

Vermogensbeheer

1 Inleiding: het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten en het aangaan van derivatentransacties door openbare lichamen

- 1.1 Openbare lichamen zijn bij het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten en het aangaan van derivatentransacties onderworpen aan de beperkingen die voortvloeien uit de Wet financiering decentrale overheden (de "**Wet fido**"), de Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden (de "**Ruddo**") en de hieraan gerelateerde wet- en regelgeving, waaronder het Besluit leningvoorwaarden decentrale overheden en de Uitvoeringsregeling financiering decentrale overheden. Bij het verrichten van deze uitzettingen en het aangaan van derivatentransacties hebben openbare lichamen te maken met verschillende financiële ondernemingen.
- 1.2 Deze financiële ondernemingen zijn onderworpen aan financiële toezichtregels die beogen afnemers van financiële producten en diensten te beschermen. In Nederland is het financieel toezicht grotendeels gebaseerd op één algemene toezichtwet die geldt voor verschillende financiële ondernemingen: de Wet op het financieel toezicht (de "**Wft**"). De Wft bevat gedragsregels en bedrijfseconomische regels voor financiële ondernemingen. Naast het financieel toezichtregime van de Wft biedt de Wet giraal effectenverkeer (de "**Wge**") aan afnemers van financiële producten en diensten bescherming. De bescherming van de Wge is gericht tegen de gevolgen van het faillissement van de financiële onderneming (een (bank)beleggingsonderneming) waar effecten in bewaring zijn gegeven. Het is van belang dat openbare lichamen als afnemers van financiële producten en diensten bekend zijn met de regelgeving waaraan de aanbieders van die producten en diensten zich moeten houden en deze regelgeving bovendien kunnen plaatsen binnen de context van de regels voor het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten en het aangaan van derivatentransacties onder de Wet fido en de Ruddo.
- 1.3 Met de vragen en antwoorden (de "**V&A**") in deze paragraaf beoogt het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties de openbare lichamen te informeren over de volgende onderwerpen:
- (a) de financiële markten en de rol van de overheid (**paragraaf 2**).
 - (b) beleggingsdienstverlening (**paragraaf 3**);
 - (c) collectief vermogensbeheer; het beleggen in fondsen (**paragraaf 4**);
 - (d) depositogarantiestelsel en beleggerscompensatieregeling (**paragraaf 5**); en
 - (e) de aanvaardbaarheid van specifieke uitzettingen en derivaten volgens de Wet fido (**paragraaf 6**).

Benadrukt wordt dat het hierbij gaat om het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten en het aangaan van derivatentransacties uit hoofde van de treasuryfunctie van openbare lichamen. De vragen en antwoorden in deze paragraaf zien niet op het uitzetten van middelen, door bijvoorbeeld het

verstrekken van leningen of garanties, voor de uitoefening van de publieke taak.

- 1.4 Voor een beschrijving van het juridische kader van de hierboven genoemde onderwerpen raden wij u aan de [bronnennotitie](#) te lezen op Rijksoverheid.nl. **Let op: de bronnennotitie is op geen enkele wijze te beschouwen als juridisch advies. De bronnennotitie heeft uitsluitend een informatief karakter.**

2 De financiële markten en de rol van de overheid

2.1 Welke doelen streeft de overheid in algemene zin na met haar ingrijpen in de financiële marktsector?

De noodzaak van het overheidsingrijpen in de financiële marktsector heeft een economische achtergrond. Het doel is onder meer om hierdoor:

- (a) de cliënten van financiële ondernemingen te beschermen tegen de bestaande informatieongelijkheid tussen cliënten enerzijds en financiële ondernemingen anderzijds en marktprocessen in goede banen te leiden (denk aan regels met betrekking tot effectenbeurzen);
- (b) de stabiliteit van het financiële systeem te bevorderen en de effecten van mogelijke faillissementen van financiële ondernemingen te beperken; en
- (c) de markt te beschermen tegen economische machtsposities.

2.2. Welke mate van bescherming bieden de Wet fido en de Ruddy?

2.2.1 Wat is de doelstelling van de Wet fido en de Ruddy? Wat wordt verstaan onder prudent beheer?

De Wet fido kent onder andere een bedrijfseconomische doelstelling. Hierbij staat de gezonde financiering van decentrale overheden centraal. Deze wet biedt openbare lichamen een nieuw kader voor hun financieringsbeleid en het beheer van de treasury, waarbij de nadruk ligt op het beheersen van financiële risico's, zowel op aangetrokken als op uitgezette gelden, alsmede op de flexibiliteit en transparantie van het financieringsbeleid. In het verlengde hiervan is in deze wet bepaald dat bij het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten en bij het gebruik van financiële derivaten sprake dient te zijn van prudent beheer (art. 2 lid 2 Wet fido). Het is daarbij niet toegestaan om overmatige financiële risico's aan te gaan teneinde een zo hoog mogelijk inkomen te genereren. De Ruddy bevat een uitwerking van de Wet fido op dit punt en stelt randvoorwaarden ten aanzien van uitzettingen en het gebruik van derivaten.

Het algemene uitgangspunt van prudent beheer zoals neergelegd in artikel 2 Wet fido brengt mee dat openbare lichamen niet enkel de wettelijke randvoorwaarden van de Ruddy moeten toetsen, maar zichzelf ook steeds de vraag moeten stellen of de gewenste uitzetting of derivatentransactie een prudent karakter draagt.

Zo kan een uitzetting of derivatentransactie weliswaar naar de letter van de Ruddy toelaatbaar lijken, maar onder bepaalde omstandigheden toch strijdig

zijn met de eisen van prudent beheer. Ter illustratie: een uitzetting of een derivatentransactie die voldoet aan de kredietwaardigheid- en producteisen van de artikelen 2 en 3 Ruddy, heeft mogelijk (toch) geen prudent karakter indien deze:

- (a) is gericht of geacht kan worden gericht te zijn op het genereren van inkomen door het lopen van overmatig risico;
- (b) niet aansluit op de beleggingshorizon van het openbaar lichaam; of
- (c) leidt tot een te groot concentratierisico in de beleggingsportefeuille.

Openbare lichamen dienen hun treasurybeheer op een verantwoorde wijze in te vullen, passend bij elke specifieke situatie. De Wet fido en Ruddy stellen hiertoe randvoorwaarden, maar dit neemt niet weg dat een openbaar lichaam altijd een eigen afweging moet maken, waarbij voornoemde aspecten mede in acht moeten worden genomen.

Een ander voorbeeld betreft een uitzetting op grond van het derde lid van artikel 2 Ruddy, dus in waardepapier met een solvabiliteitsweging van 0 procent (S-nul waardepapier). Indien dit waardepapier (bijvoorbeeld een staatsobligatie) wordt uitgegeven door een tegenpartij (i.c. een lidstaat van de EU/EER) die een lage rating heeft, dan is een dergelijke uitzetting naar de letter van de Ruddy toelaatbaar, omdat de ratingeisen van het eerste en tweede lid van artikel 2 Ruddy formeel niet gelden. Toch kan deze uitzetting in voorkomend geval materieel strijdig zijn met de eisen van prudent beheer zoals neergelegd in artikel 2 Wet fido. Dit zou bijvoorbeeld het geval kunnen zijn als gebeurtenissen op de financiële markten aanleiding geven te vooronderstellen dat met het aangaan van deze uitzetting overmatig risico wordt of kan worden gelopen. Openbare lichamen zullen daarom ook bij het doen van uitzettingen in S-nul waardepapier de kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruddy moeten meewegen teneinde zich rekenschap te geven van de noodzaak om te voldoen aan de eisen van prudent beheer. Zie in dit verband ook het antwoord op vraag 2.2.3 van de V&A.

Tot slot kan het doen van uitzettingen in bepaalde vormen van vastrentende waarden of hoofdsomgarantieproducten onder bepaalde omstandigheden in strijd zijn met de eisen van prudent beheer, ook al staat het openbare lichamen naar de letter van de Ruddy vrij om in deze producten te beleggen. Zie in dit verband ook de antwoorden op de vragen 6.5 en 6.6 van de V&A betreffende perpetuele leningen en achtergestelde leningen.

2.2.2 Welke randvoorwaarden stelt de Ruddy?

De Ruddy beoogt het risico te mitigeren dat openbare lichamen aan het einde van de belegging(horizon) minder dan de hoofdsom/inleg (al dan niet gecorrigeerd voor inflatie) terugkrijgen. Daarnaast beoogt de Ruddy financiële risico's te beperken door aan te geven op welke wijze risicomijdend gebruik van derivaten mogelijk is.

Om deze doelstelling te bereiken stelt de Ruddy allereerst randvoorwaarden aan de kredietwaardigheid van de tegenpartij bij wie openbare lichamen (tijdelijk) overtollige liquiditeiten uitzetten of met wie zij derivatentransacties afsluiten ("kredietwaardigheids-eisen" ter beperking van het debiteurenrisico). In

de tweede plaats stelt de Ruddy randvoorwaarden aan de vorm waarin (tijdelijk) overtollige liquiditeiten worden uitgezet ("producteisen" ter beperking van het marktrisico). Indien aan deze randvoorwaarden is voldaan, zullen de uitzettingen of derivatentransacties veelal als prudent kunnen worden beschouwd. Het is echter niet uitgesloten dat deze uitzettingen of derivatentransacties onder bepaalde omstandigheden (toch) geen prudent karakter hebben omdat zij geacht kunnen worden gericht te zijn op het genereren van inkomen door het lopen van overmatig risico.

De randvoorwaarden van de Ruddy zijn – kort gezegd – onder te verdelen in:

- (a) kredietwaardigheideisen voor tegenpartijen bij wie (tijdelijk) overtollige middelen worden uitgezet of met wie derivatentransacties worden aangegaan danwel voor de door hen uitgegeven waardepapieren (artikel 2 Ruddy);
- (b) producteisen (artikelen 3 en 3a Ruddy); en
- (c) overige eisen ter voorkoming van het lopen van overmatig financieel risico (artikelen 2a en 4 Ruddy).

De hierboven genoemde kredietwaardigheideisen, producteisen en overige eisen ter voorkoming van het lopen van overmatig financieel risico worden in de antwoorden op vragen 2.2.3 – 2.2.12 van de V&A nader toegelicht.

2.2.3 Wat zijn de kredietwaardigheids-eisen van de Ruddo en met welke risico's moet in dit kader rekening worden gehouden?

Op grond van artikel 2 Ruddo geldt dat openbare lichamen (tijdelijk) overtollige liquiditeiten slechts mogen uitzetten bij en derivatentransacties slechts mogen aangaan met financiële ondernemingen in de zin van de definitie van artikel 1 Ruddo, onder de volgende voorwaarden:

- (a) deze financiële ondernemingen beschikken voor henzelf of voor de door hen uitgegeven waardepapieren over ten minste een AA minus rating (bij uitzettingen vanaf 3 maanden) of een A rating (bij uitzettingen tot en met 3 maanden);
- (b) deze financiële ondernemingen zijn gevestigd in een lidstaat van de Europese Unie of een andere staat die partij is bij de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte (EER), die beschikt over minimaal een AA rating; en
- (c) de onder a en b bedoelde ratings zijn afgegeven door ten minste 2 gezaghebbende ratingbureaus (zoals bijvoorbeeld Standard & Poor's, Moody's, Fitch of Dominated Bond Rating Services).

Uit het derde lid van artikel 2 Ruddo en de toelichting op artikel 2 Ruddo volgt dat het ook is toegestaan om (tijdelijk) overtollige liquiditeiten uit te zetten bij tegenpartijen die waardepapier uitgeven waarvoor een solvabiliteitsweging geldt van 0%. Deze tegenpartijen kunnen centrale overheden, decentrale overheden of supranationale instellingen zijn. Ook is het mogelijk dat financiële ondernemingen of andersoortige instellingen (bijvoorbeeld woningcorporaties) waardepapier uitgeven met een solvabiliteitsweging van 0%. Dit is bijvoorbeeld het geval als het waardepapier is gegarandeerd door een centrale overheid, decentrale overheid of supranationale instelling die zelf waardepapier uitgeeft waarvoor een solvabiliteitsweging geldt van 0%. Bij een uitzetting of derivatentransactie op grond van het derde lid van artikel 2 Ruddo gelden de rating- en landeneisen zoals hierboven aangegeven onder (a), (b) en (c) niet. Dit neemt echter niet weg dat een redelijke uitleg van de algemene eisen van prudent beheer zoals neergelegd in artikel 2 van de Wet fido kan meebrengen dat onder bepaalde omstandigheden deze rating- en landeneisen wel in een afweging tot het doen van een uitzetting of het aangaan van een derivatentransactie op grond van het derde lid van artikel 2 Ruddo moeten worden meegewogen. Zie in dit verband ook het antwoord op vraag 2.2.1 van de V&A.

In de tekst van het derde lid van artikel 2 Ruddo wordt het begrip "solvabiliteitsratio" gehanteerd. Dit begrip is gedefinieerd in artikel 1 Ruddo. Uit de toelichting op het derde lid van artikel 2 Ruddo (*Stcrt.* 21 december 2000, nr. 251, p. 20, noot 6) volgt echter dat met het begrip "solvabiliteitsratio" in deze context wordt bedoeld op het begrip "risicogewicht" als bedoeld in de Regeling solvabiliteitseisen voor het kredietrisico en grote posities Wft 2010 van De Nederlandsche Bank N.V. (*Stcrt.* 16 december 2010, nr. 20938). Hiermee wordt de wegingsfactor aangeduid waarmee een vordering in de berekening van het minimumbedrag aan solvabiliteit wordt opgenomen. Om die reden wordt in het kader van de beantwoording van onderhavige vraag gesproken over "solvabiliteitsweging".

Voor uitzettingen en derivatentransacties geldt dat de (wederzijdse) betalingsverplichtingen moeten zijn uitgedrukt in euro of in één van de nationale munteenheden van de lidstaten van de EU die deelnemen aan de EMU. Dit laatste vereiste volgt uit het Besluit leningvoorwaarden decentrale overheden.

Onder een financiële onderneming in de zin van de definitie van artikel 1 sub c Ruddo wordt verstaan een onderneming die in een lidstaat het bedrijf van kredietinstelling mag uitoefenen, beleggingsdiensten mag verlenen, beleggingsinstellingen mag beheren, rechten van deelneming in een beleggingsmaatschappij mag aanbieden, of het bedrijf van verzekeraar mag uitoefenen. De definitie van financiële onderneming sluit niet aan bij de praktijk van het beleggen in (of via) een beleggingsinstelling. Technisch gezien worden de gelden namelijk niet uitgezet bij de onderneming die de beleggingsinstelling mag beheren of rechten van deelneming in een beleggingsmaatschappij mag aanbieden (de zgn. beheerder), maar bij de beleggingsinstelling zelf. Zie in dit verband ook de antwoorden op de vragen 2.2.5 en 4.3 van de V&A.

In de toelichting op de Ruddo (*Stcrt.* 21 december 2000, nr. 251, p. 20) wordt ten aanzien van de kredietwaardigheideisen benadrukt dat hierbij niet alleen kwalitatieve eisen, zoals de ratingeisen, maar ook kwantitatieve eisen, zoals het voorkomen van een (te) groot concentratierisico (het risico dat "alle eieren in één mandje" worden gelegd), van belang zijn. Diversificatie van tegenpartijen kan immers voorkomen dat een eventuele wanbetaling of faillissement van een tegenpartij een te groot beslag legt op de financiële positie van een openbaar lichaam. Openbare lichamen zijn gehouden om naast de bepalingen in de Ruddo ook deze kwantitatieve eisen in acht te nemen. Dit volgt tevens uit een redelijke uitleg van de algemene eisen van prudent beheer zoals neergelegd in de Wet fido. Zie in dit verband ook het antwoord op vraag 2.2.1 van de V&A.

2.2.4 Gelden de kredietwaardigheideisen van de Ruddo voor alle partijen met wie openbare lichamen zaken doen in het kader van het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten?

Nee, de kredietwaardigheideisen gelden op basis van de tekst van de artikelen 2 en 4 Ruddo uitsluitend ten aanzien van tegenpartijen (financiële ondernemingen), *waarin* overtollige liquiditeiten worden uitgezet of *met wie* derivatentransacties worden aangegaan. Zie ook het antwoord op vraag 2.2.3 van de V&A.

