

Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

M.C. Maters

1 Inleiding

Wanneer je als belegger je vermogen niet zelf wilt beleggen, maar dit door een derde wilt laten doen, kan dat (onder meer) door dit in beheer te geven aan een beheerder van een alternatieve beleggingsinstelling, zoals bijvoorbeeld een ‘manager van private-equityfondsen’. Deze ‘beheerders van beleggingsinstellingen’ vragen of verkrijgen gelden ter collectieve belegging van beleggers (bijvoorbeeld pensioenfondsen) teneinde die beleggers in de belegging te laten meedelen.¹

Het door de beheerders aldus opgevraagde kapitaal laten zij inbrengen in een ‘beleggingsinstelling’. Een belegginginstelling kan de vorm hebben van een ‘beleggingsmaatschappij’ (rechtspersoon) of van een ‘beleggingsfonds’ (geen rechtspersoon). Een beleggingsfonds heeft op zijn beurt weer de vorm van een personenvennootschap (meestal een commanditaire vennootschap, cv) of fonds voor gemene rekening (fgr). De reden voor een beheerder om voor de vorm van een beleggingsfonds te kiezen, is vaak fiscaal gedreven (zo is een cv of fgr onder bepaalde voorwaarden fiscaal transparant en niet VPB-plichtig; voor rechtspersonen geldt dat in beginsel niet²).³ Dit artikel concentreert zich op beleggingsfondsen.

Omdat beleggingsfondsen geen rechtspersoonlijkheid hebben, kunnen zij ook geen eigendom houden. De activa van een beleggingsfonds moeten daarom worden ondergebracht bij een derde (rechts)persoon: bij de cv bijvoorbeeld de beheerend vennoot en bij het fgr de bewaarder. Deze constructie, waarbij de gezamenlijke beleggers het fondsvermogen als het ware toevertrouwen aan een derde, roept vragen op: kunnen de privécrediteuren van deze derde, die niets met het beleggingsfonds te maken hebben, zich bijvoorbeeld verhalen op het fondsvermogen?⁴ Dat zou het (onwenselijke) gevolg met zich kunnen brengen dat de beleggers de dupe worden van de privébesognes van de derde die het fondsvermogen houdt.

De wetgever heeft dit voor beleggingsfondsen beheerd door vergunninghoudende beheerders willen voorkomen door bij implementatie van Richtlijn 2011/61/EU

1 Zie art. 1:1 Wft.

2 Het doel en de strekking van dit artikel leent zich niet voor verdere beschouwing van de fiscale overwegingen en regelgeving.

3 Art. 1 jo. art. 2 en 3 Wet VPB 1969.

4 Zie art. 3:276 BW.

M.C. Maters

betreffende beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: AIFMD) op 22 juli 2013 art. 4:37j in de Wet op het financieel toezicht (Wft) op te nemen, dat bepaalt dat het ‘vermogen van een beleggingsinstelling [waaronder beleggingsfondsen vallen; MCM] een afgescheiden vermogen’ is. Art. 4:37j Wft maakt daarbij geen onderscheid tussen een beleggingsfonds in de vorm van een cv of een beleggingsfonds in de vorm van een fgr. De vraag is of dat verstandig was van de wetgever en of dit onderscheid niet juist aangewend kan worden door de wetgever om het doel van art. 4:37j Wft, het beschermen van beleggers, verder (en beter) te realiseren.

Om deze vraag te beantwoorden, zal ik in dit artikel achtereenvolgens de volgende onderwerpen behandelen: eerst het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen zoals dat volgt uit art. 4:37j Wft (par. 2), dan het afgescheiden vermogen van de cv zoals dat volgt uit de civiele rechtspraak en literatuur (par. 3), vervolgens het (afgescheiden) vermogen van het fgr (par. 4) en ten slotte een beoordeling van het ‘nut’ van art. 4:37j Wft voor zowel de cv als het fgr (par. 5).

2 Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen

De wijze waarop art. 4:37j Wft beleggers in beleggingsfondsen beoogt te beschermen voor de privécrediteuren van de entiteit die het fondsvermogen houdt, is tweeledig: (1) de activa van het beleggingsfonds moeten worden ondergebracht bij een speciaal daartoe opgerichte bewaarder⁵ en (2) voor de voldoening van schulden van beleggingsinstellingen (dus ook beleggingsmaatschappijen) geldt een rangregeling die bepaalt in welke volgorde schuldeisers van het beleggingsfonds voldaan moeten worden.

Alvorens in te gaan op de redactie en geschiedenis van art. 4:37j Wft, zij opgemerkt dat het artikel slechts van toepassing is op beheerders van beleggingsinstellingen die daarvoor een vergunning (moeten) hebben verkregen van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Dat zijn beheerders die activa onder beheer hebben die in totaal ofwel (1) € 100 miljoen overschrijden, ofwel (2) € 500 miljoen overschrijden, indien de beheerde beleggingsinstellingen *closed-end*⁶ zijn en geen

5 Een vergunninghoudende beheerder zal naast een overeenkomst met een entiteit die de activa van het beleggingsfonds houdt, ook nog een overeenkomst moeten aangaan met een AIFMD-bewaarder, die op grond van de Wft bewaar- en controletaken moet uitvoeren (art. 4:37f Wft). Deze AIFMD-bewaarder wordt normaalgesproken aangeduid met de term ‘bewaarder’ en de entiteit die de juridische eigendom van de activa van het beleggingsfonds houdt met de term ‘bewaarentiteit’. Omdat dit artikel de AIFMD-bewaarder verder niet behandelt, volsta ik met het gebruik van de term ‘bewaarder’.

6 Er mag dan geen sprake zijn van een recht tot inkoop of terugbetaling van rechten van deelneming in de beleggingsinstellingen gedurende een periode van vijf jaar.

Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

gebruik maken van hefboomfinanciering. Op kleine beheerders – die deze drempelwaarden niet halen – is art. 4:37j Wft dus niet van toepassing.⁷

2.1 De verplichte bewaarder die de juridische eigendom van het fondsvermogen houdt

Op grond van art. 4:37j Wft dient de juridische eigendom van een beleggingsfonds te worden gehouden door een entiteit, de bewaarder, met als enig statutair doel het houden van de juridische eigendom van de activa van één of meer beleggingsfondsen, al dan niet tezamen met het bewaren en administreren van de activa.⁸ Indien een dergelijke entiteit de activa van meerdere beleggingsfondsen houdt, dan geldt dat deze vermogens van elkaar afgescheiden zijn (art. 4:37j lid 5 Wft).⁹ Wanneer als gevolg van het beleggingsbeleid er bovendien een reëel risico bestaat dat het vermogen van het beleggingsfonds en het eigen vermogen van de entiteit die de juridische eigendom van de activa houdt, ontoereikend zullen zijn voor voldoening van vorderingen van beleggers en/of die verband houden met beheer van het beleggingsfonds, moet de juridische eigendom van de activa van een enkel beleggingsfonds zelfs worden ondergebracht bij een bewaarder die zich uitsluitend met het betreffende beleggingsfonds zal bezighouden.

De AFM kan op grond van het derde lid¹⁰ van art. 4:37j Wft op aanvraag geheel of gedeeltelijk, al dan niet voor bepaalde tijd, ontheffing verlenen van de verplichting om het fondsvermogen onder te brengen bij een bewaarder, indien de aanvrager aantoont dat daaraan redelijkerwijs niet kan worden voldaan en dat de doeleinden met het onderbrengen van het fondsvermogen bij een bewaarder anderszins worden bereikt. Van deze door de wetgever geboden ontheffingsmogelijkheid is in de praktijk vlak na de invoering van de AIFMD veel gebruik gemaakt. Voor nieuwe structuren geldt echter dat een dergelijke ontheffing nauwelijks meer wordt verleend. Vandaar dat voor nieuwe fondsstructuren met een beleggingsfonds een aparte entiteit wordt opgericht (veelal een stichting), die als enig doel heeft het houden van de juridische eigendom van beleggingsfondsen, al dan niet specifiek voor dat betreffende beleggingsfonds. Vervolgens wordt door de betreffende stichting een volmacht gegeven aan de beheerder om te kunnen beschikken over de activa van het fonds.

2.2 De rangregeling

De rangregeling is in het vijfde lid van art. 4:37j Wft opgenomen en bepaalt dat het vermogen van een beleggingsinstelling een ‘afgescheiden vermogen’ is dat uitsluitend dient tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit:

- 7 Op grond van art. 4:1 Wft is het Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen slechts van toepassing op de daarin genoemde financiële ondernemingen, waaronder beheerders van beleggingsinstellingen waaraan een vergunning ingevolge art. 2:65 Wft is verleend. Voor de toepassing van deze bepalingen blijven de op grond van art. 2:66a Wft uitgezonderde beheerders derhalve buiten schot (tenzij deze gebruik maken van de *opt-in* mogelijkheid uit art. 3 lid 4 AIFMD).
- 8 Art. 4:37j lid 1 Wft.
- 9 Dit tweede lid is overigens niet van toepassing ten aanzien van activa van subfondsen (op grond van lid 4).
- 10 Bij de wetwijziging van 1 januari 2014 is een gelijksoortige bepaling opgenomen in lid 9 van hetzelfde artikel, waarin overigens de zinsnede ‘al dan niet voor bepaalde tijd’ niet is opgenomen.

M.C. Maters

- 1 schulden die verband houden met het beheer en het bewaren van de activa van de beleggingsinstelling (kortweg het fondsvermogen); en
- 2 rechten van deelneming (kortweg de aanspraak van de beleggers).

Deze in lid 5 uiteengezette rangregeling wordt in lid 6 van art. 4:37j Wft vervolgens nogmaals bevestigd met betrekking tot de vereffening: als het vermogen van de beleggingsinstelling niet toereikend is, dienen eerst de vorderingen in verband met het beheer en de bewaring voldaan te worden alvorens de beleggers voldaan worden. Vorderingen die zien op het (wan)beheer van het fondsvermogen kunnen überhaupt niet op het fondsvermogen worden verhaald, omdat zij privéschulden zijn van de beheerders. De rangregeling is ook van toepassing op de entiteit die – op grond van de Wft – de eigendom van de activa houdt.

De verplichting om het fondsvermogen onder te brengen bij een bewaarder en de rangregeling gelden overigens onverkort wanneer een Nederlandse beheerder een niet-Nederlands beleggingsfonds beheert. Een Nederlandse beheerder die een Luxemburgs beleggingsfonds beheert dient bijvoorbeeld een bewaarder op te zetten om de activa van het Luxemburgse beleggingsfonds in onder te brengen. Deze extraterritoriale werking komt de eenvoud van structuren niet ten goede en de rangregeling roept vragen op met betrekking tot de erkenning door rechters op wier grondgebied zich bijvoorbeeld een onroerend goed bevindt dat in het afgescheiden fondsvermogen valt.

2.3 *Wetsgeschiedenis*

Het voorgaande lijkt allemaal wat veel van het goede: de activa van het beleggingsfonds móéten worden ondergebracht bij een aparte bewaarder (bij risicovolle beleggingsfondsen zelfs één enkele bewaarder per beleggingsfonds), het fondsvermogen is een afgescheiden vermogen én bij de voldoening van schulden van een beleggingsfonds geldt een rangregeling. Wat heeft de wetgever bewogen tot deze keuze?¹¹

Hoewel art. 4:37j Wft pas bij implementatie van de AIFMD in de Wft is opgenomen, is het niet nieuw. Het artikel was oorspronkelijk opgenomen in de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), en was van toepassing op icbe's (instellingen voor collectieve belegging in effecten).¹² De ontstaansgeschiedenis van het artikel is – kort gezegd – als volgt.

Tot 2005 verplichtte de Wtb beheerders om het fondsvermogen af te scheiden van de bewaarder, de beheerder of andere personen, maar schreef zij niet con-

11 Vgl. W.A.K. Rank, Een beleggingsfonds in de vorm van een FGR. Een meerpartijenovereenkomst *sui generis*?, in: C.G. Breedveld-de Voogd e.a. (red.), *De Meerpartijenovereenkomst* (BW-krant Jaarboek 29), Deventer: Wolters Kluwer 2015, p. 139-159.

