

# De AIFMD-bewaarder; praktische gevolgen voor Nederlandse beleggingsinstellingen

Mr. R. K. Th. J. Smits \*

## Inleiding

Op 2 oktober jl. heeft de Tweede Kamer het wetsvoorstel tot implementatie van de Europese Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen aangenomen.<sup>1</sup> Deze richtlijn<sup>2</sup> – in het Engels de *Alternative Investment Fund Managers Directive* genaamd en hierna aangehaald als de AIFM-richtlijn – bevat ook vereisten die aan bewaarders van beleggingsinstellingen worden gesteld. Aangezien veel Nederlandse beleggingsinstellingen momenteel niet onder toezicht staan, zullen deze vereisten in sommige gevallen vergaande gevolgen hebben. De AIFM-richtlijn zal met name worden geïmplementeerd door een wijziging van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Deze bijdrage schetst een aantal praktische gevolgen voor in Nederland bestaande structuren.

## De AIFM-richtlijn

De AIFM-richtlijn is een rechtstreeks gevolg van de financiële crisis van 2008 en is een van de eerste concrete maatregelen van de Europese Unie. Een eerste concept van de richtlijn was reeds in 2009 beschikbaar en er is sindsdien zwaar onderhandeld. De AIFM-richtlijn is op 8 juni 2011 aangenomen door het Europees Parlement en de Europese Raad en dient op 22 juli 2013 in de nationale wetgeving van de lidstaten te zijn opgenomen. De titel van de AIFM-richtlijn doet vermoeden dat de reikwijdte beperkt is, omdat wordt gerefereerd aan alternatieve beleggingsinstellingen. Het is echter niet zo dat de AIFM-richtlijn uitsluitend van toepassing is op *hedge funds* en *private equity funds* en andere fondsen die normaliter doorgaan voor alternatieve beleggingsinstellingen. De AIFM-richtlijn is van toepassing op alle beheerders van alle typen van beleggingsinstellingen anders dan UCITS, dat zijn beleggingsinstellingen die voldoen aan de vereisten van de UCITS-richtlijn.<sup>3</sup> Alle beleggingsinstellingen die geen UCITS zijn, vallen er derhalve onder, zoals gewone aandelenfondsen en obligatiefondsen, maar ook beleggingsfondsen waar uitsluitend institutionele beleggers in deelnemen, of beleggingsinstellingen die momenteel anderszins niet onder toezicht vallen, bijvoorbeeld omdat de minimuminleg EUR 100.000 bedraagt. Met de

implementatie van de AIFM-richtlijn vervallen in beginsel alle uitzonderingen op de vergunningplicht die de Wft thans kent voor beheerders van beleggingsinstellingen. De AIFM-richtlijn kent weliswaar een aantal vrijstellingen en uitzonderingen, maar een zeer groot deel van de thans niet onder toezicht staande beleggingsinstellingen zal door de AIFM-richtlijn worden geraakt. Op het laatste moment is het wetsvoorstel gewijzigd om een uitzondering op te nemen voor beleggingsfondsen waar uitsluitend pensioenfondsen in beleggen, zodat het beheer van dit type beleggingsfondsen zal zijn uitgezonderd.

## Vergunningplicht voor de beheerder

De AIFM-richtlijn legt een vergunningplicht op aan de beheerder van beleggingsinstellingen; de beleggingsinstellingen worden zelf niet vergunningplichtig. De beheerder zal onder meer moeten voldoen aan kapitaalvereisten, aan vereisten ten aanzien van de bedrijfsvoering, aan specifieke informatievoorziening en aan bestuurdersvereisten. Voorts zijn er afhankelijk van het type beleggingsinstelling en het beleggingsbeleid dat wordt gevoerd, bijvoorbeeld het hanteren van *leverage* of een *private equity*-strategie, nadere eisen die worden gesteld. Deze bijdrage gaat verder niet in op de eisen die aan beheerders worden gesteld. Voor alle beheerders geldt echter dat zij een bewaarder zullen moeten aanstellen voor elke beleggingsinstelling die door hen wordt beheerd.