De kredietwaardigheideisen zijn niet van toepassing op financiële ondernemingen met wie openbare lichamen een contractuele relatie aangaan betreffende het verlenen van beleggingsdiensten waarbij de desbetreffende financiële onderneming niet tevens liquiditeiten of financiële instrumenten van het openbaar lichaam onder zich houdt. Op deze financiële ondernemingen wordt immers geen tegenpartijrisico gelopen. Voorbeelden van de hier bedoelde beleggingsdiensten zijn onder andere: het beheren van een individueel vermogen ("individueel vermogensbeheer"), het verstrekken van advies over financiële instrumenten ("beleggingsadvies") en het ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten

zonder daarbij beleggingsadvies te geven ("execution-only"). Dergelijke financiële ondernemingen worden in de Wft aangeduid als beleggingsonderneming. Zij dienen in Nederland markttoegang te hebben indien zij beleggingsdiensten als hiervoor bedoeld, verlenen aan openbare lichamen. Zie voor een nadere toelichting op het onderscheid tussen de verschillende beleggingsdiensten het antwoord op vraag 3.1.1. van de V&A. Let wel, het bovenstaande neemt niet weg dat de kredietinstelling (bank) waar een openbaar lichaam een geld- (en effecten)rekening aanhoudt en waarover de beleggingsonderneming (op grond van een vermogensbeheerovereenkomst of een overeenkomst tot het ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten) kan beschikken, in beginsel wél aan de criteria van artikel 2 Ruidoo moet voldoen. In de praktijk wordt echter aangenomen dat deze criteria niet van toepassing zijn op de kredietinstelling (bank) waarbij een openbaar lichaam een aan een effectenrekening gekoppelde geldrekening aanhoudt en louter kortlopende uitzettingen doet. Zie voor een nadere toelichting het antwoord op vraag 2.4.2 van de V&A.

De kredietwaardigheideisen zijn – ingeval van collectief vermogensbeheer – ook niet van toepassing op de (beheerder van) de beleggingsinstelling of de bewaarder. Voor een nadere toelichting zij verwezen naar het antwoord op vraag 2.2.5 van de V&A.

Zie voor meer informatie over beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen par. 3, p. 6 van de bronnennotitie.

2.2.5 Hoe moeten de kredietwaardigheideisen worden toegepast bij het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten in beleggingsinstellingen?

Zoals in het antwoord op vraag 2.2.4 van de V&A reeds is besproken, zijn de kredietwaardigheideisen ingeval van collectief vermogensbeheer niet van toepassing op de (beheerder van de) beleggingsinstelling of de bewaarder. Bij het beleggen in een beleggingsinstelling past een andere benadering voor de toepassing van de kredietwaardigheideisen. De kredietwaardigheideisen worden ingeval van een uitzetting van overtollige liquiditeiten in een beleggingsinstelling toegepast op het niveau van de beleggingen van de beleggingsinstelling; de (beheerder van de) beleggingsinstelling of bewaarder hoeft in dat geval niet zelf aan de rating- en landeneisen te voldoen. De beleggingen van de beleggingsinstelling, oftewel datgene waarin de beleggingsinstelling belegt, moeten echter wel aan die eisen voldoen. Dit wordt ook wel de "doorkijkbenadering" genoemd. Dit betekent dat (i) de financiële ondernemingen, waarin de (beheerder van de) beleggingsinstelling de tegen uitgifte van deelnemingsrechten verkregen overtollige liquiditeiten van openbare lichamen uitzet of waarmee de (beheerder van de) beleggingsinstelling derivatentransacties aangaat, danwel de door deze financiële ondernemingen uitgegeven waardepapieren (de beleggingstitels), moeten voldoen aan de ratingeisen (inclusief de landenrating) van artikel 2 Ruidoo of (ii) de kredietwaardigheid van de beleggingen wordt "geborgd" doordat voor het desbetreffende waardepapier een 0% solvabiliteitsweging geldt. Daarnaast geldt dat de (wederzijdse) betalingsverplichtingen moeten zijn uitgedrukt in euro of in één van de nationale munteenheden van de lidstaten van de EU die deelnemen aan de EMU.

Indien een financiële onderneming in de zin van de definitie van artikel 1 sub c Ruidoo die aan de kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruidoo voldoet, een garantie afgeeft op de deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling, welke garantie inhoudt dat (terugbetaling van) de inleg (als het ware: de "hoofdsom" van het deelnemingsrecht) aan het einde van de looptijd van het deelnemingsrecht wordt gegarandeerd (uitgedrukt in euro of in één van de nationale munteenheden van de lidstaten van de EU die deelnemen aan de EMU), dan kwalificeert het deelnemingsrecht als zodanig als hoofdsomgarantieproduct in de zin van artikel 3 Ruidoo, zodat de onderliggende beleggingen van de beleggingsinstelling niet meer aan de eisen van de Ruidoo behoeven te voldoen. In dat geval is de zgn. doorkijkbenadering niet van toepassing. In dit kader wordt opgemerkt dat het een beleggingsinstelling op grond van artikel 3:5 Wft niet is toegestaan de terugbetaling van de inleg (hoofdsom van het deelnemingsrecht) aan het eind van de looptijd van het deelnemingsrecht te garanderen. In de gevallen als hier bedoeld, zal het over het algemeen een met een beleggingsinstelling in een groep verbonden kredietinstelling zijn die een garantie afgeeft op de deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling. Zie voor een nadere toelichting op een hoofdsomgarantieproduct het antwoord op vraag 2.2.11 van de V&A.

2.2.6 Hoe moeten de kredietwaardigheids-eisen van de Ruidoo worden toegepast in geval van samengestelde beleggingen?

Met samengestelde beleggingen wordt bedoeld dat afzonderlijke beleggingstitels, uitgegeven door een of meer tegenpartijen, zijn aangekocht door een vermogensbeheerder of een beheerder van een beleggingsinstelling om vervolgens als een bij elkaar horende (gestructureerde) belegging aan te houden en te beheren. In het geval deze beleggingstitels tezamen de producteigenschap van een hoofdsomgarantieproduct in de zin van artikel 3 Ruidoo bezitten doordat ze zijn opgebouwd uit een combinatie van een hoofdsom- en een rendementcomponent, geldt dat uitsluitend de tegenpartij(en) die de beleggingstitel(s) van de hoofdsomcomponent heeft (hebben) uitgegeven, danwel de beleggingstitel(s) van de hoofdsomcomponent zelf, moet/moeten voldoen aan de kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruidoo. Een dergelijk samengesteld product voldoet in financieel-technische zin aan de eis van prudent beheer als bedoeld in artikel 2 lid 2 Wet fido, ook al voldoen de beleggingen die onderdeel zijn van het samengesteld product mogelijk op individuele basis niet aan de vereisten van artikel 2 Ruidoo. Een voorwaarde is wel dat de koppeling tussen hoofdsomcomponent en het rendementcomponent is gewaarborgd. Zo moeten de beleggingstitels van beide componenten qua looptijd op elkaar zijn afgestemd en administratief zijn geoormerkt als bij elkaar behorende beleggingen. Zie voor een nadere toelichting op een hoofdsomgarantieproduct in de zin van de Ruidoo het antwoord op vraag 2.2.11 van de V&A.

2.2.7 Mogen uitzettingen en/of derivatentransacties die niet voldoen aan de per 5 april 2009 geldende nieuwe kredietwaardigheids-eisen van de Ruidoo, worden aangehouden?

Uitzettingen en derivatentransacties die door een openbaar lichaam zijn verricht respectievelijk aangegaan vóór de datum van wijziging van de Ruddo (5 april 2009) met financiële ondernemingen die niet voldoen aan de kredietwaardigheids-eisen die gelden onder de gewijzigde Ruddo (hierna: de “nieuwe kredietwaardigheids-eisen”), mogen worden aangehouden tot de contractuele einddatum. Openbare lichamen zijn dus niet verplicht om deze uitzettingen en derivatentransacties voortijdig te beëindigen. Zij handelen in beginsel rechtmatig door deze uitzettingen en derivatentransacties aan te houden. Echter, onder bepaalde omstandigheden kan het voortzetten van deze uitzettingen en derivatentransacties als niet prudent worden beschouwd.

Dit volgt uit artikel III van de “Regeling tot wijziging van de Regeling uitzettingen en derivaten openbare lichamen en van de Uitvoeringsregeling Financiering decentrale overheden” (*Stcrt.* 3 april 2009, nr. 65, p. 4). Dit artikel bevat een overgangsregeling voor de wijzigingen van de Ruddo per 5 april 2009, waaronder de nieuwe kredietwaardigheids-eisen (de “**Overgangsregeling**”). De Overgangsregeling bepaalt met zoveel woorden dat de wijzigingen van de Ruddo niet gelden voor “*transacties ter uitvoering van de op het tijdstip van inwerkingtreding van deze regeling bestaande overeenkomsten*”. Zie in dit kader ook paragraaf 5.4 van de Handreiking Wijziging Ruddo.

Uiteraard geldt dat openbare lichamen ná de datum van wijziging van de Ruddo (5 april 2009) (tijdelijk) overtollige liquiditeiten slechts mogen uitzetten bij of slechts derivatentransacties mogen aangaan met financiële ondernemingen die aan de nieuwe kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruddo voldoen.

2.2.8 Is het toegestaan om uitzettingen en/of derivatentransacties na een downgrading aan te houden?

De Ruddo stelt rating- en landeneisen aan financiële ondernemingen “aangezien dit een beperkte kans van faillissement van de tegenpartij inhoudt”. Hoewel voor iedere uitzetting geldt dat de rating op het moment dat de uitzetting gedaan wordt bepalend is (en de desbetreffende uitzetting dus ook na een downgrading Ruddo-proof kan zijn), kan het in bepaalde omstandigheden toch raadzaam zijn om de desbetreffende uitzetting na een downgrading te beëindigen..

Een redelijke uitleg van de Ruddo brengt namelijk met zich dat ingeval van downgrading een afweging moet worden gemaakt tussen het debiteurenrisico en de kosten van beëindiging van de uitzetting binnen de restantlooptijd. Aan de hand van de beginselen van goed rentmeesterschap dienen openbare lichamen te bepalen of zij de uitzettingen of derivaten al dan niet gedurende de resterende looptijd voortzetten.

Een uitzetting/derivatentransactie kan na een downgrading dus afhankelijk van de omstandigheden worden voortgezet na afweging van het debiteurenrisico en de kosten van beëindiging. Daarbij kan worden overwogen het debiteurenrisico te beperken door (extra) zekerheid “in te kopen”, door bijvoorbeeld het afsluiten van een Credit Default Swap. De Ruddo stelt het verkrijgen van extra zekerheid echter niet als strikte voorwaarde. De algemene eisen van prudent beheer

zoals neergelegd in de Wet fido kunnen dat onder bepaalde omstandigheden echter wel vereisen.

Als een openbaar lichaam het beheer over zijn vermogen heeft opgedragen aan een (externe) vermogensbeheerder, dan neemt de vermogensbeheerder de beslissing over het al dan niet aanhouden van de uitzetting/derivatentransactie ingeval van een downgrading, tenzij hierover uitdrukkelijk andere afspraken zijn gemaakt. Let wel, het openbare lichaam blijft uiteraard verantwoordelijk voor de naleving van de Wet fido en de Ruddo, ook indien bepaalde taken zijn uitbesteed aan een derde. Een redelijke uitleg van de Wet fido en de Ruddo brengt dus met zich dat over de handelwijze bij downgrading (en meer in het algemeen de vereisten van de Wet fido en de Ruddo en de wijziging van deze regelgeving) afspraken moeten worden gemaakt tussen openbare lichamen en hun vermogensbeheerders.

2.2.9 Kunnen openbare lichamen eisen stellen aan tegenpartijen die strenger zijn dan de kredietwaardigheideisen van de Ruddo?

Het staat openbare lichamen vrij om in hun financiële verordening striktere regels neer te leggen dan die de Ruddo voorschrijft. Zo bestaat de mogelijkheid om aan de financiële ondernemingen, waarin overtollige liquiditeiten kunnen worden uitgezet of waarmee derivatentransacties kunnen worden aangegaan, hogere ratingeisen te stellen. Let wel, in uitzonderlijke gevallen zal een redelijke uitleg van de algemene regels inzake prudent beheer met zich kunnen brengen dat striktere voorwaarden gehanteerd zullen moeten worden bij het uitzetten van overtollige liquiditeiten en het aangaan van derivatentransacties dan die hieraan in de Ruddo worden gesteld.

2.2.10 Wat zijn de producteisen van de Ruddo en met welke risico's moet in dit kader rekening worden gehouden?

Het is openbare lichamen (niet zijnde nazorgfondsen) op grond van artikel 3 Ruddo uitsluitend toegestaan om (tijdelijk) overtollige liquiditeiten uit te zetten in waardepapieren (beleggingstitels) die kwalificeren als hoofdsomgarantieproduct of vastrentende waarde, uitgegeven door een of meer tegenpartijen die voldoen aan de kredietwaardigheideisen van artikel 2 Ruddo. Onder vastrentende waarden worden op grond van artikel 1 onder e Ruddo openbare en onderhandse leningen verstaan. Onder waardepapieren worden op grond van artikel 1 onder i Ruddo documenten met een geldswaarde, zoals een bewijs van een aandeel of obligatie, verstaan. Artikel 1 Ruddo bevat geen definitie van een hoofdsomgarantieproduct. Wel kan uit de toelichting op artikel 3 Ruddo worden opgemaakt wat onder hoofdsomgarantieproduct in de zin van de Ruddo moet worden verstaan. Zie in dit verband het antwoord op vraag 2.2.11 van de V&A.

Voor nazorgfondsen gelden enkele afwijkende producteisen. Het is nazorgfondsen op grond van artikel 3a Ruddo toegestaan om, naast waardepapieren (beleggingstitels) die voldoen aan de producteisen van artikel 3 Ruddo, onder bepaalde voorwaarden te beleggen in aandelen of andere risicovollere waardepapieren (beleggingstitels).

2.2.11 Wat is een hoofdsomgarantieproduct in de zin van artikel 3 Ruddo?

Een hoofdsomgarantieproduct in de zin van artikel 3 Ruddo is een product dat aldus gestructureerd is dat aan het einde van de looptijd op de hoofdsom geen koers- of marktrisico wordt gelopen. Hoofdsomgarantie in de zin van artikel 3 Ruddo betekent niet dat een andere partij dan de uitgevende instelling het debiteurenrisico moet afdekken. Uit de toelichting op artikel 3 Ruddo volgt dat het bij de producteisen gaat om het uitsluiten van het geheel of gedeeltelijk verloren gaan van de hoofdsom door het zich verwezenlijken van koers- en marktrisico (en niet het debiteurenrisico). Blijkens de wetsgeschiedenis (*Handelingen EK 2000-2001*, nr. 12, p. 499) valt een uitzetting waarbij de hoofdsom wordt gegarandeerd in de hiervoor bedoelde zin, maar waarbij met de rentebaten risicovol wordt belegd via opties nog binnen de regels van de producteisen van artikel 3 Ruddo, mits de hoofdsom hierdoor niet wordt aangetast.

Het is overigens wel mogelijk dat een financiële onderneming in de zin van de definitie van artikel 1 sub c Ruddo die aan de kredietwaardigheideisen van artikel 2 Ruddo voldoet een daadwerkelijke garantie afgeeft dat de hoofdsom op het einde van de looptijd zal worden terugbetaald. Ook in dat geval is sprake van een hoofdsomgarantieproduct in de zin van artikel 3 Ruddo. Een daadwerkelijke garantie is echter, zoals gezegd, geen vereiste voor de kwalificatie van een hoofdsomgarantieproduct.

Met hoofdsom wordt bedoeld op de inleg bij aanvang, dus zonder inflatiecorrectie. Het geniet echter de voorkeur om bij uitzettingen in de vorm van hoofdsomgarantieproducten met een lange looptijd (vanaf bijvoorbeeld 5 jaar) te kiezen voor een hoofdsomgarantieproduct waarbij naast de hoofdsom ook een bepaald minimum rendement (bijvoorbeeld de inleg gecorrigeerd voor een redelijk inflatiepercentage op het moment van aanvang) wordt gegarandeerd.

