissie-Winter trekt hier de parallel met de certificering van aandelen door een stichting administratiekantoor. Principe IV.2 van de Corporate Governance Code schrijft voor dat certificering van aandelen niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel en dat de certificaathouders onder alle omstandigheden en onbeperkt door het bestuur van het administratiekantoor in de gelegenheid moeten worden gesteld stem uit te brengen op basis van een door het administratiekantoor verschaft volmacht.