## De bewaarder

In algemene zin is de functie van de bewaarder het houden van de beleggingen van de beleggingsinstelling en het op onderdelen ondersteunen en controleren van de beheerder. Ten aanzien van het houden van de beleggingen verwijst overweging 32 van de AIFM-richtlijn naar recente ontwikkelingen die aanleiding geven om het houden van beleggingen te scheiden van de beheersfuncties. Met deze recente ontwikkelingen doelt de AIFM-richtlijn waarschijnlijk op de val van Lehman en de Madoff-fraude. In Nederland is het al geruime tijd gebruik bij niet onder toezicht staande beleggingsfondsen om een aparte bewaarder aan te stellen om de beleggingen te houden, zodat de beleggingen niet op de balans van de beheerder staan, maar veelal worden deze bewaarders bestuurd door (werknemers van) de beheerder of bevinden zij zich anderszins

\* Mr. R.K.Th.J. Smits is advocaat bij Clifford Chance te Amsterdam.

1. Kamerstukken I 2012/13, 33 235, A.

2. Richtlijn 2011/61/EU.

3. Richtlijn 2009/65/EG.

in de invloedssfeer van de beheerder. De AIFM-richtlijn vereist dat de bewaarders onafhankelijk van de beheerder zullen optreden, hetgeen zal betekenen dat de beheerder geen invloed op de bewaarder zal kunnen uitoefenen. Dit sluit niet uit dat beide tot dezelfde groep behoren, maar het betekent wel dat de bewaarder een onafhankelijke operationele organisatie zal moeten opzetten. De bewaarder zal de aan hem toebedeelde taken zelf moeten uitvoeren; hij mag geen werkzaamheden uitbesteden anders dan het daadwerkelijk houden van effecten (door *custodians* en *sub-custodians*). Voor veel organisaties zal dit betekenen dat de wijze waarop men momenteel invulling geeft aan de bewaardersfunctie drastisch zal veranderen. Het onafhankelijkheidsvereiste geldt vandaag de dag reeds voor onder toezicht staande beleggingsinstellingen, maar de beperking in uitbesteding nog niet.

### Kwaliteitseisen

Aan een bewaarder worden kwalitatieve eisen gesteld. Als bewaarder kan namelijk slechts optreden een kredietinstelling of beleggingsonderneming met statutaire zetel in een van de lidstaten van de Europese Unie of een andersoortige instelling die onderworpen is aan prudentieel toezicht en die voorts voldoet aan de eisen die de UCITS-richtlijn aan bewaarders stelt. Voorts wordt aan bewaarders de eis gesteld dat ze een vestiging hebben in de lidstaat van herkomst van de beleggingsinstelling. Bewaarders die optreden voor beleggingsinstellingen die niet in financiële instrumenten beleggen maar in 'overige activa' (bijvoorbeeld onroerend goed), kunnen onder bepaalde omstandigheden ook andersoortige bewaarders zijn. Aan deze zogenoemde 'alternatieve bewaarder' wordt de eis gesteld dat deze de bewaardertaken dient te vervullen in het kader van zijn beroeps- of bedrijfsuitoefening ten aanzien waarvan de bewaarder verplicht is zich in te schrijven in een wettelijk erkend beroepsregister, of moet voldoen aan wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen inzake beroepsmoraal, en de eis dat de bewaarder voldoende financiële waarborgen en vakbekwaamheid kan bieden. Met deze generieke eisen onderkent de AIFM-richtlijn dat voor het zijn van bewaarder voor beleggingsinstellingen die niet in financiële instrumenten beleggen, geen specifieke categorie dienstverleners in de markt aanwezig is. In Nederland wordt veelal gesuggereerd dat bijvoorbeeld trustkantoren deze rol kunnen vervullen.