2.2.12 Welke overige eisen stelt de Ruddo ter voorkoming van het lopen van overmatig risico?

Artikel 2a Ruddo geeft een nadere invulling van hetgeen onder prudent uitzetten wordt verstaan. Zo is het openbare lichamen verboden om een lening aan te trekken met het enkele doel de aangetrokken gelden tegen een hoger rendement uit te zetten. Daarnaast mogen openbare lichamen overtollige gelden van aangetrokken leningen voor projectfinanciering uitsluitend uitzetten bij de financiële onderneming waar de lening is aangegaan. De financiële onderneming moet in dat geval voldoen aan de kredietwaardigheideisen van artikel 2 Ruddo, tenzij het openbare lichaam met deze financiële onderneming een nettingovereenkomst heeft afgesloten. Een nettingovereenkomst is in artikel 1 onder h van de Ruddo gedefinieerd als "een overeenkomst op grond waarvan de wederzijdse verplichtingen tussen partijen verrekend worden waardoor wordt bepaald wat de ene partij per saldo aan de andere partij verschuldigd is."

Artikel 4 Ruddo bevat nadere voorschriften voor het aangaan van derivatentransacties door openbare lichamen. Derivaten mogen uitsluitend

worden gebruikt ter beperking van financiële risico's. Dit houdt in dat geen open posities mogen worden ingenomen.

2.3 Welke mate van bescherming biedt de Wft?

2.3.1 Wat is de doelstelling van de Wft?

Wft algemeen

In het Nederlandse overheidstoezicht op financiële markten en financiële ondernemingen neemt de Wft een belangrijke plaats in. Deze wet richt zich onder meer op (i) het beschermen van de cliënten van financiële ondernemingen tegen de bestaande informatieongelijkheid tussen cliënten enerzijds en financiële ondernemingen anderzijds en het in goede banen leiden van marktprocessen (denk aan regels met betrekking tot effectenbeurzen) en (ii) het bevorderen van de stabiliteit van het financiële systeem en het beperken van de effecten van mogelijke faillissementen. In deze wet is het functionele toezichtmodel verankerd dat is gebaseerd op twee pijlers: prudentieel toezicht en gedragstoezicht. De Nederlandsche Bank N.V. ("**DNB**") is belast met het prudentieel toezicht dat gericht is op de soliditeit van financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector. De Stichting Autoriteit Financiële Markten ("**AFM**") heeft tot taak het gedragstoezicht uit te oefenen dat is gericht op ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten. Zowel DNB als de AFM heeft daarnaast de bevoegdheid om te beslissen over de toelating van financiële ondernemingen tot de Nederlandse markt. Let wel, de definitie "financiële onderneming" gebruikt in de Wft verschilt van de definitie die in de RvdO wordt gebruikt.

Zie voor meer informatie over het algemeen kader voor regulering van en toezicht op financiële ondernemingen (en financiële markten) in de Wft par. 2, p. 3 van de bronnennotitie.

Heeft de partij waarmee ik als openbaar lichaam zaken doe een vergunning nodig?

Om te worden toegelaten tot de Nederlandse markt voor het aanbieden van financiële diensten en/of financiële producten, geldt in beginsel een vergunningplicht. Een vergunning is niet nodig indien (i) sprake is van een wettelijke uitzondering op de vergunningplicht, (ii) de financiële onderneming zich kan beroepen op een vrijstelling van de vergunningplicht of (iii) aan de financiële onderneming op diens verzoek door de desbetreffende vergunningverlenende toezichthouder ontheffing van de vergunningplicht is verleend.

Aan het verkrijgen van een vergunning zijn eisen gesteld, waaronder aan (i) de deskundigheid, betrouwbaarheid en integriteit van de dagelijks beleidsbepalers en (mede)beleidsbepalers, (ii) de structurering en inrichting van de bedrijfsvoering en (iii) het minimum eigen vermogen en solvabiliteit van de desbetreffende financiële onderneming. De financiële onderneming dient na vergunningverlening blijvend aan de vergunningeisen te voldoen. Daarnaast zijn algemene zorgvuldigheidsregels en aanvullende gedragsregels van toepassing waaraan op doorlopende basis moet worden voldaan.

De regulering van en het toezicht op diensten die een (buitenlandse) beleggingsonderneming verleent, zijn nader toegelicht in het antwoord op vraag 3.1.2 van de V&A.

Zie voor meer informatie over dit onderwerp par. 3.13, p. 10 van de bronnennotitie.

2.4. Welke mate van bescherming biedt de Wge

2.4.1 Wat is de doelstelling en werking van de Wge?

De Wge beoogt effectenbezitters te beschermen tegen de gevolgen van het faillissement van de instelling die hun effecten bewaart. Daartoe beschouwt de Wge effectenbezitters als deelgenoten in een gemeenschap die bestaat uit dezelfde soort effecten. Deze gemeenschap wordt beheerd door (i) het zogeheten Centraal Instituut ("CI", thans: Euroclear Nederland) en de bij het CI aangesloten instellingen ("AI's", veelal banken) of (ii) intermediairs zoals gedefinieerd in de Wge. Onder deze groep van intermediairs vallen beleggingsondernemingen en banken (in de zin van artikel 1:1 Wft), waaraan het op grond van de Wft is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen respectievelijk het bedrijf van bank uit te oefenen, en die effecten bewaren.

Afgezien van de effecten waarvan het CI heeft bepaald dat ze tot een gemeenschap in de zin van de Wge kunnen behoren, kunnen alle effecten, geldmarktinstrumenten en rechten van deelneming in een beleggingsinstelling (als bedoeld in artikel 1:1 Wft) tot een Wge-gemeenschap behoren. Effecten kunnen echter niet tot een Wge-gemeenschap behoren als zij niet overdraagbaar zijn of niet zijn toegelaten tot een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit (als bedoeld in artikel 1:1 Wft).

Een Wge-gemeenschap maakt geen deel uit van het vermogen van het CI, van de AI's en van de intermediairs zelf en in een eventueel faillissement van een AI of intermediair kunnen de effectenbezitters die bij die AI of intermediair hun effecten aanhouden hun aanspraak op de gemeenschap (naar rato) geldend maken.

De werking van de Wge als zojuist beschreven is beperkt doordat de Wge alleen toepassing vindt wanneer:

- (a) Nederlands (goederen)recht van toepassing is. Ingevolge artikel 16 Wet conflictenrecht goederenrecht is Nederlands goederenrecht alleen van toepassing op (aanspraken ten aanzien van) effecten die zijn bijgeschreven op een effectenrekening als de effectenrekening, waarop de desbetreffende effecten worden geadmistreerd, in Nederland wordt "gehouden";
- (b) de soort effecten die de belegger houdt tot een Wge-gemeenschap kunnen behoren;
- (c) de instelling waarbij de belegger de effectenrekening aanhoudt, waarop zijn effecten zijn geadmistreerd, een AI of intermediair is; en
- (d) de effecten van de belegger door of voor de AI of intermediair worden bewaard, of door de AI of intermediair worden aangehouden op een effectenrekening bij het CI of bij een andere AI of intermediair.

Zie voor een nadere toelichting op de werking van de Wge par. 6.5, p. 52 van de bronnennotitie.

2.4.2. Zijn de financiële instrumenten die een openbaar lichaam op een effectenrekening bij een (bank-)beleggingsonderneming aanhoudt beschermd tegen het faillissement van deze (bank)beleggingsonderneming?

Zoals hierboven in het antwoord op vraag 2.4.1 van de V&A is beschreven, beoogt de Wge effectenbezitters te beschermen tegen de gevolgen van het faillissement van de instelling die hun effecten bewaart. Voor zover de Wge niet van toepassing is, dienen financiële ondernemingen die zijn onderworpen aan Nederlands financieel toezicht, op grond van de Wft de rechten van effectenbezitters op andere wijze te waarborgen. Over het algemeen brengen deze ondernemingen hiertoe (de aanspraken van) effectenbezitters op de door hen bewaarde effecten onder in een aparte rechtspersoon/bewaarbedrijf dat geen commerciële activiteiten ontplooit.

Zoals hierboven in het antwoord op vraag 2.4.1 van de V&A is beschreven, is de werking van de Wge beperkt. Deze vindt alleen toepassing wanneer Nederlands (goederen)recht van toepassing is. Ingevolge artikel 16 Wet conflictenrecht goederenrecht is Nederlands goederenrecht alleen van toepassing op (aanspraken ten aanzien van) effecten die zijn bijgeschreven op een effectenrekening als de effectenrekening, waarop de desbetreffende effecten worden geadministreerd in Nederland wordt gehouden. De wetsgeschiedenis en jurisprudentie bevatten geen aanwijzingen wanneer dat het geval is. In de literatuur wordt opgemerkt dat de volgende vier factoren gewicht in de schaal leggen: (i) hetgeen hierover in de effectenrekeningovereenkomst is overeengekomen, (ii) hetgeen in de boeken van de AI of intermediair wordt aangegeven, (iii) de plaats van de zetel van de AI of intermediair en (iv) de plaats die wordt vermeld op het rekeningafschrift. Het is raadzaam om bij het uitzetten van overtollige liquiditeiten met tussenkomst van een beleggingsonderneming gedegen informatie in te winnen over de bewaarstructuur ofwel de manier waarop de effecten zullen worden aangehouden.

Om transacties in effecten te kunnen verrichten en afwickelen is aan een effectenrekening vaak een geldrekening gekoppeld. Deze geldrekening wordt in de regel gebruikt om hierop tijdelijk liquiditeiten te stallen die voortvloeien uit de verkoop van effecten en die worden aangewend voor de aankoop van nieuwe effecten (herbelegging) en om hierop coupon- of dividendbetalingen op effecten te kunnen laten uitkeren. Vanwege de bescherming die de Wft (en in sommige gevallen ook de Wge) aan effectenbezitters biedt in het kader van het aanhouden van een effectenrekening (zie hiervoor en het antwoord op vraag 2.4.1 van de V&A), de functie van de aan deze effectenrekening gekoppelde geldrekening (het tijdelijk stallen van liquiditeiten) en vanwege de dagelijkse opvraagbaarheid van de liquiditeiten (het betreft tegoeden in rekening-courant), wordt het aanvaardbaar geacht om de criteria van artikel 2 Ruidoo (kredietwaardigheids-eisen) niet toe te passen op de kredietinstelling (bank) waar een openbaar lichaam een geld- en effectenrekening aanhoudt ten behoeve

van het uitvoeren van transacties in financiële instrumenten. Indien op een dergelijke geld- (en effecten)rekening voor een langere tijd (tijdelijk) overtollige liquiditeiten worden uitgezet en deze rekening dus het karakter krijgt van een spaarrekening of deposito, is voornoemde nuancering van de criteria van artikel 2 Ruidoo niet langer te rechtvaardigen en zullen deze criteria dus onverkort moeten worden toegepast. Zie in dit verband ook het antwoord op vraag 2.2.4 van de V&A.

Zie voor meer informatie over dit onderwerp par. 6.5, p. 52 van de bronnennotitie.

3 Beleggingsdienstverlening door beleggingsondernemingen en de op deze dienstverlening toepasselijke regelgeving

3.1 Algemeen

3.1.1 Wat zijn de verschillen tussen de diverse door beleggingsondernemingen aangeboden beleggingsdiensten?

Openbare lichamen hebben bij het uitzetten van (tijdelijk) overtollige liquiditeiten en het aangaan van derivatentransacties de keuze om dit zelfstandig te doen of om hierbij gebruik te maken van beleggingdiensten van derden. Deze derden zijn als tussenpersoon behulpzaam bij het tot stand komen van koop- en verkooptransacties van financiële instrumenten en worden in de Wft aangeduid als beleggingsonderneming. In het geval een openbaar lichaam gebruik maakt van de beleggingsdienstverlening van een beleggingsonderneming is sprake van een opdrachtrelatie: de beleggingsonderneming gaat in opdracht en voor rekening en risico van het openbaar lichaam uitzettingen en/of derivatentransacties aan. Deze opdrachtrelatie en de rechten en verplichtingen van het openbaar lichaam en de beleggingsonderneming worden vastgelegd in een schriftelijke overeenkomst (art. 4:89 Wft). De volgende vormen van beleggingsdienstverlening zijn in dit verband te onderscheiden:

- (a) het beheren van een individueel vermogen ("individueel vermogensbeheer"). Zie nader onder onderdeel 3.2. van de V&A;
- (b) het verstrekken van advies over financiële instrumenten, al dan niet in combinatie met het ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders ("beleggingsadvies"); of
- (c) het ontvangen en doorgeven of uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten zonder beleggingsadvies ("execution-only");

Beleggingsadvies

Van adviseren is sprake wanneer een beleggingsonderneming een gepersonaliseerde aanbeveling doet aan een cliënt, hetzij op zijn verzoek, hetzij op initiatief van de beleggingsonderneming met betrekking tot een of meer transacties die met financiële instrumenten verband houden. Op basis van dit beleggingsadvies neemt de belegger zijn beslissingen omtrent aan- en verkoop van financiële instrumenten en draagt hier zelf verantwoordelijkheid voor. De belegger, niet de beleggingsonderneming, is ook verantwoordelijk voor zijn keuze om af te wijken van het advies.

Beleggingsadvies wordt als beleggingsdienst meestal verstrekt in combinatie met het in opdracht en voor rekening en risico van de belegger verrichten van transacties in financiële instrumenten, maar kan ook worden verstrekt zonder dat de beleggingsonderneming uitvoering geeft aan een opdracht tot het aan- en/of verkopen van financiële instrumenten.

Execution-only

Onder execution-only wordt verstaan de beleggingsdienst waarbij er noch sprake is van beleggingsadvies, noch van individueel vermogensbeheer en waarbij voor rekening en op initiatief van de belegger orders tot het aan- of verkopen van financiële instrumenten worden ontvangen en doorgegeven of uitgevoerd. De zelfwerkzaamheid en zelfredzaamheid van de belegger staan voorop.

De omvang van de zorgplicht van de beleggingsonderneming bij het verlenen van beleggingsdiensten aan beleggers is afhankelijk van de (gekozen) vorm van beleggingsdienstverlening en de categorie van beleggersbescherming waarin een belegger door de beleggingsonderneming is ingedeeld ("cliëntclassificatie"). Zie voor een nadere toelichting op de betekenis van cliëntclassificatie het antwoord op vraag 3.1.3 van de V&A.

Zie voor meer informatie par. 3, p. 6 van de bronnennotitie en par. 6, p. 43 van de bronnennotitie.

3.1.2 Is er regulering van en toezicht op de diensten die een beleggingsonderneming verleent?

Ja, voor het verlenen van beleggingsdiensten is in beginsel een vergunning van de AFM vereist. Op deze vergunningplicht bestaan enkele uitzonderingen, waarvan er hieronder enkele volgen.

De vergunningplicht is (onder meer) niet van toepassing op:

- (a) een beleggingsonderneming met zetel in een andere EER-staat die door middel van een bijkantoor in Nederland of grensoverschrijdende dienstverrichting naar Nederland beleggingsdiensten verleent. De vergunning die een dergelijke beleggingsonderneming in de staat van herkomst heeft, fungeert als het ware als een "Europees paspoort"; mits aan een aantal (notificatie-)voorwaarden is voldaan;
- (b) een beleggingsonderneming met zetel in Australië, de Verenigde Staten van Amerika of Zwitserland die in de staat van herkomst voor het verlenen van beleggingsdiensten onder toezicht staat. Om van deze uitzondering gebruik te kunnen maken moet de beleggingsonderneming aan de AFM een verklaring overleggen van de desbetreffende toezichthouder of een schriftelijke verwijzing naar de website van deze toezichthouder om aan te tonen dat de beleggingsonderneming inderdaad onder toezicht staat.