12 De betekenis van beleggingsinstelling onder de Wtb wijkt dus af van de tegenwoordige definitie. Omdat icbe's ook zowel een rechtspersoon (beleggingsmaatschappij) als een contract (beleggingsfonds) kunnen zijn, is dit onderscheid voor dit artikel niet relevant.

Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

creet voor op welke wijze dat moest.¹³ In de praktijk leidde deze regeling er dan ook toe dat marktpartijen zich zorgen maakten over de vermogensscheiding en behoefte hadden aan verduidelijking. In deze behoefte wilde de wetgever bij wijziging van de Wtb in 2005 graag voorzien.¹⁴

De oplossing van de wetgever was als volgt: ten eerste verplichtte hij beleggingsfondsen zonder rechtspersoonlijkheid de juridische eigendom van het fondsvermogen weg te halen bij de beheerder en onder te brengen bij een bewaarder. Daarnaast verplichtte hij de bewaarder om slechts het vermogen van één fonds in beheer te houden. Op die wijze – zo stelt de memorie van toelichting althans – is het ‘vereiste van één bewaarder per fonds (...) daarmee een onmisbaar element in de regeling voor het afgescheiden vermogen; het voorkomt vermenging van twee of meer fondsvermogens’. Volgens de wetgever is het ‘om een daadwerkelijke vermogensscheiding te bewerkstelligen (...) nodig gebleken om de eis te stellen dat een bewaarder slechts voor één beleggingsfonds kan bewaren’.¹⁵ Of en in hoeverre deze regeling een afgescheiden vermogen als gevolg had, is onderwerp geweest van discussie, zowel gedurende het wetgevingsproces als daarna. Niettemin werd de verplichting opgenomen in art. 9 en 16a Wtb (en daarna in art. 4:45 en 4:37j Wft).

In de eerste plaats kan men zich bijvoorbeeld afvragen of de wetgever het in het hierboven geciteerde gedeelte wel bij het rechte eind had: komt een afgescheiden vermogen wel tot stand indien een bewaarder slechts optreedt voor één enkel beleggingsfonds en – mede gelet op de statutaire doelomschrijving van zo’n bewaarder – geen andere activiteiten verricht? Dat lijkt mij niet: van meerdere vermogens binnen één (rechts)persoon is dan immers geen sprake (waardoor er in feite niets af te scheiden valt).¹⁶

Ook de minister twijfelt bij de behandeling van de voorgestelde wetswijziging van de Wtb over de rangregeling in art. 16a Wtb en of deze een afgescheiden vermogen bewerkstelligt. In zijn nader rapport bevestigt hij bijvoorbeeld dat het vermogen van een beleggingsfonds conform art. 16a Wtb een afgescheiden vermogen betreft,¹⁷ terwijl hij in de memorie van antwoord juist stelt dat: ‘de rangregeling van artikel 16a (...) geen juridische vermogensscheiding tot stand [brengt] tussen de door één bewaarder bewaarde vermogens van twee of meer beleggingsfondsen noch tussen de door de bewaarder verkregen vermogens van beleggingsfondsen en het vermogen van de bewaarder zelf’.¹⁸ Ook in de literatuur is men het er niet over eens.

13 Vgl. J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht* (diss. Nijmegen) (Serie *Onderneming & Recht*, deel 47), Deventer: Kluwer 2008, p. 144.

14 Kamerstukken II 2002/03, 28998, 3, p. 6.

15 Kamerstukken II 2002/03, 28998, 3, p. 5.

16 Vgl. A. Steneker, *Kwaliteitsrekening en afgescheiden vermogen* (diss. Nijmegen) (Serie *Onderneming & Recht*, deel 31), Deventer: Kluwer 2005, p. 109.

17 Kamerstukken II 2002/03, 28998, A, p. 5 onder k (nader rapport).

18 Kamerstukken II 2005/06, 28998, C, p. 2-3 (MvA), zoals ontleend aan Van der Velden 2008, p. 147.

M.C. Maters

Struycken vindt bijvoorbeeld dat de rangregeling niet tot een afgescheiden vermogen leidt. Hij wijst daarvoor op art. 4:45 lid 3 Wft (gelijk aan lid 7 van art. 4:37j Wft).¹⁹ Daar staat: ‘in afwijking van het vijfde lid zijn andere vorderingen verhaalbaar op het vermogen van een beleggingsinstelling indien vaststaat dat de in het vijfde lid bedoelde vorderingen zullen kunnen worden voldaan en dat in de toekomst dergelijke vorderingen niet meer zullen ontstaan’. Op grond van deze bepaling kunnen derden zich volgens Struycken dus wél verhalen op het fondsvermogen, waardoor het fondsvermogen geen afgescheiden vermogen is. Deze opvatting wordt niet door alle schrijvers gedeeld.

Zo stelt Van der Velden dat wel degelijk sprake is van een afgescheiden vermogen door toedoen van de rangregeling. Volgens hem draagt de rangregeling namelijk de kenmerken van een afgescheiden vermogen: op grond van de regeling kunnen privéschuldeisers van de bewaarder zich namelijk alleen op het fondsvermogen verhalen indien alle vorderingen van het fonds zijn voldaan en er geen andere vorderingen meer kunnen opkomen.²⁰ Dat is in de praktijk het liquidatiesaldo: eerder dan bij liquidatie is het immers moeilijk (zo niet onmogelijk) om te beoordelen of er nog vorderingen op het fonds of van de beleggers zouden kunnen ontstaan. Bovendien – zoals Van der Velden terecht opmerkt – zijn de beleggers economisch eigenaren van het fondsvermogen en hebben zij aldus recht op uitkering van (hun *pro rata*-gedeelte van) het liquidatiesaldo. Dat de rangregeling in haar huidige vorm daarop een uitzondering lijkt te bieden (zie art. 4:37j lid 7 Wft), lijkt ook wat mij betreft zuiver theoretisch. Art. 4:37j lid 7 Wft komt – kortom – nooit werking toe: het is in de praktijk een dode letter.