Beleggingsinstellingen die beleggen in financiële instrumenten gebruiken thans veelal een stichting, BV of NV als bewaarder. Voor deze typen bewaarders betekenen genoemde kwaliteitseisen dat deze niet zonder meer zullen voldoen. Een dergelijke bewaarder is immers geen bank of beleggingsonderneming. Wellicht dat een dergelijke bewaarder kan worden ingericht conform de eisen die de UCITS-richtlijn thans stelt. Maar de UCITS-richtlijn zal op termijn worden gewijzigd en het concept voor een wijziging van de UCITS-richtlijn (UCITS V genaamd) is op 3 juli jl. gepubliceerd.<sup>4</sup> In dat concept worden de daar geldende eisen voor een bewaarder zodanig aange-

scherpt dat een UCITS-bewaarder ook een kredietinstelling of een beleggingsonderneming zal moeten zijn. Indien deze aanscherpingen ook in de definitieve herziening van de UCITS-richtlijn worden doorgevoerd, zal de genoemde verwijzing in de AIFM-richtlijn naar de UCITS-richtlijn tot een lege huls verworden. Veelal zullen derhalve uitsluitend kredietinstellingen en beleggingsondernemingen als AIFM-bewaarder kunnen optreden. Beheerders van beleggingsinstellingen kijken daarom primair naar hun *custodian* om deze functie te vervullen.

Voor buitenlandse *custodians* die als AIFM-bewaarder willen optreden voor Nederlandse beleggingsinstellingen is daarbij van belang dat zij statutair gevestigd zijn in een lidstaat van de Europese Unie en een vestiging hebben in Nederland. Dat betekent dat een *custodian* die statutair in Engeland is gevestigd, in aanmerking komt als deze een bijkantoor in Nederland heeft. Een Amerikaanse *custodian*, of andere *custodian* die buiten de Europese Unie is gevestigd, komt niet in aanmerking, ook niet als deze via zijn kantoor in Londen optreedt. De AIFM-richtlijn geeft geen nadere toelichting op de rol en functie van het bijkantoor. Zo is vooralsnog niet duidelijk welke activiteiten die de AIFM-richtlijn een bewaarder toebedeelt (zie hierna) ook daadwerkelijk vanuit het Nederlandse bijkantoor moeten worden verricht en welke activiteiten vanuit het hoofdkantoor van de bewaarder (of vanuit een andere vestiging van de bewaarder) mogen worden verricht. Voor *custodians* is duidelijkheid hieromtrent gewenst, omdat buitenlandse *custodians* hun activiteiten in het Nederlandse bijkantoor veelal beperken tot *sales & marketing* en relatiebeheer. Operationele activiteiten vinden veelal plaats vanuit het hoofdkantoor of vanuit een elders gelegen zogenoemd *center of excellence* of *operational hub*.

### Eén bewaarder per fonds

De AIFM-richtlijn laat niet toe dat een beleggingsinstelling meer dan één bewaarder heeft. Artikel 21 lid 1 van de AIFM-richtlijn spreekt over een 'individuele bewaarder' en in het Engels over een '*single depositary*'. Voor beleggingsinstellingen die beleggen in financiële instrumenten en gebruik maken van meerdere *custodians* betekent dit dat een keuze gemaakt zal moeten worden. Er kan slechts één van die *custodians* als bewaarder optreden. De overige *custodians* kunnen nog steeds hun deel van het fondsvermogen in bewaring houden, maar kunnen dat niet meer rechtstreeks voor de beleggingsinstelling doen. De bewaring zal dan getrappt plaatsvinden. De AIFM-bewaarder houdt immers alle financiële instrumenten van de beleggingsinstelling, maar mag het houden van financiële instrumenten delegeren (lees: *sub-custodians* inschakelen). Dat zal betekenen dat de overige *custodians* de bewaarder als klant krijgen in plaats van de beleggingsinstelling. De vraag die zich in de praktijk voordoet, is er naast een van concurrentie ook een van aansprakelijkheid. De bewaarder is immers richting de beleggingsinstelling en de deelnemers aansprakelijk, ook indien hij derden inschakelt. De inhoud van *custody*-contracten zal op deze getrapte structuur moeten worden afgestemd.