Een beleggingsonderneming die over een vergunning van de AFM beschikt, zal doorlopend aan een groot aantal verplichtingen moeten voldoen. Een beleggingsonderneming die in de hierboven beschreven categorie (b) valt, zal aan een selectie van deze verplichtingen moeten voldoen. Een beleggingsonderneming als bedoeld onder (a) behoeft in Nederland echter niet aan doorlopende verplichtingen te voldoen, behalve voor zover er in Nederland een bijkantoor is geopend (in welk geval de Nederlandse regels van gedragstoezicht van toepassing zijn). Op basis van harmoniserende Europese regelgeving zijn in de staat van herkomst soortgelijke verplichtingen van toepassing op de beleggingsonderneming als die in Nederland gelden voor beleggingsondernemingen die een vergunning van de AFM hebben verkregen.

Zie voor een overzicht van de genoemde doorlopende verplichtingen par. 3.17, p. 12 van de bronnennotitie.

Zie voor meer informatie over vereisten van vergunninghoudende beleggingsondernemingen par. 6.3, p. 44 van de bronnennotitie.

Zie voor meer informatie over de vergunningplicht (en de uitzonderingen daarop) voor beleggingsondernemingen par. 6.2, p. 43 van de bronnennotitie.

3.1.3 Welke mate van beleggersbescherming genieten openbare lichamen? Kwalificeren openbare lichamen op grond van de Wft als professionele beleggers of als niet-professionele beleggers?

Beleggingsdienstverlening

Beleggingsondernemingen waaraan het op grond van de Wft is toegestaan in Nederland hun beleggingsdiensten (individueel vermogensbeheer, beleggingsadvies, execution-only) te verlenen, moeten aan een aantal doorlopende verplichtingen voldoen. Een van die verplichtingen is dat zij hun cliënten moeten classificeren. Dit betekent dat zij moeten nagaan of zij te maken hebben met (i) een professionele belegger of (ii) een niet-professionele belegger. Voorts dienen zij hun cliënten van deze classificatie in kennis te stellen. Al naar gelang de categorie waartoe de cliënt in kwestie behoort, komt deze cliënt een lagere dan wel een hogere mate van bescherming toe. Niet-professionele beleggers genieten het hoogste beschermingsniveau. Op een beleggingsonderneming die beleggingsdiensten verleent aan een niet-professionele belegger rusten aanvullende verplichtingen. Dit vertaalt zich onder meer in de verplichting voor beleggingsondernemingen om (anders dan bij professionele beleggers) een schriftelijke cliëntenovereenkomst te sluiten en bepaalde informatie te verstrekken.

Het is overigens mogelijk voor een niet-professionele belegger om zijn beleggingsonderneming te verzoeken om hem als professionele belegger te behandelen. Dit wordt ook wel *opt-up* genoemd. De beleggingsonderneming kan aan een dergelijk verzoek gehoor geven als hij vastgesteld heeft dat zijn cliënt over voldoende deskundigheid, kennis en ervaring met betrekking tot de aard van de beoogde beleggingsdiensten (of nevendiensten) beschikt om zelf beleggingsbeslissingen te nemen en de daaraan verbonden risico's in te schatten. Vanwege het feit dat aan het verzoek van *opt-up* minder beleggersbescherming is verbonden, ligt het voor openbare lichamen niet voor de hand om hiervoor te kiezen.

Beleggen in (of via) beleggingsinstellingen

Het onderscheid tussen een professionele belegger en een niet-professionele belegger wordt in de Wft ook gemaakt bij het beleggen in (of via) beleggingsinstellingen. Om de professionele status te duiden, hanteert de wetgever in dit verband de definitie van "gekwaliceerde belegger". De mogelijkheid om deel te nemen in een beleggingsinstelling kan zijn beperkt tot gekwalificeerde beleggers. Dit betekent dat beleggers die geen gekwalificeerde beleggers zijn, geen deelnemingsrechten in een dergelijke beleggingsinstelling mogen verwerven. Als deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling worden aangeboden aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers, dan hoeft (de beheerder van) de beleggingsinstelling voor het aanbieden van deze deelnemingsrechten in Nederland niet te beschikken over een door de AFM te verlenen vergunning. De beheerder noch de beleggingsinstelling staat dan onder toezicht van de AFM. Ook is (de beheerder van) de beleggingsinstelling in dat geval niet verplicht om bij het aanbieden van deelnemingsrechten een prospectus en essentiële beleggersinformatie te verstrekken. Zie voor een nadere toelichting het antwoord op vraag 4.2 van de V&A.

Openbare lichamen worden beschouwd als niet-professioneel

De definities van "professionele belegger" (voor het afnemen van beleggingsdiensten van een beleggingsonderneming) en "gekwalificeerde belegger" (voor het beleggen in (of via) beleggingsinstellingen) zijn niet gelijklopend en worden door de wetgever verschillend ingevuld. Tot voor kort kon het op basis van de wetsgeschiedenis zo zijn dat een openbaar lichaam voor het afnemen van beleggingsdiensten van een beleggingsonderneming kwalificeerde als "niet-professioneel", maar voor het beleggen in (of via) beleggingsinstellingen kon worden aangemerkt als "professioneel" (in de zin van "gekwalificeerde belegger"). Dit verschil in invulling van de definities van "professionele belegger" en "gekwalificeerde belegger" is op Europees niveau met de Richtlijn tot wijziging van de Prospectusrichtlijn (2010/73/EU) rechtgetrokken. Aan beide definities wordt voortaan eenzelfde invulling gegeven. Voor openbare lichamen betekent dit dat zij voor zowel het afnemen van beleggingsdiensten van een beleggingsonderneming als voor het beleggen in (of via) een beleggingsinstelling als niet-professioneel zullen moeten worden beschouwd, tenzij zij – ingeval van beleggingsdienstverlening door een beleggingsonderneming – een verzoek doen om te worden behandeld als professioneel. Hoewel deze gelijkstelling door de Nederlandse wetgever nog niet in de nationale wet- en regelgeving is geïmplementeerd (de deadline hiervoor is 1 juli 2012), zullen (beheerders van) beleggingsinstellingen bij het aanbieden van deelnemingsrechten rekening moeten houden met een richtlijnconforme interpretatie van de definitie van "gekwalificeerde belegger".

Zie voor nog meer informatie over dit onderwerp par. 3.30, p. 23 van de bronnennotitie.

3.2 Individueel vermogensbeheer

3.2.1 Wat is individueel vermogensbeheer en wat doet een vermogensbeheerder?

Met het begrip "individueel vermogensbeheer" wordt doorgaans bedoeld op "vrije hand"-vermogensbeheer ("discretionair vermogensbeheer"). Dit betekent dat een belegger (met andere woorden: de cliënt van de vermogensbeheerder) het beheer over (een deel van) zijn vermogen overlaat aan een vermogensbeheerder en met de vermogensbeheerder afspraken maakt over het beleggingsbeleid. De vermogensbeheerder kan vervolgens binnen het afgesproken beleggingsbeleid zelfstandig beslissen welke transacties hij voor rekening van zijn cliënt verricht. Het kan ook voorkomen dat de belegger met de vermogensbeheerder overeenkomt dat voor het verrichten van een belangrijke transactie vooraf overleg moet worden gevoerd of toestemming moet worden gevraagd.

3.2.2 Wat is het verschil tussen individueel en collectief vermogensbeheer?

Het beheren van een individueel vermogen onderscheidt zich van collectief vermogensbeheer dat door een beheerder van een beleggingsinstelling wordt verricht. Bij collectief vermogensbeheer komen, in tegenstelling tot individueel vermogensbeheer, de risico's en de opbrengsten van de beleggingen voor rekening van respectievelijk ten goede aan de deelnemende beleggers

gezaamenlijk (het "collectief"). Een ander verschil is dat bij collectief vermogensbeheer de (beheerder van een) beleggingsinstelling deelnemingsrechten (participaties) aanbiedt aan beleggers. Het aanbieden van deelnemingsrechten is geen beleggingsdienst. De beheerder van een beleggingsinstelling is geen beleggingsonderneming; hij treedt niet op als tussenpersoon, maar als aanbieder van een financieel product. De beslissing tot het aankopen (of verkopen) van deelnemingsrechten kan de belegger zelfstandig nemen of met behulp van de beleggingsdienstverlening van een beleggingsonderneming (dus op basis van individueel vermogensbeheer, beleggingsadvies of execution-only).

3.2.3 Mogen buitenlandse vermogensbeheerders in Nederland hun diensten verlenen?

In beginsel geldt dat elke beleggingsonderneming die in Nederland diensten van vermogensbeheer verleent daarvoor over een vergunning moet beschikken. Echter, voor enkele buitenlandse vermogensbeheerders geldt een uitzondering op deze vergunningplicht. Zie voor meer informatie het antwoord op vraag 3.1.2 van de V&A.

In het register van de AFM (op www.afm.nl/registers) kan worden nagekeken of een (buitenlandse) vermogensbeheerder is ingeschreven en of deze in Nederland zijn diensten mag verlenen.

Zie voor meer informatie over dit onderwerp par. 6.2, p. 43 van de bronnennotitie.

3.2.4 Dikwijls worden vermogensbeheerdiensten door banken aangeboden. Mogen banken deze diensten aanbieden zonder hiervoor over een vergunning te beschikken?

Banken die tevens beleggingsdiensten verlenen (zoals het beheren van een individueel vermogen) zullen hiervoor over een vergunning moeten beschikken. De banken die over een dergelijke vergunning beschikken, worden ook wel bank-beleggingsondernemingen genoemd.

Zie voor meer informatie over de regulering van en het toezicht op een bank-beleggingsonderneming par. 3.12, p. 10 van de bronnennotitie.

3.2.5 Openbare lichamen zijn bij het uitzetten van gelden en het aangaan van derivatentransacties onderworpen aan de eisen van de Ruddy. Bevat deze regeling specifieke eisen ten aanzien van het contracteren met vermogensbeheerders?

Nee, de kredietwaardigheid- ("rating") en landencriteria die zijn neergelegd in artikel 2 van de Ruddy, zijn niet van toepassing op vermogensbeheerders. De reden hiervoor is dat men bij een vermogensbeheerder strikt genomen geen gelden uitzet en men met een vermogensbeheerder normaliter geen derivatentransacties aangaat. De vermogensbeheerder houdt geen gelden onder zich, maar voert alleen het beheer erover.

Het bovenstaande neemt niet weg dat de kredietinstelling (bank) waar een openbaar lichaam een geld- (en effecten)rekening aanhoudt en waarover de vermogensbeheerder (op grond van de vermogensbeheerovereenkomst) kan beschikken, in beginsel wél aan de criteria in artikel 2 Riddo moet voldoen. In de praktijk wordt echter aangenomen dat deze criteria niet van toepassing zijn op de kredietinstelling (bank) waarbij een openbaar lichaam een aan een effectenrekening gekoppelde geldrekening aanhoudt en louter kortlopende uitzettingen doet. Zie voor een nadere toelichting het antwoord op vraag 2.4.2 van de V&A.

3.2.6 Waar moet men op letten bij het selecteren van een vermogensbeheerder?

Uiteraard is het van groot belang om zorgvuldig te werk te gaan bij het selecteren van een vermogensbeheerder en een gedegen vooronderzoek uit te voeren. De volgende aspecten zouden in dit vooronderzoek in ieder geval in aanmerking genomen moeten worden.

- **Register AFM**
Check of de vermogensbeheerder is ingeschreven in het register van de AFM; dit register is te vinden op www.afm.nl/registers. Een vermogensbeheerder die in Nederland zijn diensten als vermogensbeheerder mag verlenen, zal worden vermeld als “beleggingsonderneming”; en bij het type dienst/activiteit zal de term “vermogensbeheer” moeten staan.
- **Trackrecord vermogensbeheerder**
Win informatie in over het *track record* van de vermogensbeheerder (over welke ervaring beschikt deze vermogensbeheerder? beschikt hij ook over kennis en ervaring met betrekking tot de Wet fido?). Men kan tevens nagaan of de vermogensbeheerder lid is van een branchevereniging, zoals van de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) (zie www.dufas.nl). Ook kan men onderzoeken of de medewerkers van de vermogensbeheerder zijn geregistreerd bij het Dutch Securities Institute (DSI) en de DSI-gedragscode onderschrijven (zie www.dsi.nl).
- **Doorlopende verplichtingen**
Informeel naar de wijze waarop de vermogensbeheerder aan zijn doorlopende verplichtingen voldoet (voor meer informatie over dit onderwerp zij verwezen naar de bronnennotitie).
- **Aanbestedingsregels**
Openbare lichamen dienen na te gaan of zij in het kader van het selecteren van een vermogensbeheerder gebonden zijn aan aanbestedingsregels.

3.2.7 Wat wordt doorgaans in een overeenkomst met een vermogensbeheerder geregeld? En welke wettelijke eisen worden er aan een dergelijke overeenkomst gesteld?

De afspraken tussen de belegger en de vermogensbeheerder (beleggingsonderneming) worden gewoonlijk vastgelegd in een overeenkomst van opdracht. De belegger geeft daarnaast aan de vermogensbeheerder een volmacht om het beheer over zijn vermogen te voeren en transacties namens

en voor rekening van de belegger te verrichten. Deze overeenkomst noemt men in de praktijk een "mandaat", en in het Engels dikwijls een "investment management agreement" of "portfolio management agreement".

Een cliëntenovereenkomst tussen een vermogensbeheerder (met een Nederlandse vergunning) en een niet-professionele belegger (zoals gemeenten, provincies en waterschappen) moet aan de volgende wettelijke inhoudseisen voldoen:

- (a) de dienst(en) die de vermogensbeheerder zal verlenen (in dit geval het beheren van een individueel vermogen);
- (b) de samenstelling van het beheerde vermogen naar soort financieel instrument en de waarde van het te beheren vermogen ten tijde van het sluiten van de overeenkomst;
- (c) de doelstellingen van de cliënt ter zake van het vermogensbeheer;
- (d) een specificatie van de eventuele kwalitatieve en kwantitatieve beperkingen ten aanzien van de financiële instrumenten of categorieën van financiële instrumenten waarin mag worden belegd;
- (e) de wijze waarop het beheer wordt gevoerd alsmede de betrokkenheid van de cliënt daarbij, daaronder een regeling van de machtiging aan de vermogensbeheerder;
- (f) de frequentie van rapportage aan de cliënt;
- (g) eventuele beperkingen met betrekking tot de markten waarop transacties in financiële instrumenten ten behoeve van de cliënt zullen worden afgewikkeld;
- (h) de kosten die in rekening worden gebracht;
- (i) de wijze waarop instructies van de cliënt en berichten van de vermogensbeheerder worden verstrekt en geadministreerd;
- (j) de wijze waarop gelden of financiële instrumenten van de cliënt worden verrekend, gedeponereerd en geadministreerd;
- (k) de wijze waarop over de rekeningen van de cliënt kan worden beschikt;
- (l) de regeling van de aansprakelijkheid van de vermogensbeheerder onderscheidenlijk de cliënt uit hoofde van de overeenkomst;
- (m) een verklaring van de cliënt dat hij heeft kennis genomen van de informatie die de vermogensbeheerder krachtens het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (dat op de Wft is gebaseerd) aan hem dient te verstrekken en dat hij zich bewust is van de risico's die aan de belegging zijn verbonden;
- (n) het toepasselijke recht en de wijze van beslechting van geschillen; en
- (o) omstandigheden waaronder de overeenkomst tussen de vermogensbeheerder en de cliënt een einde neemt, de omstandigheden waaronder de overeenkomst kan worden ontbonden en de wijze waarop op of na de datum van beëindiging nog lopende transacties worden afgewikkeld.

3.2.8 Waar moeten openbare lichamen in het bijzonder op letten bij het contracteren met een vermogensbeheerder?

Bij vraag 3.2.7 van de V&A is aan bod gekomen welke onderwerpen geadresseerd moeten worden in een cliëntenovereenkomst tussen een niet-professionele belegger en een vermogensbeheerder. Het is goed om deze punten bij het contracteren met een vermogensbeheerder als leidraad te

hanteren. Vanwege de verplichtingen die op openbare lichamen rusten op grond van de Wet fido en de Ruddo, moeten openbare lichamen daarnaast in het bijzonder aandacht besteden aan de volgende aspecten.