Blijkens de memorie van toelichting bij implementatie van de AIFMD heeft de wetgever de voornoemde onduidelijkheden waarop in de literatuur was gewezen met het uitvaardigen van art. 4:37j Wft (en het wijzigen van art. 4:45 Wft) willen verhelpen.²¹ Dat doet de wetgever overigens niet door het (zuiver theoretische) art. 4:37j lid 7 Wft (en art. 4:45 lid 3 Wft) te schrappen, maar door aan de wettekst uitdrukkelijk toe te voegen dat het vermogen van beleggingsinstellingen een afgescheiden vermogen is. De toevoeging verandert volgens de wetgever binnen het nationale recht echter niets:²² ‘de rangregeling [leidt er volgens de wetgever in feite] al toe dat het fondsvermogen een afgescheiden vermogen is’. Zouden we de wetgeschiedenis en de memorie van toelichting op art. 4:37j Wft als uitgangspunt nemen, dan zou dus voor alle beleggingsfondsen gelden dat zij een afgescheiden vermogen hebben dankzij de rangregeling uit de Wft. Als dat inderdaad het geval zou zijn, dan is de regeling uit art. 4:37j Wft erg nuttig: waar beleggers vroeger moesten vrezen voor de schuldeisers die niets met het beleggingsfonds van doen hadden, hoeven ze dat nu immers niet meer.

19 Zie T.H.D. Struycken, *De numerus clausus in het goederenrecht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2007, p. 542.

20 Vgl. Van der Velden 2008, p. 147.

21 Kamerstukken II 2012/13, 33632, 3, p. 60.

22 Kamerstukken II 2012/13, 33632, 3, p. 60.

Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

3 Het afgescheiden vermogen van de cv

Voor de cv lijkt art. 4:37j Wft op het eerste gezicht echter onnodig; de cv heeft op grond van het arrest Boeschoten/Besier²³ immers al (enige tijd) een afgescheiden vermogen. De Hoge Raad bepaalt in dat arrest dat de schuldeisers van een vennootschap onder firma (vof) zich eerst op het door de vennoten ingebrachte vermogen kunnen verhalen en de privécrediteuren van de verschillende vennoten zich dan pas na verdeling door de vennoten van het (positieve) saldo van het vof-vermogen kunnen verhalen (op het verdeelde gedeelte van de vennoot waarop die schuldeiser een vordering heeft). Omdat de beherend vennoten van een cv zich op grond van art. 19 lid 2 van het Wetboek van Koophandel (WvK) tot elkaar verhouden als de vennoten van een vof, is het vermogen dat de beherend vennoten van een cv (voor rekening en risico van de cv) in eigendom hebben op grond van Boeschoten/Besier dus ook afgescheiden van het privévermogen van de (beherend) vennoten. Tot 2003 gold voor de cv met slechts één beherend vennoot overigens niet dat deze een afgescheiden vermogen had. Met zijn arrest Hovuma/Spreuwenberg²⁴ heeft de Hoge Raad daarin verandering gebracht: het door de vennoten van een cv in gemeenschap gebrachte vermogen is heden dus altijd een afgescheiden vermogen.

De vennoten van een cv (zowel beherend als commanditair) zijn verplicht iets in te brengen om de door de cv-overeenkomst beoogde samenwerking vorm te geven.²⁵ Er zijn – kort gezegd – drie manieren waarop aan deze inbrengverplichting kan worden voldaan: (1) de overdracht van de eigendom van goederen en/of zaken van de inbrenger aan de cv, (2) het ter beschikking stellen van een goed en/of zaak aan de cv en (3) de overdracht van de economische eigendom van een goed en/of zaak.²⁶ Op welke wijze ook wordt ingebracht, slechts datgene wat is ingebracht (het goed zelf, het genot van het goed of de economische eigendom daarvan), gaat behoren tot de gemeenschap. Er bestaat discussie over in hoeverre er bij alle drie de voornoemde wijzen van inbreng ook een goederenrechtelijke gemeenschap ontstaat.²⁷

Bij een cv die als beleggingsfonds kwalificeert, is het gebruikelijk dat de commanditaire vennoten (giraal) geld inbrengen (en niet het genot en/of economisch eigendom daarvan), met het doel dit te beleggen en daaruit een (positief) rende-

23 Zie HR 26 november 1897, W 7047 (Boeschoten/Besier).

24 HR 14 maart 2003, NJ 2003/327 m.nt. J.M.M. Maeijer (Hovuma/Spreuwenberg).

25 Zie art. 7A:1662 BW en art. 19 jo. art. 16 WvK.

26 Vgl. A.J.S.M. Tervoort, *Losbladige band personenassociaties*, par. 2.2.2.1., supplement 45, Kluwer, Deventer 2013.

27 Zie bijv. J.J.M. Maeijer, Mr. C. Asser's handleiding van de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht. Bijzondere overeenkomsten. Maatschap, vennootschap onder firma, commanditaire vennootschap, Zwolle: W.E.J. Tjeenk Willink 1995, nr. 169 en anders: Tervoort, *Losbladige band personenassociaties*, par. 2.5.4.1. supplement 45, Kluwer, Deventer 2013, Vgl. ook art. 3:166 BW en zie Tervoort, *Losbladige band personenassociaties*, par. 2.2.2.1, supplement 45, Kluwer, Deventer 2013 en A.L. Mohr & V.A.E.M. Meijers, *Van Personenvennootschappen*, Kluwer, Deventer, 2009, p. 55.

M.C. Maters

ment te genereren. Gewoonlijk zal dit geld worden gestort op een bankrekening die door de beherend vennoot q.q. op naam van de cv is gesteld. Dit vorderingsrecht valt voorts in de gemeenschap.²⁸ Gelet op het voorgaande leidt dit er in de fondsenpraktijk mijns inziens toe dat tussen de beherend vennoot (vaak aangeduid als *general partner*) en de commanditaire vennoten (*limited partners*) ook door goederenrechtelijke verkrijging²⁹ een gemeenschap ontstaat.³⁰