4. <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/ucits/20120703-proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/ucits/20120703-proposal_en.pdf)>.

Een soortgelijke schakering doet zich voor bij *hedge*-fondsen en andere fondsen die van *prime brokers* gebruik maken. Een *prime broker* heeft per definitie financiële instrumenten van de beleggingsinstelling onder zich. Momenteel kunnen beleggingsinstellingen van meerdere *prime brokers* gebruik maken en bij elke *prime broker* een effectenrekening aanhouden. Onder de AIFM-richtlijn zal een beheerder een bewaarder dienen aan te stellen die bij al die *prime brokers* rekeningen aanhoudt. Voor een dergelijke bewaarder zal het een uitdaging zijn om de taken die een bewaarder heeft naar behoren te vervullen, gegeven de snelheid en complexiteit waarmee *prime brokers* plegen te handelen. Het *custody*-gedeelte van de *prime brokerage agreement*, die in dat geval tussen de bewaarder en de *prime broker* zal worden afgesloten, zal navenante aandacht dienen te krijgen. Het vereiste dat een beleggingsinstelling één bewaarder heeft, betekent niet dat bewaarders slechts voor één beleggingsinstelling kunnen optreden. Een bewaarder kan bewaarder zijn van meerdere beleggingsinstellingen, met dien verstande dat voor beleggingsfondsen die een beleggingsbeleid voeren waar een reëel risico uit volgt dat het vermogen van het beleggingsfonds ontoereikend zal zijn om crediteuren te voldoen, de aanvullende eis geldt dat de juridische eigendom van de activa van een dergelijk beleggingsfonds moet worden gehouden door een entiteit die uitsluitend ten behoeve van dat fonds houdt (art. 4:37j van het wetsvoorstel). Deze aanvullende eis volgt niet uit de AIFM-richtlijn, maar is een Nederlandse vinding.<sup>5</sup>

### Taken van de bewaarder

De belangrijkste taak van de bewaarder is uiteraard gelegen in het 'bewaren' van de activa van de beleggingsinstelling. De AIFM-richtlijn maakt een onderscheid tussen financiële instrumenten die in bewaarneming kunnen worden genomen en overige activa. Ten aanzien van financiële instrumenten die in bewaarneming kunnen worden genomen, bepaalt de AIFM-richtlijn in artikel 21 lid 7 het volgende:

'De bewaarder houdt alle financiële instrumenten in bewaarneming die kunnen worden geregistreerd op een financiële-instrumentenrekening in de boeken van de bewaarder, alsook alle financiële instrumenten die fysiek aan de bewaarder worden geleverd.'

Dit betekent niet dat de bewaarder ook de juridisch eigenaar van het fondsvermogen hoeft te zijn.<sup>6</sup> Dat is een belangrijk verschil met de huidige situatie, die kort gezegd inhoudt dat de bewaarder juridisch eigenaar is van het fondsvermogen en de eigendom houdt ten behoeve van de deelnemers. De gedachte in de AIFM-richtlijn is dat eigendomsrechten bij de beleg-

gingsinstelling rusten, of bij de beheerder die eigendomsrechten houdt ten behoeve van de beleggingsinstelling. Ten aanzien van de 'overige activa' heeft de bewaarder geen verplichting om deze te 'houden', maar dient hij met name eigendomsrechten (van de beleggingsinstelling) te verifiëren. Het onderscheid is gelegen in het feit dat deze overige activa (bijvoorbeeld onroerend goed) niet op een effectenrekening worden gehouden die de bewaarder in zijn administratie voor de beleggingsinstelling zou kunnen openen. De beleggingsinstelling houdt deze activa derhalve rechtstreeks.