- **Het beleggingsbeleid**
In de overeenkomst zullen duidelijke afspraken moeten worden gemaakt over het beleggingsbeleid. Met andere woorden: leg vast in welke producten belegd mag worden. Uiteraard zullen de beleggingsrestricties die voortvloeien uit de Wet fido en de Ruddo bij de formulering van het beleggingsbeleid zeer zorgvuldig in ogenschouw genomen moeten worden. Het is bovendien aan te raden om in de overeenkomst te voorzien in een wijzigingsmogelijkheid op grond waarvan het beleggingsbeleid kan worden aangepast ingeval bijvoorbeeld de Wet fido of de Ruddo in de toekomst worden aangepast.
- **Status als niet-professionele of professionele belegger**
Zoals aangegeven, is een openbaar lichaam in het kader van individueel vermogensbeheer te beschouwen als een niet-professionele belegger. Een openbaar lichaam kan een vermogensbeheerder echter verzoeken om hem aan te merken als professionele belegger. De vraag is of dat wenselijk zou zijn.
- **Vereiste toestemming bij bepaalde transacties**
In de overeenkomst kan worden opgenomen dat een vermogensbeheerder voor het aangaan van bepaalde transacties de toestemming van zijn cliënt nodig heeft.
- **Keuze kredietinstelling**
Indien op de geld- (en effecten)rekening voor een langere tijd (tijdelijk) overtollige liquiditeiten worden uitgezet en deze rekening daarmee het karakter krijgt van een spaarrekening of deposito, dient de kredietinstelling (bank) waar de cliënt die geld- (en effecten)rekening aanhoudt, te voldoen aan de eisen die hieraan door de Wet fido en de Ruddo worden gesteld. Zie voor een overzicht van deze criteria in de [wet Fido](#) en de [Ruddo](#). Het is raadzaam om hiermee bij het opstellen van de vermogensbeheerovereenkomst rekening te houden.
- **Uitbesteding**
Leg vast of en zo ja, in welke gevallen, een vermogensbeheerder (een deel van) zijn taken mag uitbesteden.

Het is aan te raden om bij het vastleggen van de afspraken met een vermogensbeheerder extern (juridisch) advies in te winnen.

4 Collectief vermogensbeheer; het beleggen in fondsen

4.1 Wat is collectief vermogensbeheer en wat wordt bedoeld met een beleggingsinstelling? Wat is een fonds voor gemene rekening?

Men kan kiezen om individueel te beleggen, maar ook om dat collectief te doen. Dit kan aantrekkelijk zijn, omdat men op die manier kan profiteren van schaalvoordelen, tegen een relatief laag bedrag kan beleggen in verschillende typen financiële activa en gebruik kan maken van de ervaring en kennis waarover beheerders van een *beleggingsinstelling* kunnen beschikken.

De term “beleggingsinstelling” wordt in de Wft gebruikt om vehikels aan te duiden waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden ondergebracht teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen. In de Wft wordt onderscheid gemaakt tussen beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen. Het verschil tussen beide begrippen is dat een beleggingsmaatschappij rechtspersoonlijkheid heeft en een beleggingsfonds niet.

Een (onder de Wft gereguleerd) beleggingsfonds moet altijd een rechtspersoonlijkheid bezittende beheerder en een rechtspersoonlijkheid bezittende bewaarder hebben. De bewaarder “bewaart” het vermogen, terwijl de beheerder het “beheert”. Op deze manier wordt vermogensscheiding bewerkstelligd. De bewaarder houdt toezicht op de werkzaamheden van de beheerder en controleert of de beheerder zijn handelingen in overeenstemming met de statuten of het reglement verricht.

Een (onder de Wft gereguleerde) beleggingsmaatschappij hoeft geen aparte beheerder of aparte bewaarder te hebben. Men kan echter wel vrijwillig opteren voor een aparte beheerder of bewaarder.

Een beleggingsfonds kan bijvoorbeeld de vorm hebben van een fonds voor gemene rekening of van een commanditaire vennootschap. Een beleggingsmaatschappij kan bijvoorbeeld een naamloze vennootschap (een N.V.) zijn.

Een fonds voor gemene rekening kent als zodanig geen privaatrechtelijke wettelijke regeling en is als zodanig ook niet in de Wft gereguleerd. Het begrip is afkomstig uit de Wet effectenhandel (“**Weh**”), maar is met de inwerkingtreding van de Wet toezicht beleggingsinstellingen per 15 oktober 1990 komen te vervallen. Het begrip wordt nu nog slechts in fiscale wetgeving gehanteerd. In de Weh werd een beleggingsfonds aangeduid als “fonds voor gemene rekening”, gedefinieerd als “een gemeenschappelijk vermogen, waarvan de gelden worden belegd teneinde de deelnemers in de opbrengst te doen delen”. Op grond van art. 2 lid 2 van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 wordt onder een fonds voor gemene rekening verstaan: “een fonds ter verkrijging van voordelen voor de deelgerechtigden door het voor gemene rekening beleggen of anderszins aanwenden van gelden, mits van de deelgerechtigdheid in het fonds blijkt uit verhandelbare bewijzen van deelgerechtigdheid.”

Zie voor meer informatie over beleggingsinstellingen, zie par. 3.6, p. 7 van de bronnennotitie.

4.2. Is er regulering van en toezicht op (beheerders van) beleggingsinstellingen die deelnemingsrechten in deze beleggingsinstellingen aanbieden? En is elke (beheerder van een) beleggingsinstelling verplicht om bij het aanbieden van deelnemingsrechten een prospectus te verstrekken?

Om deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling (ook wel participaties of *units* genoemd) te mogen aanbieden in Nederland geldt in beginsel een vergunningplicht en een prospectusplicht.

Vergunningplicht

De vergunning om deelnemingsrechten aan te mogen bieden, wordt ofwel verleend aan de beheerder van de beleggingsinstelling ofwel indien het een beleggingsmaatschappij zonder aparte beheerder betreft, aan de beleggingsmaatschappij zelf. Vergunninghoudende (beheerders van) beleggingsinstellingen moeten zich houden aan een groot aantal doorlopende verplichtingen. Zie voor meer informatie over de doorlopende verplichtingen waaraan een vergunninghoudende beleggingsinstelling in Nederland onderworpen is, par. 3.17, p. 12 en par. 5.4, p. 33 van de bronnennotitie.

Op deze vergunningplicht bestaan enkele uitzonderingen waardoor het onder bepaalde omstandigheden toegestaan is om zonder hiervoor over een vergunning te beschikken in Nederland deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling aan te bieden. Zo bestaat er een apart regime voor instellingen voor collectieve belegging in effecten ("**icbe**"; in het Engels UCITS genoemd; dit zijn beleggingsinstellingen die op basis van een zgn. Europees paspoort grensoverschrijdend kunnen aanbieden) en voor buitenlandse beleggingsinstellingen met zetel in een aangewezen staat. Zie voor meer informatie par. 5.3, p. 28 van de bronnennotitie.

Wij noemen hierna nog enkele andere uitzonderingen:

- (a) de (beheerder van de) beleggingsinstelling biedt deelnemingsrechten aan minder dan honderd personen die geen gekwalificeerde belegger zijn aan; of
- (b) de (beheerder van de) beleggingsinstelling biedt deelnemingsrechten uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers aan. Zie voor een definitie van "gekwalificeerde belegger" par. 3.23, p. 21 van de bronnennotitie; of
- (c) de deelnemingsrechten die worden aangeboden hebben een nominale waarde van ten minste EUR 50.000 of kunnen slechts voor een bedrag van ten minste EUR 50.000 per deelnemer worden verworven (per 1 januari 2012 zullen deze bedragen worden verhoogd naar EUR 100.000).

Openbare lichamen worden niet als gekwalificeerde beleggers aangemerkt. Zie voor meer informatie over de kwalificatie van openbare lichamen als niet-professionele belegger en als niet-gekwalificeerde belegger het antwoord op vraag 3.1.3 van de V&A.

Voor de volledigheid zij in dit verband gewezen op de richtlijn voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (*alternative investment fund managers*), ook wel de AIFM Richtlijn genoemd. Deze richtlijn ziet op de regulering van en het toezicht op (beheerders van) beleggingsinstellingen die niet kwalificeren als UCITS. De implementatie van deze AIFM Richtlijn in de Wft – welke in juli 2013 zal moeten hebben plaatsgevonden – zal het bovenstaande overzicht aanzienlijk doen wijzigen. Zie voor meer informatie par. 5.2, p. 28 van de bronnennotitie.]

Prospectus en essentiële beleggersinformatie

In beginsel is de (beheerder van een) beleggingsinstelling verplicht om bij het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling een prospectus op te stellen. Afhankelijk van het type beleggingsinstelling worden aan het prospectus andere eisen gesteld. Het prospectus van een closed-end beleggingsinstelling met verhandelbare deelnemingsrechten moet bijvoorbeeld (anders dan het prospectus van een open-end beleggingsinstelling) voordat het algemeen verkrijgbaar wordt gesteld, worden goedgekeurd door de AFM. Bovendien zijn (beheerders van) open-end beleggingsinstellingen en (beheerders van) closed-end beleggingsinstellingen zonder verhandelbare deelnemingsrechten verplicht om de essentiële beleggersinformatie op hun website te plaatsen.

Zie voor informatie over het onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstelling par. 3.9, p. 8 van de bronnennotitie.

Net als bij de vergunningplicht bestaan ook op de prospectusplicht enkele uitzonderingen. Beleggingsinstellingen (en hun beheerders) die zijn uitgezonderd van de vergunningplicht, behoeven geen prospectus op te stellen. Dit neemt niet weg dat dikwijls ook prospectussen beschikbaar worden gesteld door beleggingsinstellingen die zijn uitgezonderd van de vergunningplicht. Doorgaans zullen deze echter niet aan (alle) wettelijke eisen voldoen waaraan een prospectus van een onder toezicht staande (beheerder van een) beleggingsinstelling moet voldoen.

Als een (beheerder van een) beleggingsinstelling is uitgezonderd van de prospectusplicht dan bestaat er ook geen verplichting om essentiële beleggersinformatie op te stellen.

Zie voor meer informatie over de prospectusplicht par. 5.5 onder (f), p. 33 van de bronnennotitie.

4.3. **Waar moeten openbare lichamen op letten bij het beleggen in (of via) een beleggingsinstelling?**

Omdat openbare lichamen onderworpen zijn aan de bepalingen van de Wet Fido en de Ruddo, moeten zij zich bij het beleggen in (of via) een beleggingsinstelling rekenschap geven van de volgende aspecten. Deze aspecten gelden in aanvulling op de eerder besproken doorkijkbenadering (zie hiervoor het antwoord op vraag 2.2.5 van de V&A) en de vereisten aangaande een hoofdsomgarantieproduct en samengestelde beleggingen (zie hiervoor de antwoorden op de vragen 2.2.6 en 2.2.11 van de V&A).

(a) **Beleggingen**

Bij het beleggen in (of via) een beleggingsinstelling geldt de zogenoemde doorkijkbenadering. Dit houdt in dat de randvoorwaarden van de Ruddo worden toegepast op het niveau van de beleggingen van de beleggingsinstelling en niet op het niveau van de deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling (zie ook het antwoord op vraag 2.2.5 van de V&A). De (beheerder van een) beleggingsinstelling dient ervoor zorg te dragen dat iedere nieuwe aankoop van beleggingstitels voldoet aan de actuele randvoorwaarden van de Ruddo (momenteel Ruddo 2009). Dit geldt zowel voor aankopen met de gelden die worden ontvangen via de uitgifte van deelnemingsrechten ("**Nieuwe gelden**") als voor aankopen met de gelden die vrijkomen als gevolg van een aflossing op of een verkoop van bestaande beleggingstitels ("**Te herbeleggen gelden**"). Met andere woorden: met Nieuwe gelden of Te herbeleggen gelden mogen geen beleggingstitels worden aangekocht die niet (meer) aan de actuele randvoorwaarden van de Ruddo voldoen. In lijn met de voorschriften van de Ruddo die gelden voor individuele (rechtstreekse) uitzettingen, mogen beleggingstitels die door (de beheerder van) een beleggingsinstelling zijn aangekocht vóór 5 april 2009 worden aangehouden tot het einde van de looptijd van de desbetreffende beleggingstitels. Dit is de zogenoemde eerbiedigende werking op basis van de overgangsbepaling van artikel III van de "Regeling tot wijziging van de Regeling uitzettingen en derivaten openbare lichamen en van de Uitvoeringsregeling Financiering decentrale overheden" (*Stcrt.* 3 april 2009, nr. 65, p.4). Zie in dit verband ook het antwoord op vraag 2.2.7 van de V&A. Daarnaast mag (de beheerder van) een beleggingsinstelling beleggingstitels die als gevolg van een downgrading niet langer aan de rating- en landeneisen van de Ruddo voldoen die golden ten tijde van de aankoop, aanhouden tot het einde van de looptijd van de desbetreffende beleggingstitels. Zie in dit verband ook het antwoord op vraag 2.2.8 van de V&A. Uit het beleggingsbeleid van een beleggingsinstelling zoals vastgelegd in de fondsvoorwaarden, de voorwaarden van beheer en bewaring of het zogenoemde fondsreglement van een beleggingsinstelling is op te maken of (de beheerder van) de beleggingsinstelling zichzelf (contractueel) heeft verplicht te beleggen conform de randvoorwaarden van de Ruddo in vorenbedoelde zin.

(b) **Vermogensscheiding**

Een (onder de Wft gereguleerd) beleggingsfonds moet altijd een rechtspersoonlijkheid bezittende beheerder en een rechtspersoonlijkheid bezittende bewaarder hebben. De bewaarder "bewaart" het vermogen, terwijl de beheerder het "beheert". Op deze manier wordt

vermogensscheiding bewerkstelligd. De bewaarder houdt toezicht op de werkzaamheden van de beheerder en controleert of de beheerder zijn handelingen in overeenstemming met de statuten of het reglement verricht.

Een (onder de Wft gereuleerde) beleggingsmaatschappij hoeft geen aparte beheerder of aparte bewaarder te hebben. Men kan echter wel vrijwillig opteren voor een aparte beheerder of bewaarder.

Een (beheerder van een) beleggingsinstelling die beschikt over een door de AFM verleende vergunning voor het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling in Nederland moet voldoen aan diverse wettelijke vergunningeisen. Zo worden er eisen gesteld aan de structurering en inrichting van de organisatie, de minimum eigen vermogensrechten en de deskundigheid, betrouwbaarheid en integriteit van de dagelijks beleidsbepalers en (mede)beleidsbepalers van de (beheerder van de) beleggingsinstelling. Een dergelijke (beheerder van een) beleggingsinstelling staat onder doorlopend toezicht van de AFM. Het hebben van een vergunning betekent echter niet dat alle aanbiedingen van deelnemingsrechten door de desbetreffende (beheerder van de) beleggingsinstelling onder toezicht staan van de AFM. Het is mogelijk dat het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling als zodanig is uitgezonderd van de vergunningplicht. Als hiervan sprake is, dan beschikt de beheerder over een vergunning en staat hij als organisatie onder toezicht, maar staat hij niet onder toezicht wat betreft zijn werkzaamheden in het kader van de van de wet uitgezonderde aanbieding van deelnemingsrechten.

Een bewaarder is niet vergunningplichtig, maar dient wel aan een aantal wettelijke vereisten te voldoen indien het aanbieden van de deelnemingsrechten valt onder de vergunningplicht van de (beheerder van de) beleggingsinstelling. Indien de aanbieding van de deelnemingsrechten is uitgezonderd van de vergunningplicht voor de beheerder, dan is het raadzaam om na te gaan of de vermogensscheiding goed is geregeld en of de werkzaamheden van de bewaarder zijn beperkt tot het bewaren van activa en het administreren van goederen van de beleggingsinstelling. Indien de bewaarder vermogens van meerdere, niet onder de Wft gereuleerde beleggingsinstellingen bewaart, dan bestaat de kans op een zogenoemd "besmettingsgevaar". Dit besmettingsgevaar houdt in dat crediteuren van een beleggingsinstelling zich kunnen verhalen op het vermogen van een andere beleggingsinstelling die door dezelfde bewaarder wordt bewaard. Dit doet zich voor in het geval het vermogen van een of meer van de beleggingsinstellingen ontoereikend blijkt om de vorderingen van de "eigen" crediteuren te voldoen. Indien echter het beleggingsbeleid van alle beleggingsinstellingen voldoet aan de product- en kredietwaardigheidsrechten van de RvdO is de kans op besmettingsgevaar gering. Zie voor meer informatie over vermogensscheiding par 5.6, p. 40 van de bronnennotitie.