De rechtsfiguur van de cv brengt met zich dat de bevoegdheid om het vermogen van de aldus ontstane gemeenschap te beheren en daarover te beschikken bij de beherend vennoot komt te liggen.³¹ Dat mag deze aangewezen beherend vennoot overigens niet zomaar: de vennootschapsovereenkomst heeft als gevolg dat de gemeenschap in dienst staat van de realisatie van het doel dat in die overeenkomst is opgenomen.³² Gedurende het rechtsgeldig bestaan van de cv kunnen de individuele (commanditaire) vennoten dan ook niet over hun aandeel in de gemeenschap (of onderdelen daarvan) beschikken.³³ Het is voorts niet mogelijk om gedurende het rechtsgeldig bestaan van de cv verdeling van de gemeenschap te vorderen (die een beschikken wel mogelijk maakt).³⁴ Slechts de beherend vennoot kan derhalve beschikken over de in gemeenschap gebrachte goederen en/of vermogen en uitsluitend in overeenstemming met het doel van de cv voor de cv.³⁵ De gemeenschap is derhalve een gebonden gemeenschap.³⁶ Dit sluit mijns inziens overigens ook het meest aan bij het uitgangspunt van de personenvennootschap: een overeenkomst tot samenwerking.³⁷

In de fondsenpraktijk zal het voorgaande er gewoonlijk toe leiden dat een beheerder van een beleggingsfonds in de vorm van een cv (al dan niet middellijk indien de beheerder zelf bijvoorbeeld bestuurder is van de beherend vennoot) de door de vennoten ingebrachte gelden zal aanwenden om voor rekening en risico van de cv activa te verwerven. Als deze activa evenwel niet uitdrukkelijk aan de beherend vennoot q.q. worden geleverd, is het de vraag of de betreffende goederen wel gaan

- 28 Zie art. 6:15 e.v. BW: Asser/Hartkamp 4-I 2004/130 e.v. Vgl. nog Rb. Den Bosch (pres.) 20 februari 1981, NJ 1981/527 en Rb. Amsterdam 23 maart 1977, NJ 1978/25 (beide uitspraken zijn gegeven onder het oude recht); en voorts HR 17 december 1993, NJ 1994/301 m.nt. J.M.M. Maeijer.
- 29 Vgl. P.W. van der Ploeg, De commanditaire vennootschap en de regels van het zakenrecht, WPNR 4699 e.v., 1961
- 30 Op deze stelling is recentelijk kritiek verschenen, zie Chr.M. Stokkermans, De CV komt weer tot bloei!, WPNR 7068, p. 576-587, 2015 waarin wordt betoogd dat een cv geen goederenrechtelijke gemeenschap zou vormen; op grond van HR 15 maart 2013, NJ 2013/290 m.nt. P. van Schilfgaarde (Biek Holdings), r.o. 3.4.2 laat ik deze stelling in dit artikel buiten beschouwing.
- 31 Zie art. 20 lid 2 WvK.
- 32 Vgl. HR 24 januari 1947, NJ 1947/71 en art. 7A:1655 BW.
- 33 Zie Asser/Maeijer 5-V 1995/157 en 162.
- 34 Zie Asser/ Maeijer 5-V 1995/165 en vgl. ten overvloede art. 3:189 BW.
- 35 Vgl. J.M. Blanco Fernández, in: T&C Ondernemingsrecht Effectenrecht, Deventer: Kluwer, 2013, art. 7A:1655 BW, nr. 4.
- 36 Zie bevestigend Hof Arnhem-Leeuwarden 1 april 2014, JOR 2014/197 m.nt. J.M. Blanco Fernández en vgl. Rb. Midden-Nederland 27 mei 2015, ECLI:NL:RBMNE:2015:4345, JOR 2016/29 m.nt. Chr.M. Stokkermans.
- 37 Vgl. Asser/Van Olffen 7-VII* 2010/29.

Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

behoren tot het afgescheiden vermogen van de cv en niet behoren tot het vermogen van de beherend vennoot in privé.³⁸

Een (mijns inziens goede en) zeer praktische oplossing voor dit vraagstuk is door Stokkermans opgebracht met het begrip ‘wisselvertegenwoordiger’.³⁹ Wanneer de beherend vennoot voor de cv rechtsgeldig (bijvoorbeeld) aandelen verkrijgt, handelt de beherend vennoot (volgens Stokkermans) als ‘wisselvertegenwoordiger’ van de vennoten van de cv (zoals deze van tijd tot tijd zijn samengesteld) voor wie hij deze aandelen na executie van de transactie gaat houden.⁴⁰ Aldus zou je mijns inziens kunnen stellen dat de beherend vennoot die bevoegd is om over het (gemeenschappelijke) cv-vermogen te beschikken met zijn (rechtsgeldige) handelingen dus (goederenrechtelijk) de gemeenschap bindt, maar alleen als zodanig (zoals deze van tijd tot tijd is samengesteld). Mijns inziens strookt deze lezing ook het best met het onlangs gewezen Carlande-arrest (waarin is bepaald dat een toetredend beherend vennoot ook aansprakelijk is voor schulden van de cv die vóór zijn toetreden zijn gemaakt).⁴¹

Een belangrijke kanttekening bij het voorgaande is wél dat goederen die bij notariële akte moeten worden geleverd op grond van art. 40 van de Wet op het notarisambt (Wna)⁴² (ogenschijnlijk)⁴³ alleen aan de gebonden gemeenschap kunnen worden geleverd als ook de commanditaire vennoten compareren. In de fondsenpraktijk is (mede) daarom in de cv-overeenkomst (vaak) opgenomen dat de juridische eigendom van de activa van een beleggingsfonds altijd bij de beherend vennoot blijft (en in de gebonden gemeenschap slechts een vordering op de beherend vennoot valt, nu hij deze activa heeft verkregen met de middelen en voor rekening en risico van de cv); onverkorte aanname⁴⁴ van Stokkermans’ concept ‘wisselvertegenwoordiging’ maakt dit allemaal overbodig en zou de duidelijkheid (en dus: rechtszekerheid) wat mij betreft ten goede komen.

Welke goederen ook in de gebonden gemeenschap vallen, de schuldeisers van de (beherend) vennoten kunnen zich gedurende de looptijd van de cv daarop niet verhalen: de (beherend) vennoten kunnen dat zelf immers ook niet. Gedurende de looptijd van de cv zullen zij het dus moeten doen met de (eventuele) winstuitkeringen die in het privévermogen vallen.