De overige taken van de AIFM-bewaarder bestaan met name uit het zorg dragen voor een ordentelijk verloop van de operationele afhandeling van toe- en uittredingen en (des)investeringen:

1. De bewaarder zorgt er in het algemeen voor dat de kasstromen van beleggingsinstellingen gecontroleerd worden, en in het bijzonder dat alle betalingen door of namens beleggers bij deelname in de beleggingsinstelling ontvangen zijn en dat alle gelden van de beleggingsinstelling op de juiste geldrekeningen gecrediteerd worden.
2. De bewaarder dient ervoor te zorgen dat de verkoop, uitgifte, inkoop, *redemption* en intrekking van deelnemingsrechten gebeurt overeenkomstig de regels van de beleggingsinstelling.
3. De bewaarder dient zich ervan te vergewissen dat de waardering van de deelnemingsrechten wordt berekend overeenkomstig de waarderingsregels die gelden voor de betreffende beleggingsinstelling. De bewaarder kan die waardering onder omstandigheden zelf doen, maar als dat niet het geval is, dient de partij die de waardering doet (de beheerder van het fonds of een externe *valuer*), te controleren op de naleving van de waarderingsregels die gelden voor het fonds; die waarderingsregels worden op hoofdlijnen ook door de AIFMD voorgeschreven.
4. De bewaarder dient zich ervan te vergewissen dat betalingen die de beleggingsinstelling in transacties dient te ontvangen binnen de gebruikelijke termijnen worden gedaan.
5. De bewaarder dient zich ervan te vergewissen dat uitkeringen (bijvoorbeeld rente of dividend) worden aangewend conform de regels van de beleggingsinstelling.
6. De selectie en monitoring van (*sub*-)*custodians* worden door de bewaarder gedaan. De bewaarder dient onder meer te kijken naar de toereikendheid van de deskundigheid, het toezicht (inclusief kapitaalvereisten) en de wijze waarop de (*sub*-)*custodian* invulling geeft aan vermogensscheiding.

De Uitvoeringsverordening van de Europese Commissie die op de AIFM-richtlijn gebaseerd is, geeft nadere invulling aan deze taken en verantwoordelijkheden. De taken en verplichtingen van een bewaarder worden vastgelegd in een overeenkomst met de bewaarder. Ingevolge artikel 4:37f van het wetsvoorstel tot implementatie van de AIFM-richtlijn dient de beheerder van de beleggingsinstelling deze overeenkomst met de bewaarder aan te gaan. De Uitvoeringsverordening laat ech-

5. De achterliggende gedachte voor het gebruik van een aparte entiteit in deze gevallen is een verdergaande vorm van vermogensscheiding. Zie voor beschouwingen hieromtrent J.C.A. Tonino, Vermogensscheiding in het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn: nog steeds op zee, land in zicht?, Tijdschrift voor Financieel Recht 2012, p. 352-360.

6. Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 82 en M.R. Hoekstra, Van bewaarder naar AIFMD *depository*, Tijdschrift voor Financieel Recht 2012, p. 365.

ter de mogelijkheid open dat deze overeenkomst rechtstreeks tussen de beleggingsinstelling en de bewaarder wordt aangegaan (zie art. 84 lid 1 (concept-)Uitvoeringsverordening). Dat lijkt een klein technisch verschil zonder praktische gevolgen, maar veel beleggingsinstellingen met rechtspersoonlijkheid en een aparte beheerder zijn uit *governance*-overwegingen zodanig gestructureerd dat het de beleggingsinstelling is die dienstverleners benoemt en niet de beheerder.

### Gevolgen voor Nederlandse structuren

Voor Nederlandse beleggingsinstellingen die onder de reikwijdte van de AIFM-richtlijn zullen vallen, geldt derhalve dat altijd een bewaarder zal moeten worden aangesteld. Voor beleggingsinstellingen die rechtspersoonlijkheid hebben (beleggingsmaatschappijen), zal dat iets nieuws zijn. Beleggingsmaatschappijen hebben tot nu toe niet of nauwelijks bewaarders gebruikt. Beleggingsmaatschappijen die beleggen in financiële instrumenten hebben uiteraard effectenrekeningen bij *custodians* (banken), maar zij zijn niet gewend aan bewaarders die een controlerende rol vervullen. Veelal zullen deze beleggingsmaatschappijen kijken naar hun *custodian* om de AIFM-bewaarder te worden. Voor beleggingsmaatschappijen die niet in financiële instrumenten beleggen maar in 'overige activa', zoals onroerend goed of *private equity* – die aandelen zullen veelal niet op een effectenrekening kunnen worden aangehouden – ligt de uitdaging in het vinden van een bewaarder die deze rol op zich wil nemen. Zoals eerder is aangegeven, hoeft deze bewaarder geen bank, beleggingsonderneming of UCITS-bewaarder te zijn.