(c) **Gebruik van derivaten**

Derivaten mogen uitsluitend worden gebruikt ter beperking van financiële risico's (art. 4 RvdO); er mogen geen open posities worden ingenomen. Daarnaast mogen derivaten alleen worden aangegaan op een gereuleerde markt of met instellingen die aan de eisen van artikel 2

van de Ruddo voldoen. Bekijk voor een weergave van deze eisen de [Ruddo](#).

(d) **Leningen**

Een openbaar lichaam mag zelf geen vreemd vermogen (leningen of structuren met een schuld karakter) aantrekken met het enkele doel deze geleende gelden tegen een hoger rendement uit te zetten. In het verlengde hiervan geldt dat ook de beleggingsinstelling waarin een openbaar lichaam deelneemt, geen vreemd vermogen mag aantrekken met voornoemd doel. Dit wordt ook wel *leverage* genoemd. Wel is het toegestaan dat een beleggingsinstelling tijdelijk vreemd vermogen aanhoudt in het kader van cashmanagement om flexibiliteit te houden in het geval van uittreding van participanten.

(e) **Valuta**

De beleggingen mogen alleen in euro worden gedaan, of in één van de nationale muntenheden van de lidstaten van de EU die deelnemen aan de EMU.

(f) **Mogelijke wijzigingen in de Wet fido/Ruddo**

Zoals hierboven onder (a) aangegeven, moet het beleggingsbeleid van een beleggingsinstelling aansluiten bij de Wet fido/Ruddo. Het is verstandig vooraf te bezien of het mogelijk is uit de beleggingsinstelling te stappen indien deze – na een mogelijke wijziging van de Wet fido/Ruddo – niet meer fido/Ruddo-proof is of dat het beleggingsbeleid in een dergelijk geval kan worden aangepast.

(g) **Looptijd/Uitstapmogelijkheden**

Het is belangrijk na te gaan wat de looptijd van het fonds is en welke (voortijdige) uitstapmogelijkheden (tegen intrinsieke waarde of een uitkering *in natura*) er bestaan.

Het strekt tot aanbeveling om extern advies in te winnen ingeval men overweegt in een bepaalde beleggingsinstelling deel te nemen. Daarnaast moet men overwegen of men in zee wil gaan met een (beheerder van een) beleggingsinstelling die niet onder toezicht staat van de AFM. Het verdient aanbeveling om uitsluitend te beleggen in een beleggingsinstelling waarvan de beheerder of de instelling zelf over een vergunning beschikt. Of een partij onder toezicht staat, kan worden nagekeken in het register van de AFM (zie: www.afm.nl/registers). In dit register zal onder het kopje “soort” worden aangegeven of het een beheerder van een beleggingsinstelling, een beleggingsinstelling uit een aangewezen staat, een beleggingsmaatschappij zonder aparte beheerder of een icbe (een EER-ICBE, EER-ICBE beheerder of een ICBE beleggingsmaatschappij met aparte beheerder) betreft. Ook vermeldt het register de zgn. “karakterstructuur” (dat wil zeggen of het een open-end of een closed-end beleggingsinstelling betreft). Zie voor meer informatie over het regime dat voor een instelling voor collectieve belegging in effecten (“icbe”) geldt par. 5.3 onder (d), p. 31 van de bronnennotitie.

Voor de volledigheid zij opgemerkt dat het vrijwillig toezicht regime – op grond waarvan (beheerders van) beleggingsinstellingen zich vanaf 1 juli 2011 vrijwillig aan toezicht kunnen onderwerpen – uitsluitend beschikbaar is voor (beheerders van) beleggingsinstellingen waarvan rechten van deelneming uitsluitend worden aangeboden aan gekwalificeerde beleggers en dus niet openstaat voor

(beheerders van) beleggingsinstellingen waarvan rechten van deelneming worden aangeboden aan openbare lichamen. Zie voor meer informatie over dit onderwerp par. 5.3 onder (c), p. 30 van de bronnennotitie.

5 Depositogarantiestelsel, beleggerscompensatieregeling en Wgebescherming

5.1 Wat wordt bedoeld met het depositogarantiestelsel en kunnen openbare lichamen hiervan profiteren?

Het depositogarantiestelsel heeft tot doel depositohouders te compenseren in het geval (onder meer) banken niet in staat zijn te voldoen aan hun verplichtingen die voortvloeien uit vorderingen uit deposito's. De kosten hiervoor worden door de participerende banken gedragen. Alleen personen die deposito's aanhouden bij een aan dit systeem deelnemende bank, in ieder geval elke bank die over een bankvergunning van DNB beschikt, komen voor compensatie in aanmerking. De hoogte van deze compensatie bedraagt momenteel ten hoogste EUR 100.000 per depositohouder. Niet alle depositohouders komen echter in aanmerking voor een dergelijke compensatie. Zo kunnen openbare lichamen anders dan particulieren geen aanspraak maken op een vergoeding op basis van deze regeling.

Zie voor meer informatie over dit onderwerp par. 4.3 onder (d), p. 27 van de bronnennotitie.

5.2 Wat wordt bedoeld met de beleggerscompensatieregeling en is deze van toepassing op openbare lichamen?

De beleggerscompensatieregeling heeft tot doel personen die op grond van een beleggingsdienst (waaronder individueel vermogensbeheer wordt begrepen) hun geld of financiële instrumenten hebben toevertrouwd aan (onder meer) een beleggingsonderneming die hiervoor over een vergunning beschikt (en haar zetel in Nederland heeft) te compenseren ingeval de desbetreffende onderneming niet in staat is aan haar verplichtingen te voldoen voortvloeiende uit vorderingen die verband houden met die beleggingsdienst of nevendienst. De compensatie bedraagt momenteel ten hoogste EUR 20.000 per belegger. Deze regeling geldt niet voor alle beleggers. Zo vallen openbare lichamen anders dan particulieren niet binnen het bereik van deze regeling.

Zie voor meer informatie over de beleggerscompensatieregeling par. 6.3 onder (15), p. 50 van de bronnennotitie.

6 Specifieke uitzettingen en derivaten

6.1 Mijn gemeente wil (tijdelijk) overtollige middelen uitzetten bij een beleggings-/clickfonds, waarbij aan het einde van de looptijd de hoofdsom is gegarandeerd. Is dit toegestaan?

Om te beoordelen of de deelneming door openbare lichamen in een fonds (beleggingsinstelling) onder de Wet fido en de Ruddo is toegestaan, moeten de

voorwaarden die worden besproken in de vragen 2.2.5 en 4.3 van de V&A in ogenschouw genomen worden.

Een van deze voorwaarden is dat het fonds moet beleggen:

- (a) in producten waarbij de hoofdsom ten minste aan het einde van de looptijd intact is en die zijn uitgezet bij een instelling die aan bepaalde voorwaarden voldoet; en/of
- (b) in vastrentende waarden (openbare en onderhandse leningen) die – ingeval het geen investeringen betreft met een solvabiliteitsweging van 0% – zijn uitgegeven door een instelling die aan bepaalde voorwaarden voldoet.

Ingeval (de beheerder van) het fonds de beleggers een hoofdsomgarantie biedt (af te geven door een financiële onderneming in de zin van de definitie van artikel 1 sub c Ruddy die voldoet aan de kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruddy), zijn de deelnemingsrechten zelf te beschouwen als een product (zie ook het antwoord op vraag 2.2.11) waarbij de hoofdsom ten minste aan het einde van de looptijd intact is (mits tevens aan de overige voorwaarden wordt voldaan). Een dergelijke belegging is daarmee fido/Ruddy-proof.

Overigens meent de Werkgroep fido dat een openbaar lichaam in dit laatste geval (de deelnemingsrechten zijn zelf te beschouwen als een hoofdsomgarantieproduct) wél de intentie zal moeten hebben om tot aan het einde van de looptijd deel te nemen in dit beleggingsfonds. Dit zal kunnen blijken uit de opgemaakte liquiditeitsprognose.

6.2 Mag mijn gemeente deelnemingsrechten verwerven in een beleggingsfonds dat tevens in aandelen belegt?

In beginsel mogen openbare lichamen – anders dan in de uitoefening van hun publieke taak – niet in aandelen beleggen. Dezelfde beperking geldt voor de beleggingsfondsen (beleggingsinstellingen) waarin openbare lichamen deelnemen. De beleggingen van een beleggingsfonds mogen daarom in beginsel niet uit aandelen bestaan. Een uitzondering op deze beperking bestaat wanneer de (beheerder van het) beleggingsfonds een hoofdsomgarantie biedt (af te geven door een financiële onderneming in de zin van de definitie van artikel 1 sub c Ruddy die voldoet aan de kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruddy) voor de deelnemingsrechten die beleggers daarin verwerven. In een dergelijk geval worden namelijk de deelnemingsrechten als een product beschouwd waarbij de hoofdsom ten minste aan het einde van de looptijd intact is en behoeft daarna niet verder beoordeeld te worden of de (onderliggende) beleggingen van het beleggingsfonds fido/Ruddy-proof zijn. Zie tevens vraag 2.2.11 van de V&A.

6.3 Mag mijn gemeente beleggen in geldmarktfondsen die streven naar hoofdsombehoud?

Het beleggen in beleggingsinstellingen, in dit geval een geldmarktfonds, is toegestaan onder de voorwaarde dat de gelden die in een beleggingsinstelling worden ingelegd, door (de beheerder van) de beleggingsinstelling worden uitgezet conform de eisen van de Wet fido en Ruddy. Zie in dit verband ook de

antwoorden op de vragen 2.2.5 en 4.3 van de V&A. De product- en kredietwaardigheids-eisen van de artikelen 2 en 3 Ruddo worden toegepast op het niveau van de beleggingen van de beleggingsinstelling. Dit betekent dat (de beheerder van) een beleggingsinstelling, in gelijke zin als een openbaar lichaam (in dit geval: een gemeente), uitsluitend mag beleggen in vastrentende waarden of in producten waarvan de hoofdsom aan het einde van de looptijd intact is. De laatste categorie betreft producten met een zgn. hoofdsomgarantie aan het eind van de looptijd. Producten waarbij wordt gestreefd naar hoofdsombehoud worden onvoldoende geacht. Zie voor een nadere toelichting op een hoofdsomgarantieproduct in de zin van artikel 3 Ruddo het antwoord op vraag 2.2.11 van de V&A.

6.4 Waar moeten openbare lichamen in het licht van de Wet fido op letten bij het beleggen in garantieproducten met een lange looptijd?

Bij het beleggen in garantieproducten dienen openbare lichamen bij het bepalen van de looptijd van het product rekening te houden met de mate waarin de hoofdsom (en eventueel een deel van het rendement) zijn gegarandeerd. Bij een beleggingsproduct met een lange looptijd (vanaf bijvoorbeeld 5 jaar) met enkel een hoofdsomgarantie kan immers de ruimte bestaan om de (mogelijk hoog oplopende) rente-inkomsten en een deel van het ingelegde bedrag risicovol te beleggen. Bij lange looptijden gaat er dan ook de voorkeur naar uit dat naast de hoofdsom een minimum rendement (bijvoorbeeld het inflatieniveau) is gegarandeerd.

6.5 Zijn perpetuele obligatieleningen (*perpetual bonds*) onder de Wet fido/Ruddo toegestaan?

Naar de letter van de Ruddo is het toegestaan om (tijdelijk) overtollige liquiditeiten uit te zetten in perpetuele (obligatie)leningen. Perpetuele (obligatie)leningen voldoen namelijk aan de producteisen van artikel 3 Ruddo, omdat zij in beginsel zijn aan te merken als "vastrentende waarden" in de zin van artikel 3 sub b. Ruddo. Het begrip "vastrentende waarden" is in artikel 1 onder d. Ruddo gedefinieerd als "openbare en onderhandse leningen" waarbij aan het eind van de looptijd de hoofdsom van de lening wordt terugbetaald. Dat een perpetuele (obligatie)lening een *onbepaalde* looptijd heeft, en dat dus onzekerheid bestaat over het moment van aflossing (lees: terugbetaling van de hoofdsom), doet daar niets aan af. De definitie van "vastrentende waarden" bevat immers niet de voorwaarde dat een lening een bepaalde looptijd moet hebben en/of dat bij een lening zekerheid moet bestaan over het moment van aflossing. Deze zekerheid bestaat namelijk ook niet bij "normale" (obligatie)leningen met een bepaalde looptijd waarbij de emittent een vervroegde aflossingsmogelijkheid inbouwt. Daar komt bij dat perpetuele (obligatie)leningen, anders dan de term suggereert, geen eeuwigdurende looptijd hebben. De emittent bouwt in de regel namelijk mogelijkheden in om op een bepaalde zgn. call-datum af te lossen. De druk om af te lossen wordt vergroot doordat perpetuele (obligatie)leningen in de regel ook een zgn. step-up bepaling bevatten waardoor de rente wijzigt als de emittent de lening niet op een bepaald moment (vervroegd) aflost.

Hoewel een perpetuele (obligatie)lening dus in beginsel - zoals elke andere vastrentende waarde – voldoet aan de productvoorwaarden van artikel 3 Ruddo en naar de letter van de Ruddo als uitzetting is toegestaan, indien het waardepapier of de financiële onderneming die het waardepapier uitgeeft voldoet aan de kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruddo, leidt een redelijke uitleg van de algemene regels inzake prudent beheer zoals neergelegd in artikel 2 Wet fido tot de conclusie dat de werking van een perpetuele (obligatie)lening minder goed past binnen een prudent financieel beheer door openbare lichamen en, afhankelijk van de contractuele voorwaarden van de lening, in sommige gevallen zelfs strijdig kan zijn met het uitgangspunt van prudent beheer. De volgende aspecten zijn daarbij van belang:

- (a) de onzekerheid over het moment van aflossing bij een perpetuele (obligatie)lening maakt het lastig om de looptijd van de uitzetting zoveel mogelijk te laten aansluiten bij de liquiditeitsprognose c.q. beleggingshorizon van een openbaar lichaam, zoals de toelichting op de Ruddo bepaalt;
- (b) doordat de emittent bepaalt of en zo ja, wanneer de perpetuele (obligatie)lening zal worden afgelost en hij dit moment kan uitstellen, neemt het risico toe dat een openbaar lichaam de lening tussentijds – tegen een lagere waarde - moet verkopen indien hij haar liquiditeitsprognose heeft afgestemd op de initieel verwachte aflossingsdatum. Een perpetuele (obligatie)lening draagt hierdoor een groter hoofdsomrisico in zich; en
- (c) blijkens de toelichting op de Ruddo dienen openbare lichamen in acht te nemen dat hun tegenpartij een hogere rating dient te hebben naarmate de looptijd van een uitzetting langer is. Vanwege de onzekerheid over de looptijd van een perpetuele (obligatie)lening is het lastig om bij het aangaan van de lening de vereiste kredietwaardigheid van de emittent in te schatten en aan de juiste ratingeis te voldoen.

Voor een toelichting op het beginsel van prudent beheer wordt verwezen naar het antwoord op vraag 2.2.1 van de V&A.

6.6 Zijn achtergestelde (obligatie)leningen onder de Wet fido/Ruddo toegestaan?

Een redelijke uitleg van de Ruddo en de Wet fido brengt mee dat het is toegestaan om (tijdelijk) overtollige liquiditeiten uit te zetten in achtergestelde leningen, mits:

- (a) de financiële onderneming en/of het waardepapier voldoen aan de landen- en ratingeisen van artikel 2 Ruddo; en
- (b) de contractuele voorwaarden van de lening dusdanig zijn geformuleerd dat de achterstelling zich beperkt tot de situatie van faillissement of een gerechtelijke rangregeling, zodat de achterstelling niet tevens inhoudt dat buiten een situatie van faillissement of een gerechtelijke rangregeling, vorderingen niet op de debiteur kunnen worden verhaald zolang vorderingen van alle of bepaalde andere schuldeisers niet zijn voldaan.