38 Hetgeen dikwijls (maar niet altijd) kan worden opgelost door toepassing van art. 3:110 BW.

39 Zie Chr.M. Stokkermans, *Wisselvertegenwoordiging en middellijke vertegenwoordiging: sleutels voor een moderne benadering van de personenvennootschappen*, *Ondernemingsrecht* 2012/49.

40 Vgl. Tervoort, par. 2.5.3.3, supplement 45, *Kluwer, Deventer* 2013 en zie verder sub 16 hiervoor voor verdere toelichting op de samenstelling en voortzetting van de cv.

41 Zonder dat daar verdere (rechts)handelingen voor nodig zijn, zie verder HR 13 maart 2015, *JOR* 2015/134 m.nt. Chr.M. Stokkermans en zie ook de annotatie van A.J.S.M. Tervoort in *Ondernemingsrecht* 2015/50.

42 Zie voor registergoederen eveneens art. 18 van de Kadasterwet.

43 Vgl. Stokkermans 2012, par. 3.2.

44 Bijv. door toepassing van art. 3:110 BW en waar nodig door aanpassing van de wettelijke vereisten (art. 40 Wna en art. 18 Kadasterwet).

M.C. Maters

Het is dan ook met name voor de voornoemde situatie (en andere situaties waar externe crediteuren verhaal proberen te halen op goederen van de gemeenschap) dat het begrip ‘afgescheiden vermogen’ van praktische betekenis is: de goederenrechtelijke aanspraak (juridische eigendom) van de (beherend) vennoot valt namelijk integraal buiten diens privévermogen (en kan dus niet tot verhaal dienen, omdat de beherend vennoot er niet over kan beschikken). Zo gezegd is de (beherend) vennoot juridisch eigenaar van enerzijds zijn eigen vermogen en anderzijds dat van de cv; deze twee vermogens verenigd in één (rechts)persoon zijn van elkaar gescheiden. Art. 4:37j Wft is daar verder niet voor nodig.

4 Het (afgescheiden) vermogen van het fgr

Voor het fgr is dat anders, daar lijken dwingende voorschriften van art. 4:37j Wft wel nuttig. Het fgr is ook – hoewel civilisten in de fondsenpraktijk regelmatig gebruik maken van deze vorm – geen civielrechtelijke rechtsvorm, maar een eigen verschijningsvorm (*sui generis*) die voortkomt uit fiscale wetgeving. De Wet op de vennootschapsbelasting 1969 (Wet VPB 1969) bepaalt in art. 2 sub f jo. lid 2 dat een fgr ‘een fonds ter verkrijging van voordelen voor de deelgerechtigden [is] door het voor gemene rekening beleggen of anderszins aanwenden van gelden’. Het fgr is daarom een onbenoemd contractueel verband zonder specifieke rechtsvorm dat voor rekening en risico van de beleggers belegt.

Omdat het fgr geen door de wet voorgeschreven specifieke inrichting kent, komt niet-vergunningplichtige beheerders van een fgr veel vrijheid toe bij de inrichting. Zij zouden er goederenrechtelijk bijvoorbeeld voor kunnen kiezen om het fgr de vorm van een eenvoudige gemeenschap⁴⁵ te geven, zodat de eigendom van het fondsvermogen bij de beleggers gezamenlijk komt te liggen, of om het fondsvermogen onder te brengen bij een derde bewaarder.⁴⁶ De vergunninghoudende beheerder heeft deze keuze niet: art. 4:37j Wft verplicht hem immers om de eigendom van het fondsvermogen onder te brengen bij een daartoe aangewezen bewaarder.⁴⁷ Overigens is deze wijze van structureren ook voor niet-vergunningplichtige beheerders van een fgr het meest gebruikelijk; ik zal deze structuur verder dan ook als uitgangspunt nemen. De – al dan niet op grond van art. 4:37j Wft – gekozen goederenrechtelijke structuur is namelijk van invloed op de verbintenisrechtelijke inrichting van het fgr.⁴⁸

Het fgr wordt gevormd door (een) overeenkomst(en) tussen de beheerder, de bewaarder en (ieder van) de beleggers (afzonderlijk).⁴⁹ In de meeste gevallen zal

45 Zie art. 3:166 BW.

46 Bij deze figuur spelen overigens dezelfde moeilijkheden met betrekking tot bijv. de levering van registergoederen en aandelen als die welke bij de cv spelen en hiervoor zijn besproken.

47 Naast de bewaarder waar het fondsvermogen wordt ondergebracht, dient de vergunninghoudende beheerder ook een AIFMD-bewaarder aan te stellen voor een door hem beheerd beleggingsfonds (art. 4:37f Wft).

48 Zie Van der Velden 2008, p. 364.

49 Zie Rank 2015.

Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

de beheerder dan een ‘overeenkomst van beheer en bewaring’ aangaan met de bewaarder. In deze overeenkomst zijn de verschillende taken, bevoegdheden en verplichtingen van de beheerder *vis-à-vis* de bewaarder vastgelegd, zoals de bevoegdheid van de beheerder om te vertegenwoordigen en aanspraken van de beheerder en de bewaarder op beloningen en/of vergoedingen. Behalve de rechten en verplichtingen van de beheerder en de bewaarder jegens elkaar bevat de overeenkomst van beheer en bewaring vaak ook een beschrijving van de rechten en verplichtingen voor de beleggers (bijvoorbeeld bepalingen aangaande het soort beleggingen dat het fgr mag doen, de bevoegdheden van de algemene vergadering van beleggers, de samenstelling en bevoegdheden van een raad van toezicht, de inkoop en/of overdracht van deelnemingsrechten). De beleggers zelf zijn echter geen partij bij de overeenkomst van beheer en bewaring.