Voor beleggingsinstellingen zonder rechtspersoonlijkheid (beleggingsfondsen) betekent de verplichte bewaarder waarschijnlijk een verschuiving van werkzaamheden van de huidige stichting-bewaarder, of de BV of NV die nu als bewaarder wordt gebruikt, naar de *custodian*. De huidige bewaarder zal niet aan de kwaliteitseisen voldoen en na invoering van UCITS V zal ook de mogelijkheid dat een stichting-bewaarder (of BV of NV) wordt omgevormd tot een UCITS-bewaarder verdwenen zijn indien het concept van UCITS V op dit punt ongewijzigd blijft. Het is wellicht mogelijk dat de huidige bewaarder een vergunning aanvraagt als beleggingsonderneming, maar daartoe zullen – naar het zich laat aanzien – naast de bewaardersactiviteiten ook andere werkzaamheden moeten worden ontplooid. Voor alleen de bewaardersactiviteit kan technisch gezien geen vergunning worden verleend. Dit levert een groot nadeel op voor beheerders die naast hun beheerorganisatie ook een bewaardersorganisatie hebben opgetuigd. Deze bewaarders kunnen nu voldoen aan de vereisten van de Wft, maar zullen dat nadat de gewijzigde Wft in werking is getreden niet meer kunnen vanwege de kwaliteitsvereisten. Deze beheerders worden daardoor gedwongen om externe dienstverleners in te schakelen (met bijbehorende kosten). Het levert overigens een groot concurrentienadeel op voor commerciële bewaarders die hun functie ter beschikking stellen aan beleggingsfondsen. Deze commerciële bewaarders zullen hoogstwaarschijnlijk ook niet in aanmerking komen voor een

vergunning als beleggingsonderneming, omdat zij alleen bewaren en geen beleggingsdiensten verlenen, zodat een vergunning als beleggingsonderneming waarschijnlijk niet zal worden verleend.

Het aanstellen van *custodians* of andere in aanmerking komende partijen om de bewaardersrol te vervullen betekent geenszins dat de huidige structuren aangepast hoeven te worden. De huidige bewaarders kunnen blijven bestaan, maar hun rol zal worden beperkt tot rekeninghouder bij de nieuwe bewaarder. Aangezien de AIFM-richtlijn geen eisen stelt aan de wijze waarop een beleggingsinstelling vormgegeven moet worden, kan de huidige bewaarder daardoor onderdeel blijven vormen van een beleggingsinstelling. De controlerende activiteiten zullen door de nieuwe bewaarder (de AIFM-bewaarder) worden uitgevoerd. Wel zullen de *custody*-overeenkomsten met de *custodian* moeten worden aangepast om te voldoen aan de eisen die de AIFM-richtlijn stelt aan deze overeenkomsten en zal het prospectus van het fonds en andere fondsspecifieke documentatie moeten worden aangepast. De praktische gevolgen van het aanstellen van de *custodian* als AIFM-bewaarder zullen uiteraard vergaand zijn. De *custodian* zal zich in zijn nieuwe rol intensief bemoeien met de operationele aspecten van de beleggingsinstelling (en de beheerder). Dat zal nodig zijn om uitvoering te kunnen geven aan zijn taken. De aansprakelijkheid die de bewaarder heeft (zie hierna), zal ervoor zorgen dat de bewaarder zijn rol niet lichtzinnig zal opvatten. De wijze waarop de Nederlandse wetgever praktische invulling geeft aan veel van de taken van de bewaarder is nog niet duidelijk. Dit zal moeten blijken uit een gewijzigd Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen, waarin artikel 21 lid 7 t/m 9 AIFM-richtlijn, dat het grootste deel van de taken van de bewaarder bevat, geïmplementeerd zal worden. Ook de invulling van de bewaardersrol zoals die in de loop der jaren door de AFM vorm is gegeven, zal aanpassing behoeven. Zo zullen de eisen die worden gesteld aan de volmacht die de bewaarder aan de beheerder geeft, in lijn moeten worden gebracht met de functie die de AIFM-richtlijn aan de bewaarder toebedeelt.