Achtergestelde leningen die aan deze voorwaarden voldoen, sluiten aan bij de producteisen van artikel 3 Ruddo, omdat zij zijn aan te merken als "vastrentende waarden" in de zin van artikel 3 sub b. Ruddo. Ook sluiten zij aan

bij de kredietwaardigheids-eisen van artikel 2 Ruddy, omdat recht wordt gedaan aan het debiteuren- of faillissementsrisico dat de Ruddy beoogt te beperken. De Ruddy kijkt daarbij uitsluitend naar de rating-eis van ofwel de financiële onderneming ofwel het waardepapier en de landeisen van de financiële onderneming, en niet naar de senioriteit van het waardepapier c.q. de verhaalspositie van de debiteur ingeval van liquidatie of faillissement.

Het vorenstaande neemt echter niet weg dat de kans dat ingeval van liquidatie/faillissement daadwerkelijk nog enige uitkering (lees: terugbetaling van (een deel van) de hoofdsom) wordt verkregen, door de achterstelling wordt verkleind, omdat een openbaar lichaam als gevolg van de achterstelling niet als concurrent crediteur in een faillissement kan opkomen. In zoverre dragen dus ook achtergestelde leningen die naar de letter van de Ruddy voldoen aan de toepasselijke eisen een verhoogd risico in zich ten opzichte van "normale" leningen. Dit brengt met zich dat het aangaan van achtergestelde leningen die naar de letter van de Ruddy voldoen aan de toepasselijke eisen, onder omstandigheden strijdig kan zijn met de algemene regels inzake prudent beheer zoals neergelegd in artikel 2 Wet fido. Voor een toelichting op het beginsel van prudent beheer wordt verwezen naar het antwoord op vraag 2.2.1 van de V&A.

Gelet op de aard van achtergestelde leningen, ligt het voor openbare lichamen niet voor de hand om via dergelijke leningen middelen uit te zetten anders dan voor de uitoefening van de publieke taak.

6.7 Wat is een *swaption* en is het aangaan van een *swaption* onder de Wet fido/Ruddy toegestaan?

Een *swaption* is een derivatenconstructie (een optie) die de eigenaar ervan het recht geeft (en niet de verplichting) om een onderliggende renteswap uit te oefenen. Dit betekent dat men – tegen betaling van een premie – het recht verkrijgt om op een bepaald tijdstip een bedrag te lenen tegen een rente waarvan de hoogte vooraf is bepaald. Het zal alleen aantrekkelijk zijn om de *swaption* uit te oefenen ingeval de rente stijgt, en men dus door de uitoefening van de *swaption* een rentevoordeel kan behalen. Het aangaan van een derivatenconstructie kan fido/Ruddy-proof zijn indien aan de daarvoor geldende voorwaarden wordt voldaan. Klik hier voor een overzicht van deze voorwaarden in de [Wet fido](#) en [de Ruddy](#)

Hierna volgt een voorbeeld van een geval waarvan de Werkgroep fido oordeelt dat een gemeente de voorgelegde *swaption* mag aangaan.

Een gemeente geeft aan voor een grootschalig project op termijn een financiering nodig te hebben van ruim EUR 33 miljoen, waarvan EUR 10 miljoen op dit moment, EUR 15 miljoen over een jaar en EUR 8 miljoen over twee jaar. Omdat de rente betrekkelijk laag is en verwacht wordt dat de rente zal stijgen, wil de gemeente gebruik maken van een *swaption*. Voor de twee gedeelten van financiering die over respectievelijk één en twee jaar benodigd zijn, sluit de gemeente de *swaption* af. Met deze *swaption* meent de gemeente een optimaal rentecontract te hebben afgesloten.

Het belangrijkste uitgangspunt bij het gebruik van derivaten is dat deze moeten dienen ter beperking van financiële risico's. In deze casus is dit het geval. In feite sluit de gemeente straks een lening af met een op dit moment bepaalde rente, waarbij het risico van rentestijging door een derivaat wordt ondervangen. De Ruddo geeft in de artikelsgewijze toelichting aan dat er sprake moet zijn van een onderliggende waarde. De onderliggende waarde heeft hier de immateriële vorm van een verplichting die aan de optie-overeenkomst is verbonden. De verplichting is het afsluiten van leningen na één respectievelijk twee jaar als de voorwaarde van de gestegen rente in vervulling gaat.

6.8 Mogen openbare lichamen beleggen in *commercial paper* ("CP")?

Commercial paper ("CP") kwalificeert als een vastrentende waarde die op de geldmarkt wordt verhandeld. CP kan worden uitgegeven door grote ondernemingen, banken en overheden. CP dat wordt uitgegeven door banken wordt doorgaans *Certificates of Deposit* ("CD") genoemd. Volgens artikel 3 van de Ruddo is het toegestaan om te beleggen in vastrentende waarden, die zijn uitgegeven door financiële ondernemingen, zoals banken, die aan bepaalde rating- en landeneisen voldoen. Ingeval de waardepapieren een solvabiliteitsweging van 0% kennen, vinden deze rating- en landeneisen geen toepassing.

Een gemeente mag derhalve beleggen in CP – dat geen solvabiliteitsweging van 0% kent - van financiële ondernemingen die aan de vereiste ratings voldoen. Een gemeente mag dus alleen in CP beleggen van niet-financiële ondernemingen indien daarvoor een solvabiliteitsweging van 0% geldt (hetgeen doorgaans niet het geval zal zijn) of welke deel uitmaakt van een garantieproduct, waarbij de hoofdsom aan het einde van de looptijd intact is.

6.9 Wat is een *extendible loan* en is het aangaan van een *extendible loan* onder de Wet fido/Ruddo toegestaan?

Een *extendible loan* wordt beschouwd als een derivaat bestaande uit twee (sub)producten. Het eerste product is een lening van (bijvoorbeeld) een bank aan een openbaar lichaam waarover een vooraf bepaalde rente geldt. Het tweede product betreft een door een openbaar lichaam geschreven optie die de bank het recht geeft om haar een tweede lening te verstrekken tegen een vooraf bepaalde rente. Vanwege het speculatieve karakter van het tweede product, wordt het eerste product (in de gecombineerde *extendible*) onder haar marktwaarde aangeboden.

De Werkgroep fido meent dat de *extendible loan* niet dient ter afdekking van financiële risico's en dat deze daarom niet fido-proof is. In wezen speculeert het openbare lichaam op een rentedaling. In beginsel is het een openbaar lichaam overigens bijna nooit toegestaan om een optie te schrijven, aangezien de verkoper van een optie (degene die de optie schrijft) de plicht heeft om de afgesproken transactie uit te voeren als de koper zijn recht uitoefent. Daarmee loopt de verkoper van een optie een in beginsel onbeperkt risico.

Een voorbeeld moet dit verduidelijken.

Een openbaar lichaam sluit een lening af voor 10 jaar (met een mogelijke verlenging van 10 jaar). Over de eerste periode van 10 jaar wordt een vast rente percentage van 4% afgesproken. Op de resterende periode van 10 jaar is een door het openbaar lichaam geschreven optie van toepassing inhoudende dat de bank dit openbaar lichaam een lening mag verstrekken tegen een rente van (bijvoorbeeld 4,5%).

Scenario 1: Na 10 jaar daalt de rente naar 3,5% waardoor het voor de bank lonend zal zijn om de optie uit te oefenen. Het openbaar lichaam zal als gevolg daarvan op haar lening een hogere rente dan de marktrente moeten betalen.

Scenario 2: Na 10 jaar stijgt de rente naar 5% waardoor het voor de bank niet aantrekkelijk is om de optie uit te oefenen. Het openbaar lichaam zal nu een nieuwe lening moeten afsluiten tegen het op dat moment geldende tarief.

NOTITIE

Deze notitie bevat een beschrijving van de hoofdpunten van de op 1 september 2011 geldende wet- en regelgeving. De notitie beoogt geen volledige beschrijving van de relevante wet- en regelgeving te geven. De notitie vormt geen juridisch advies. Hoe wet- en regelgeving dienen te worden toegepast op specifieke gevallen, dient onderwerp te zijn van zelfstandig in te winnen juridisch advies.

1 Inleiding: uitzettingen en het aangaan van overeenkomsten met betrekking tot derivaten door openbare lichamen

- 1.1** Bij het uitzetten van overtollige liquiditeiten en het aangaan van overeenkomsten met betrekking tot derivaten kunnen openbare lichamen te maken hebben met verschillende financiële ondernemingen. Het is van belang dat openbare lichamen als afnemers van financiële producten en diensten bekend zijn met de regulering van en het toezicht op hun wederpartijen. Kennis over dit onderwerp zal eraan kunnen bijdragen dat openbare lichamen beter in staat zijn de juridische risico's in te schatten bij het beoordelen van de door financiële ondernemingen aan hen aangeboden financiële producten en diensten.
- 1.2** Deze notitie geeft – slechts op hoofdlijnen – het op de Wet op het financieel toezicht (de “**Wft**”) gebaseerde juridische kader weer van de regulering van en het toezicht op de financiële ondernemingen waarmee openbare lichamen te maken kunnen hebben wanneer zij hun overtollige liquiditeiten uitzetten of overeenkomsten met betrekking tot derivaten aangaan.¹ Wij beogen met deze weergave slechts inzicht te bieden in (een deel van) de Nederlandse wet- en regelgeving inzake het toezicht op financiële ondernemingen en financiële markten, maar beogen geen volledige beschrijving van de uitgebreide wet- en regelgeving te geven. Evenmin beogen wij met deze notitie juridisch advies te geven.
- 1.3** De volgende onderwerpen komen in deze notitie aan de orde:
- (i) algemeen kader voor regulering van en toezicht op financiële ondernemingen (en financiële markten) in de Wft (**paragraaf 2 van deze notitie**);

¹ De meest recente tekst van de Wft (en in deze notitie aangehaalde lagere regelgeving) is te raadplegen via www.overheid.nl.

- (ii) introductie: banken, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen en hun cliënten (**paragraaf 3 van deze notitie**);
- (iii) banken (**paragraaf 4 van deze notitie**);
- (iv) beleggingsinstellingen (**paragraaf 5 van deze notitie**);
- (v) beleggingsondernemingen (**paragraaf 6 van deze notitie**); en
- (vi) slotopmerking (**paragraaf 7 van deze notitie**).

1.4 Voor de goede orde merken wij op dat openbare lichamen bij het uitzetten van hun overtollige liquiditeiten en het aangaan van overeenkomsten met betrekking tot derivaten onderworpen zijn aan de bepalingen van de Wet financiering decentrale overheden (de "**Wet fido**") en de Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden (de "**Ruddo**"). De uit deze wet respectievelijk regeling voortvloeiende restricties zien echter niet op de regulering van of het toezicht op de wederpartijen van openbare lichamen en komen daarom in de onderhavige notitie niet aan bod. De Wet fido en de Ruddo stellen evenwel ook strenge eisen aan financiële ondernemingen waarmee openbare lichamen in zee gaan voor het doen van uitzettingen of het aangaan van overeenkomsten met betrekking tot derivaten. Deze eisen staan voor openbare lichamen voorop.

2 Algemeen kader voor regulering van en toezicht op financiële ondernemingen (en financiële markten) in de Wft

Inleiding

- 2.1 Deze tweede paragraaf is bedoeld als een eerste kennismaking met de systematiek van de Wft. Wij staan hierin stil bij de institutionele vormgeving van het toezicht op financiële ondernemingen en financiële markten in Nederland, bij de opbouw van de Wft en bij de Europese grondslagen van de Wft.

Institutionele vormgeving van het toezicht op financiële ondernemingen en financiële markten in Nederland

- 2.2 In de Wft is het functionele toezichtmodel verankerd dat is gebaseerd op twee pijlers: prudentieel toezicht en gedragstoezicht. De Nederlandsche Bank N.V. (“**DNB**”) is belast met het prudentieel toezicht dat gericht is op de soliditeit van financiële ondernemingen en het bijdragen aan de stabiliteit van de financiële sector (art. 1:24 Wft). De Stichting Autoriteit Financiële Markten (de “**AFM**”) heeft tot taak het gedragstoezicht uit te oefenen dat is gericht op ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten (art. 1:25 Wft). Zowel DNB als de AFM heeft daarnaast de bevoegdheid om te beslissen over de toelating van verschillende financiële ondernemingen tot de Nederlandse markten. DNB en de AFM zijn dus toezichthouders én vergunningverlenende autoriteiten.

Opbouw van de Wft

- 2.3 De Wft is opgebouwd uit verschillende delen. Deel 1 bevat regels van algemene toezichtrechtelijke aard (zoals de bepalingen ten aanzien van de toezichtbevoegdheden van en handhaving door DNB en de AFM). Deel 2 betreft bepalingen over markttoegang van financiële ondernemingen. Deel 3 betreft het prudentieel toezicht op financiële ondernemingen. Deel 4 bevat gedragsregels voor financiële ondernemingen. In deel 5 staat het gedragstoezicht op financiële markten centraal.
- 2.4 De regels voor regulering van en toezicht op financiële ondernemingen en financiële markten in Nederland zijn – grotendeels – opgenomen in de Wft. De Wft is een raamwet. Er is een uitgebreid stelsel van op de Wft gebaseerde lagere regelgeving. De lagere regelgeving omvat een groot aantal algemene maatregelen van bestuur, ministeriële regelingen, enkele ministeriële besluiten en algemeen verbindende voorschriften van toezichthouders. Als voorbeelden van relevante lagere regelgeving noemen wij hier het Besluit prudentiële regels (het “**Bpr**”) dat uitwerkingen van deel 3 Wft bevat en het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (het “**BGfo**”) dat uitwerkingen van deel 4 Wft bevat. Uit het organogram dat als bijlage bij deze notitie is

gevoegd, blijkt voor welke lagere regelgeving de Wft de basis vormt.

Europese grondslagen Wft

- 2.5** Het Nederlandse recht inzake het toezicht op financiële ondernemingen en financiële markten is grotendeels het resultaat van de uitvoering van Europese richtlijnen; een groot aantal Europese richtlijnen is geïmplementeerd in de Wft en de op deze wet gebaseerde lagere regelgeving. Voorbeelden van richtlijnen die in deze notitie aan de orde komen, zijn de Richtlijn markten voor financiële instrumenten² (naar de afkorting van de Engelse titel meestal aangeduid als “**MiFID**”) en de Prospectusrichtlijn.³⁴

² De volledige aanduiding van deze richtlijn is: Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad (*PbEU* 2004, L 145/1).

³ De volledige aanduiding van deze richtlijn is: Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG (*PbEU* 2003, L 345/64). Voornoemde richtlijn is laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2010/73/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van Richtlijn 2003/71/EG betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten en Richtlijn 2004/109/EG betreffende de transparantievereisten die gelden voor informatie over uitgevende instellingen waarvan effecten tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten (*PbEU* 2010, L 327/1).