Daar is ook een goede reden voor. Het fgr vertoont immers sterke gelijkenissen met de wettelijke definitie van een maatschap: ‘een overeenkomst, waarbij twee of meerdere personen iets in gemeenschap brengen, met het oogmerk om het daaruit ontstane voordeel met elkander te delen’,⁵⁰ waardoor het fgr het risico loopt om (bijvoorbeeld) als maatschap te worden geherkwalificeerd.⁵¹ De gevolgen van herkwalificatie als maatschap zijn onwenselijk: alle beleggers in het fgr zijn dan voor gelijke delen aansprakelijk voor de schulden.⁵²

Om herkwalificatie als personenvennootschap te voorkomen, trachten civilisten de verschillende overeenkomsten die tezamen het fgr vormen zo in te richten dat niet wordt voldaan aan de wettelijke definitie van maatschap.⁵³ Het is daarbij vooral belangrijk dat de beleggers geen overeenkomst met elkaar aangaan, maar slechts met de beheerder en de bewaarder. Op die manier wordt voorkomen dat de beleggers jegens elkaar een inbrengverplichting aangaan.⁵⁴ Bovendien lijkt het gegeven dat de beleggers niet met elkaar, maar slechts met de beheerder en de bewaarder een overeenkomst aangaan, haaks te staan op het vereiste van samenwerking dat bij personenvennootschappen nu juist het uitgangspunt vormt.⁵⁵ Niettemin is voorzichtigheid geboden: recentelijk nog kwalificeerde de Rechtbank Gelderland een fgr waarbij de beleggers onderling geen overeenkomst met elkaar aangingen wel als maatschap.⁵⁶

50 Zie art. 7A:1655 BW.

51 Zie bijv. Rb. Gelderland 1 mei 2014, JOR 2014/255 m.nt. C.J. Groffen en vgl. verder Hof Amsterdam 12 maart 2015, JOR 2015/133 m.nt. Chr.M. Stokkermans.

52 Zie art. 7A:1680 BW (gelet zij ook op art. 7:407 BW, Vgl. HR 15 maart 2013, NJ 2013/290 m.nt. P. van Schilfgaarde (Biek Holdings))

53 Overigens bevatten de meeste voorwaarden van beheer en bewaring wel een soort van algemene vergadering van beleggers met de bevoegdheid om bijv. de beheerder te ontslaan; met het oog op HR 10 januari 1968, NJ 1968/134 (Union II) niet zonder risico.

54 Zie Van der Velden 2008, p. 329.

55 Zie Asser/Van Olfen 7-VII* 2010/29 en verder (zoals daar geciteerd): Kamerstukken II 2007-2008, 31065, nr. 8, p. 2-3 en Van der Velden 2008, p. 329.

56 Zie Rb. Gelderland 1 mei 2014, JOR 2014/255 m.nt. C.J. Groffen en uitgebreider J.W.P.M. van der Velden, Fondsen voor gemene rekening: wel of geen maatschap?, FR 2015, p. 139 e.v.

M.C. Maters

De beheerder van het fgr is doorgaans bevoegd om namens het beleggingsfonds te handelen en met het door de beleggers (op grond van hun individuele overeenkomsten⁵⁷ met de beheerder en bewaarder) ingebrachte vermogen transacties te verrichten (bijvoorbeeld bij volmacht verstrekt door de bewaarder). De beheerder is daarbij verplicht te handelen conform de voorwaarden die zijn opgenomen in de overeenkomst van beheer en bewaring. Bij het verrichten van transacties voor het beleggingsfonds moet de beheerder er voorts zorg voor dragen dat de juridische titel van de activa ook daadwerkelijk bij de bewaarder komt te liggen, door deze op naam te stellen van de bewaarder. Wanneer de beheerder optreedt namens het fgr, doet hij dit dus bij voorkeur uitdrukkelijk 'namens de bewaarder voor rekening en risico van het betreffende beleggingsfonds'.⁵⁸

De bewaarder verkrijgt aldus de goederenrechtelijke eigendom van de op zijn naam gestelde activa, die de bewaarder verbintenisrechtelijk 'ten titel van beheer' voor de beleggers gaat houden (die gerechtigd zijn tot de economische eigendom). De bewaarder dient het behaalde rendement op de activa alsmede het liquidatiesaldo aan de beleggers uit te keren. De beleggers hebben – kortom – een vorderingsrecht op de bewaarder (of anders gezegd: de bewaarder heeft een schuld aan de beleggers).⁵⁹

Als de beheerder ervoor zorgt draagt dat hij transacties verricht namens de bewaarder voor rekening en risico van het fonds, dan stelt hij zeker dat de verworven activa in het krachtens art. 4:37j Wft 'afgescheiden' fondsvermogen vallen. Schuldeisers van de bewaarder die niets met het betreffende beleggingsfonds van doen hebben, kunnen zich dan ook niet verhalen op de bij de bewaarder voor het fgr ondergebrachte activa. Voor het fgr is dat relevant: in de praktijk treden bewaarders namelijk vaak op voor meer dan één fgr en houden zij dus de eigendom van verschillende beleggingsfondsen (mogelijk ook met een afwijkend risicoprofiel). De werking van art. 4:37j Wft voorkomt hier dat de schuldeisers van het ene beleggingsfonds, dat onverhoopt onder water is komen te staan, verhaal nemen op de activa van het andere beleggingsfonds, die door dezelfde bewaarder worden gehouden.

5 Art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

Voor een beleggingsfonds als fgr is art. 4:37j Wft dus nuttig: het schrijft voor hoe een vergunninghoudende beheerder het beleggingsfonds goederenrechtelijk vorm moet geven en beschermt beleggers tegen aanspraken van derden. Tot zover geen kritiek.

Art. 4:37j Wft is echter niet alleen van toepassing op het fgr, ook de cv valt onder de wettelijke definitie van beleggingsfonds. Sterker, beleggingsfondsen zijn onder

57 Deze worden vaak aangeduid als Subscription Form of Subscription Agreement.

58 Ontleend aan Van der Velden 2008, p. 250.

59 Vgl. Van der Velden 2008, p. 249 en verder J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen en civielrechtelijke praktijk*, O&F (17) 2009, afl. 3, p. 23.

Het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen: art. 4:37j Wft, een geschikte regeling voor de cv én het fgr?

de huidige definitie van de Wft – anders dan icbe's – in veel gevallen investeringsvehikels in illiquide activa (bijvoorbeeld de al eerder genoemde private-equityfondsen). Dergelijke beleggingsfondsen hebben doorgaans een looptijd van ongeveer tien jaar en de deelnemingsrechten die beleggers daarin verwerven, zijn gedurende die periode – in beginsel – niet of slecht verhandelbaar.⁶⁰ Dit investeringsprofiel (zonder eenvoudige exit voor beleggers) brengt met zich dat de investeerders doorgaans meer invloed willen uitoefenen op de beheerder en het beleggingsbeleid. Het risico op herkwalificatie ligt dan op de loer. Om deze en andere redenen sluit een cv als rechtsvorm goed aan op het 'illiquide' investeringsmodel en wordt dan ook regelmatig gebruikt om een beleggingsfonds vorm te geven.