Onder de AIFM-richtlijn en de wijze waarop deze in Nederland wordt geïmplementeerd in de Wft is het overigens wel degelijk mogelijk om een beleggingsfonds te structureren zonder de huidige bewaarder (de stichting, BV of NV). Er is immers geen enkel vereiste om een dergelijke entiteit in de fondsstructuur op te nemen of te houden. Het fonds voor gemene rekening wordt veelal wel zo opgezet, maar er is geen bepaling vanuit het civiele recht die dat dwingendrechtelijk voorschrijft. Het ontbreken van een dergelijke 'rekeninghouder' zou er echter toe leiden dat de AIFM-bewaarder het fondsvermogen voor een andere 'rekeninghouder' zou bewaren: het fonds of zijn beheerder ten behoeve van het fonds. Het (min of meer) gesloten Nederlandse goederenrechtelijke stelsel brengt dan met zich dat het juridisch eigendom van het fondsvermogen in dat geval aan die rekeninghouder zal worden toegekend. Een beleggingsfonds zal geen juridisch eigenaar kunnen zijn, omdat het per definitie geen rechtspersoonlijk-

heid kent. Indien de beheerder juridisch eigenaar zal zijn, ten behoeve van de deelnemers in het fonds, brengt dat weer de aloude discussie omtrent vermogensscheiding met zich. Het wetsvoorstel tot implementatie van de AIFM-richtlijn biedt daar anders dan de rangregeling geen houvast in.

Beleggingsinstellingen die zowel in financiële instrumenten beleggen, die op een effectenrekening kunnen worden geadmistreerd, als in overige activa zullen de verplichte bewaarder tot verdergaande structurering nopen. *Hedge funds* bijvoorbeeld hebben veelal OTC-derivaten in portefeuille, die per definitie niet op een effectenrekening kunnen worden geadmistreerd, en tevens financiële instrumenten, die wel op een effectenrekening kunnen worden geadmistreerd. Aangezien een beleggingsinstelling maar één bewaarder kan hebben, zal een dergelijke beleggingsinstelling een bewaarder moeten aanstellen die de financiële instrumenten in bewaring kan nemen en tevens de bewaarderstaken ten aanzien van deze OTC-derivaten kan vervullen. De selectie en keuze van een dergelijke bewaarder krijgen een extra dimensie als de risk-managementfunctie tevens door een *service provider* moet worden vervuld. Onder de AIFM-richtlijn zal een beleggingsinstelling een separate risk-managementfunctie moeten instellen. De beheerder kan deze functie zelf vervullen (onder voorwaarden), maar veel beheerders van fondsen die derivatenposities innemen, besteden deze functie uit aan gespecialiseerde risk managers. Aangezien de risk-managementfunctie en de bewaardersrol nooit samen mogen gaan, zal de beheerder zijn risk manager niet aan kunnen stellen als bewaarder.