Is art. 4:37j Wft voor de cv dan een nuttige aanvulling? Ik zou in beginsel zeggen van niet. Voor de cv geldt immers dat vennoten pas over hun aandeel in het gemeenschappelijk vermogen kunnen beschikken na vereffening: crediteuren van beleggingsfondsen kunnen zich in die gevallen naar mijn smaak daarom reeds 'bij voorrang' verhalen op het fondsvermogen.⁶¹ De cv had dus al een afgescheiden vermogen en heeft er in beginsel slechts administratieve lasten bij gekregen: een (kostbare) bewaarder is opeens verplicht. Uitgangspunt daarbij is echter wel dat het fondsvermogen ook daadwerkelijk in de gebonden gemeenschap valt en niet – zoals vaak het geval is – bij de beherend vennoot blijft, terwijl slechts de vordering op de beherend vennoot in de gebonden gemeenschap is komen te vallen. In dat laatste geval zouden de beleggers door toedoen van art. 4:37j Wft wellicht in een betere positie komen dan voorheen het geval was: nu zijn ze er immers zeker van dat het bij de bewaarder ondergebrachte vermogen afgescheiden is van diens privécrediteuren. Of de wetgever zelf ook aan deze situatie dacht bij het uitvaardigen van art. 4:37j Wft betwijfel ik: de memorie van toelichting geeft in ieder geval geen blijk van een uitgebreide analyse op dit vlak.

De memorie van toelichting en wetsgeschiedenis bij art. 4:37j Wft schieten überhaupt tekort aangaande het verschil tussen de cv en het fgr voor wat betreft het afgescheiden vermogen van beleggingsfondsen. In 2005 had dit wellicht te maken met de komst van titel 7.13 en de verwachting dat personenvennootschappen met rechtspersoonlijkheid zouden worden uitgerust en in de toekomst als beleggingsmaatschappijen in plaats van beleggingsfondsen door het leven zouden gaan.⁶² Het is mij echter niet duidelijk waarom bij implementatie van de AIFMD in 2013 (na het sneuvelen van titel 7.13 in 2011) geen onderscheid is gemaakt tussen beleggingsfondsen die naar civiel recht wél een afgescheiden vermogen kunnen hebben (de cv bijvoorbeeld) en beleggingsfondsen die dat niet kunnen hebben (een fgr). Nu lijkt het er in ieder geval op dat de wetgever bij het opstellen van art. 4:37j Wft vooral aan het fgr heeft gedacht, de cv wordt namelijk wat artistiek met een bewaarder opgezaald. *De facto* verschilt deze bewaarder overigens

60 Het gaat het doel en de strekking van dit artikel voorbij om de secundaire markt uitgebreid te behandelen.

61 Zie ook C.M. Grundmann-van de Krol, *Regulering beleggingsinstellingen en icbe's in de Wft*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2013, p. 224.

62 Vgl. Kamerstukken II 2002/03, 28998, 3, p. 19.

M.C. Maters

niet veel van de wijze waarop de beherend vennoot voor implementatie van de AIFMD werd vormgegeven: een *special purpose vehicle* dat zich doorgaans uitsluitend met één fonds bezighield, maar als vennoot wel tot het samenwerkingsverband behoorde. De bewaarder kan dat – gelet op diens voorgeschreven enig statutair doel – niet.

In zijn huidige redactie houdt art. 4:37j Wft wat mij betreft dus te weinig rekening met de kenmerken van een cv, en dat is jammer: de wetgever had de bestaande verschillen tussen de cv en het fgr voor de verwezenlijking van het doel van art. 4:37j Wft – het beschermen van beleggers tegen verhaal van derden (die niets met het beleggingsfonds te maken hebben) op het fondsvermogen – namelijk juist in zijn voordeel kunnen gebruiken. Bijvoorbeeld door te bekijken wat de mogelijkheden waren voor Stokkermans' concept van 'wisselvertegenwoordiging'. Als levering aan de beherend vennoot q.q. in alle gevallen zou volstaan om in het afgescheiden vermogen van de cv te leveren, genieten de beleggers in een cv immers dezelfde bescherming als die welke art. 4:37j Wft beoogt te bieden.

Daarmee was de wetgever allereerst de praktijk tegemoetgekomen: administratieve lasten voor vergunninghoudende beheerders die reeds gebruik maakten van een cv als rechtsvorm voor hun beleggingsfonds hadden zo voorkomen kunnen worden. Dat is nu niet gebeurd, aangezien vergunninghoudende beheerders – ongeacht of de activa van het beleggingsfonds nu wel of niet in de gebonden gemeenschap vallen – allemaal verplicht zijn om bewaarders op te richten (en daar bestuurders te benoemen en in overeenstemming met de wet administratie te voeren) en hun beleggers adequaat te informeren over de gewijzigde structuur. Maar er is meer. Een groot voordeel dat verbonden is aan de cv, is dat het afgescheiden vermogen van de cv niet slechts is voorbehouden aan vergunningplichtige beheerders, maar ook kan gelden voor de 'kleine' beheerders die niet de eerder besproken drempelwaarden halen. Gelet op de beperkte(re) financiële omvang, organisatie, diversificatie en dus veerkracht van de beleggingsfondsen die worden beheerd door 'kleine' beheerders, zijn dat misschien ook wel de beleggingsfondsen waar de beleggers het meest gebaat zijn bij vermogensscheiding. De wetgever had dus – indien hij het reeds bestaande afgescheiden vermogen van de cv had aangewend om het doel van art. 4:37j Wft te verwezenlijken – ook nog (zonder de 'kleine' beheerders op kosten te jagen) bescherming kunnen bieden aan een groep beleggers die nu nog wel de dupe kunnen worden van de privébesognes van de 'kleine' beheerder aan wie ze hun geld hebben toevertrouwd.