### Aansprakelijkheid

Veel *custodians* zullen de functie van AIFM-bewaarder op zich willen nemen, omdat het in het verlengde ligt van hun huidige werkzaamheden. De operationele taken zullen zij hoogstwaarschijnlijk zonder al te veel problemen kunnen verrichten. Een belangrijk verschil met de reguliere *custody*-werkzaamheden is echter de aansprakelijkheid die de AIFM-richtlijn bewaarders oplegt (art. 21 lid 12). De bewaarder is aansprakelijk voor 'een verlies van een in bewaarneming genomen financieel instrument'. In een dergelijk geval dient de bewaarder een identiek financieel instrument 'onverwijld' te retourneren. Dat is slechts anders indien de bewaarder kan aantonen dat het verlies het gevolg is van een externe gebeurtenis waarover hij redelijkerwijs geen controle heeft en waarvan de gevolgen onvermijdelijk waren, ondanks alle inspanningen om ze te verhinderen. Deze verplichting brengt kort gezegd een vorm van risicoaansprakelijkheid voor de bewaarder met zich. *Custodians* zijn gewend om in *custody*-contracten aansprakelijkheid op zich te nemen voor schade ten gevolge van nalatigheid en opzet. In die gevallen ligt de bewijslast voorts bij de cliënt van de *custodian*. De risicoaansprakelijkheid die de AIFM-richtlijn introduceert, is voor *custodians* derhalve een grote verandering. Dit zal niet alleen leiden tot uitgebreide aansprakelijkheidsbepalingen waarin dit uitgangspunt zo ver als mogelijk wordt genuanceerd, maar waarschijnlijk ook tot diversificatie in dienstverlening en tarieven. *Custodians* zullen deze

vorm van aansprakelijkheid eerder op zich nemen ten aanzien van markten, waarin de beleggingsinstelling belegt, waar waarborgen zijn om een dergelijk verlies te minimaliseren, bijvoorbeeld markten met ontwikkelde *delivery versus payment*-systemen of markten waarin de levering van fysieke effecten niet of nagenoeg niet voorkomt, zodat een verlies beperkt is tot verliezen door administratieve fouten. Tarifiering voor dienstverlening in markten waar deze waarborgen niet of niet in voldoende mate aanwezig zijn, zal waarschijnlijk anders komen te liggen.

De aansprakelijkheid geldt namelijk ook indien de *custodian* de bewaring van financiële instrumenten heeft gedelegeerd aan derden (*sub-custodians*). De AIFM-richtlijn voorziet in de mogelijkheid dat de bewaarder zich in die gevallen van zijn aansprakelijkheid kan ontdoen, maar daar zijn vergaande voorwaarden aan verbonden. Zo dient de *sub-custodian* deze aansprakelijkheid te aanvaarden en dient de beleggingsinstelling een rechtstreekse vordering op de *sub-custodian* te verkrijgen. Uiteraard behoeft een dergelijk arrangement de voorafgaande instemming van de beleggingsinstelling, die wat dat betreft de *one-stop-shop*-gedachte zal moeten loslaten. Linksom of rechtsom zal deze aansprakelijkheid derhalve ook doorwerken in de *custody*-contracten die de *custodian* met zijn *sub-custodians* heeft.

Een andere verandering voor *custodians* is dat zij rechtstreeks jegens de beleggers in de beleggingsinstelling aansprakelijk worden. Daar waar *custodians* nu uitsluitend nog een beleggingsinstelling als *custody*-cliënt hebben en deelnemers geen rechtstreekse aanspraken op de *custodian* hebben, zullen deelnemers de bewaarder/*custodian* rechtstreeks aansprakelijk moeten kunnen stellen. Daartoe zal de overeenkomst die de beheerder met de bewaarder aangaat een derdenbeding moeten bevatten.

### Conclusie

De AIFM-richtlijn zal tot gevolg hebben dat Nederlandse beleggingsinstellingen bewaarders moeten introduceren en daar waar reeds van bewaarders gebruik wordt gemaakt, zullen nieuwe typen bewaarders hun intrede doen. De AIFM-richtlijn houdt wat dat betreft geen rekening met bestaande structuren. De bewaarder zoals deze is opgenomen in de huidige Wft heeft daarmee zijn langste tijd gehad. Voor beleggingsinstellingen en *custodians* is het een uitdaging om bij elkaar te komen. De nadere invulling van de eisen in het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen zal daarbij van groot belang zijn. De Uitvoeringsverordening zal in haar definitieve vorm – die ten tijde van het schrijven van deze bijdrage nog niet beschikbaar was – nadere invulling geven aan de aansprakelijkheid van de bewaarder.