⁴ In het vervolg van deze notitie zullen ook andere Europese richtlijnen die zijn geïmplementeerd in de Wft (en de hierop gebaseerde lagere regelgeving) aan bod komen. Zo staan wij in paragraaf 3.17 onder (k) stil bij de Richtlijn 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 december 2002 betreffende het aanvullende toezicht op kredietinstellingen, verzekeringsondernemingen en beleggingsondernemingen in een financieel conglomeraat en tot wijziging van de Richtlijnen 73/239/EEG, 79/267/EEG, 92/49/EEG, 92/96/EEG, 93/6/EEG en 93/22/EEG van de Raad en van de Richtlijnen 98/78/EG en 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad (*PbEU* 2003, L 35/1) (de “**Richtlijn financiële conglomeraten**”), in paragraaf 3.17 onder (l) bij de Richtlijn 2007/44/EG van het Europees Parlement en de Raad van 5 september 2007 tot wijziging van richtlijn 92/49/EEG van de Raad en de Richtlijnen 2002/83/EG, 2004/39/EG, 2005/68/EG en 2006/48/EG wat betreft procedureregels en evaluatiecriteria voor de prudentiële beoordeling van verwervingen en vergrotingen van deelnemingen in de financiële sector (*PbEU* 2007, L 247/1) (ook wel de “**Antonveneta Richtlijn**” genoemd), in paragraaf 4.3 bij de Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen (herschikking) (*PbEU* 2006, L 177/1) (de “**Herziene richtlijn banken**”) en de Richtlijn 2006/49/EG van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2006 inzake de kapitaaltoereikendheid van beleggingsondernemingen en kredietinstellingen (herschikking) (*PbEU* 2006, L 177/201) (de “**Herziene richtlijn kapitaaltoereikendheid**”), en in paragraaf 4.3 onder (d) bij de Richtlijn 2009/14/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 maart 2009 tot wijziging van Richtlijn 94/19/EG inzake de depositogarantiestelsels wat dekking en uitbetalingstermijn betreft (*PbEU* 2009, L 68/3) (de “**Richtlijn depositogarantiestelsels**”). Voor de volledigheid zij opgemerkt dat het Europees Parlement en de Raad in

2.6 De richtlijnen van de Europese Unie hebben tot doel de regels met betrekking tot de financiële markten in de verschillende lidstaten te harmoniseren. Dat regels op enkele toezichtgebieden geharmoniseerd zijn, betekent echter niet dat overal in Europa dezelfde regels gelden. Afhankelijk van de ruimte die de Europese wetgever de individuele lidstaten biedt, staat het de lidstaten vrij om andere of aanvullende regels te stellen. Daarenboven wordt niet elk terrein van het toezichtrecht door Europese richtlijnen bestreken.

2010 een voorstel hebben gedaan tot wijziging van deze laatste richtlijn, zie voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad van 12 juli 2010 inzake de depositogarantiestelsels [herschikking] (COM(2010)368, 2010/0207(COD)). Voor de goede orde zij opgemerkt dat de Herziane richtlijn banken en de Herziane richtlijn kapitaaltoereikendheid zijn gewijzigd in een wijzigingstraject dat – naar afkorting van de Engelse titel – ook wel aangeduid wordt als "CRD II". Dit wijzigingstraject bestaat uit drie wijzigingsrichtlijnen: (i) Richtlijn 2009/27/EG van de Commissie van 7 april 2009 tot wijziging van bepaalde bijlagen bij Richtlijn 2006/49/EG van het Europees Parlement en de Raad wat een aantal technische voorschriften inzake risicobeheer betreft (*PbEU* 2009, L 94/97), (ii) Richtlijn 2009/83/EG van de Commissie van 27 juli 2009 tot wijziging van bepaalde bijlagen bij Richtlijn 2006/48/EG van het Europees Parlement en de Raad wat een aantal technische voorschriften inzake risicobeheer betreft (*PbEU* 2009, L 196/14) en (iii) Richtlijn 2009/111/EG van het Europees Parlement en de Raad van 16 september 2009 tot wijziging van de Richtlijnen 2006/48/EG, 2006/49/EG en 2007/64/EG wat betreft banken die zijn aangesloten bij centrale instellingen, bepaalde eigenvermogensbestanddelen, grote posities, het toezichtkader en het crisisbeheer (*PbEU* 2009, L 302/97). In een op het CRD II volgend wijzigingstraject (ook wel als "CRD III" aangeduid) zijn de Herziane richtlijn banken en de Herziane richtlijn kapitaaltoereikendheid verder gewijzigd door de Richtlijn 2010/76/EU van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot wijziging van de Richtlijnen 2006/48/EG en 2006/49/EG wat betreft de kapitaalvereisten voor de handelsportefeuille en voor hersecuritisaties, alsook het bedrijfseconomisch toezicht op het beloningsbeleid (*PbEU* 2010, L 329/3). Thans zijn op Europees niveau een richtlijn en een verordening (in drie delen) in voorbereiding. De Herziane richtlijn banken en de Herziane richtlijn kapitaaltoereikendheid worden met ingang van 1 januari 2013 ingetrokken. Deze voorgestelde regelgeving ter uitvoering van het zogenaamde Basel III akkoord wordt ook wel als "CRD IV" aangeduid. Voor meer informatie zie: http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm. Ten slotte komt in paragraaf 5.2 zijdelings aan de orde Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (de "**AIFM Richtlijn**").

3 Introductie: banken, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen en hun cliënten

- 3.1** Deze paragraaf is een introductie op de regulering van en het toezicht op financiële ondernemingen die in deze notitie centraal staan. Daarbij gaan wij in op de betekenis van de definities van “bank”, “beleggingsinstelling” en “beleggingsonderneming”, de regels voor markttoegang en de vereisten waaraan vergunninghoudende banken, (beheerders) van beleggingsinstellingen (en de daaraan verbonden bewaarders) en beleggingsondernemingen onderworpen zijn. Voorts gaat deze paragraaf in op de verschillende categorieën cliënten van deze financiële ondernemingen die in de Wft onderscheiden worden. Daarbij zullen wij nagaan als welke categorie cliënten openbare lichamen moeten worden beschouwd.
- 3.2** Na deze inleidende paragrafen gaan wij in de paragrafen 4, 5 en 6 dieper in op de regulering van en het toezicht op – achtereenvolgens - banken, beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen.

Begrippen “bank”, “beleggingsinstelling” en “beleggingsonderneming”

Bank

- 3.3** Een “bank” is in de Wft gedefinieerd als “degene die zijn bedrijf maakt van het buiten besloten kring ter beschikking verkrijgen van opvorderbare gelden van anderen dan professionele marktpartijen, en het voor eigen rekening verrichten van kredietuitzettingen” (art. 1:1 Wft). De definitie van “bank” maakt deel uit van de verzameldefinitie van “kredietinstelling”. Een “kredietinstelling” is in de Wft gedefinieerd als “een bank of elektronischgeldinstelling” (art. 1:1 Wft). Een “elektronischgeldinstelling” is in de Wft gedefinieerd als “degene die, geen bank zijnde, zijn bedrijf maakt van het ter beschikking verkrijgen van gelden in ruil waarvoor elektronisch geld⁵ wordt uitgegeven waarmee betalingen kunnen worden verricht ook aan anderen dan degene die het elektronisch geld uitgeeft” (art. 1:1 Wft). In deze notitie besteden wij verder geen aandacht aan de elektronischgeldinstelling omdat dit type financiële onderneming bij het uitzetten van overtollige liquiditeiten en het aangaan van overeenkomsten met betrekking tot derivaten door openbare lichamen niet relevant is.
- 3.4** Kort gezegd, is een bank degene die gelden van het publiek inleent en deze gelden weer uitleent. Daarnaast kunnen banken in hun relatie met

⁵ “Elektronisch geld” is in de Wft gedefinieerd als “een geldswaarde die is opgeslagen op een elektronische drager of die op afstand is opgeslagen in een centrale rekeningadministratie” (art. 1:1 Wft).

consumenten⁶ tevens optreden als financiële dienstverlener.⁷ In die hoedanigheid kunnen zij hun bijvoorbeeld krediet aanbieden of hen hierover adviseren. In het hiernavolgende zullen wij niet verder bij de regulering van en het toezicht op banken die optreden als financiële dienstverlener stil staan. Openbare lichamen hebben onder meer met een bank te maken indien zij aldaar een spaarrekening of een deposito⁸ aanhouden.

- 3.5** Opgemerkt zij dat het een ieder die geen vergunninghoudende kredietinstelling is, verboden is het woord “bank” of vertalingen of vormen daarvan te bezigen in zijn naam of bij de uitoefening van zijn bedrijf, tenzij zulks in zodanige samenhang geschiedt, dat daaruit duidelijk blijkt, dat hij niet werkzaam is op de financiële markten (art. 3:7 Wft).

Beleggingsinstelling

- 3.6** Een “beleggingsinstelling” is in de Wft gedefinieerd als “*beleggingsmaatschappij of beleggingsfonds*” (art. 1:1 Wft).⁹ Een “beleggingsmaatschappij” is in de Wft gedefinieerd als “*een rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen*” (art. 1:1 Wft). Een “beleggingsfonds” is in de Wft gedefinieerd als “*een niet in een beleggingsmaatschappij ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden*”

⁶ Een “consument” is in de Wft gedefinieerd als “*een niet in de uitoefening van zijn bedrijf of beroep handelende natuurlijke persoon aan wie een financiële onderneming een financiële dienst verleent*” (art. 1:1 Wft).

⁷ Het begrip “financiële dienstverlener” is een van de meest ingewikkelde definities van de Wft. Deze definitie illustreert het gebruik van gelaagde definities (definities in definities) in het begrippenkader van de Wft. Een “financiële dienstverlener” is in de Wft gedefinieerd als “*degene die een ander financieel product dan een financieel instrument aanbiedt, die adviseert over een ander financieel product dan een financieel instrument of die bemiddelt, herverzekeringsbemiddelt, optreedt als gevolmachtigde agent of optreedt als ondergevolmachtigde agent*” (art. 1:1 Wft). Deze definitie bevat een verwijzing naar de volgende, overige definities uit art. 1:1 Wft: “financieel product”, “financieel instrument”, “aanbieden”, “adviseren”, “bemiddelen”, “herverzekeringsbemiddelen”, “optreden als gevolmachtigde agent” en “optreden als ondergevolmachtigde agent”. In de definities van deze definities worden overigens opnieuw begrippen gebruikt die in art. 1:1 Wft zijn gedefinieerd.

⁸ Een “deposito” is in de Wft gedefinieerd als “*een tegoed dat wordt gevormd door op een rekening staande gelden of dat tijdelijk uit normale banktransacties voortvloeit, en dat een bank onder de toepasselijke wettelijke en contractuele voorwaarden dient terug te betalen, alsmede schulden belichaamd in door een bank uitgegeven op naam gestelde schuldbewijzen, met uitzondering van obligaties die voldoen aan de voorwaarden van artikel 22, vierde lid, van de richtlijn beleggingsinstellingen*” (art. 1:1 Wft).

⁹ Het begrip “beleggingsinstelling” dient niet te worden verward met het tevens in de Wft gehanteerde begrip “instelling voor collectieve belegging in effecten” (afgekort “**icbe**”). De icbe is als het ware een *species* van de “beleggingsinstelling”. In paragraaf 5.3 onder (d) onder (1) wordt nader op de icbe ingegaan.

opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen” (art. 1:1 Wft). Kort gezegd, is het verschil dat een beleggingsmaatschappij rechtspersoonlijkheid heeft en een beleggingsfonds niet. Uit bovenstaande definities blijkt dat een beleggingsinstelling gericht is op collectief vermogensbeheer. Opgemerkt zij dat het ingevolge de Wft bepaalde ten aanzien van een beleggingsinstelling van overeenkomstige toepassing is op een subfonds (art. 1:13 lid 6 Wft).

- 3.7** Een (onder de Wft gereguleerd) beleggingsfonds moet altijd een rechtspersoonlijkheid bezittende beheerder en een rechtspersoonlijkheid bezittende bewaarder hebben (art. 2:65 lid 1 onder a jo. art. 4:42 lid 1 Wft). De taakverdeling tussen bewaarders en beheerders bestaat eruit dat de bewaarder het vermogen “bewaart”, terwijl de beheerder het vermogen “beheert”. Op deze manier wordt vermogensscheiding bewerkstelligd. De bewaarder houdt toezicht op de werkzaamheden van de beheerder en controleert of de beheerder zijn handelingen in overeenstemming met de statuten of het reglement van het beleggingsfonds verricht. Een “beheerder” is in de Wft gedefinieerd als “*een rechtspersoon die het beheer voert over een of meer beleggingsinstellingen*” (art. 1:1 Wft). Een “bewaarder” is in de Wft gedefinieerd als “*een rechtspersoon die is belast met de bewaring van de activa van een beleggingsinstelling*” (art. 1:1 Wft).
- 3.8** Een (onder de Wft gereguleerde) beleggingsmaatschappij hoeft geen aparte beheerder of aparte bewaarder te hebben (art. 2:65 lid 1 onder b Wft). Men kan echter wel vrijwillig opteren voor een aparte beheerder of bewaarder.
- 3.9** In de Wft wordt onderscheid gemaakt tussen beleggingsinstellingen waarvan de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald en beleggingsinstellingen die geen inkoopverplichting hebben. De eerste categorie beleggingsinstellingen wordt in de praktijk “open-end” genoemd; de tweede categorie “closed-end”. Indien deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling verhandelbaar zijn, vallen aanbieding ervan aan het publiek en toelating ervan tot de handel op een gereguleerde markt onder de in deel 5 van de Wft opgenomen verplichting een door de AFM goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen.¹⁰ Voor de aanbieding van deelnemingsrechten in open-

¹⁰ Voor de interpretatie van de AFM van het begrip verhandelbaarheid zij verwezen naar de beleidsregel verhandelbaarheid van de AFM. Deze beleidsregel is te raadplegen op de website van de AFM, zie <http://www.afm.nl/layouts/afm/default.aspx~/media/files/wetten-regels/beleidsregel/beleidsregel-verhandelbaarheid.ashx>. Uit deze beleidsregel volgt dat de AFM uitgaat van een ruime, economische benadering van het begrip verhandelbaarheid. Alle constructies waarbij het economische belang van een gestandaardiseerd waardebewijs of deelnemingsrecht middellijk of onmiddellijk wordt of kan worden overgedragen aan een derde, beschouwt de AFM als verhandelbare waardebewijzen of deelnemingsrechten.

end beleggingsinstellingen en niet-verhandelbare deelnemingsrechten in closed-end beleggingsinstellingen, geldt dit niet; voor de aanbidding van deze deelnemingsrechten geldt de prospectusplicht in deel 4 Wft (zie paragraaf 5.5 onder (f) van deze notitie voor meer informatie over dit onderwerp).

Beleggingsonderneming

3.10 Een “beleggingsonderneming” is in de Wft gedefinieerd als “*degene die een beleggingsdienst verleent of een beleggingsactiviteit verricht*” (art. 1:1 Wft). In het kader van deze notitie beperken wij ons tot de beschrijving van enkele onderdelen van de in de Wft opgenomen definitie van “verlenen van een beleggingsdienst”. Wij behandelen daarmee niet alle beleggingsdiensten en ook niet het afzonderlijk gedefinieerde begrip “verrichten van een beleggingsactiviteit”. In het bestek van deze notitie staan wij stil bij de volgende beleggingsdiensten:

- (a) in de uitoefening van een beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten;
- (b) in de uitoefening van beroep of bedrijf voor rekening van die cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten;
- (c) beheren van een individueel vermogen;
- (d) in de uitoefening van beroep of bedrijf adviseren over financiële instrumenten.

3.11 Het onder (c) genoemde begrip “beheren van een individueel vermogen” is in de Wft gedefinieerd als: “*in de uitoefening van een beroep of bedrijf, anders dan als beheerder, op discretionaire basis voeren van het beheer over financiële instrumenten die toebehoren aan een persoon dan wel over aan deze persoon toebehorende middelen ter belegging in financiële instrumenten op grond van een door deze persoon gegeven opdracht*” (art. 1:1 Wft).¹¹ Dit betekent dat een belegger (met andere woorden: de cliënt van de vermogensbeheerder) op basis van een overeenkomst van opdracht het beheer over (een deel van) zijn vermogen overlaat aan een vermogensbeheerder. In deze overeenkomst maken partijen afspraken over de (uitvoering van) beleggingsbeslissingen en de mate van zelfstandigheid die de vermogensbeheerder daarbij toekomt. Met andere woorden hoe zij invulling

Ook indien de overdracht van de deelnemingsrechten onderworpen is aan toestemming of goedkeuring van een derde (zoals het geval is bij een blokkeringsregel), zijn de deelnemingsrechten *wel* verhandelbaar. Als de deelnemingsrechten door de deelnemer alléén overgedragen kunnen worden aan de beleggingsinstelling zelf en als de deelnemingsrechten na de inkoop worden ingetrokken, zijn zij *niet* verhandelbaar. Echter, als kort na intrekking van een deelnemingsrecht de (beheerder van de) beleggingsinstelling een soortgelijk deelnemingsrecht uit geeft, dan beschouwt de AFM het desbetreffende deelnemingsrecht *wel* als verhandelbaar.

¹¹ Met de term “persoon” in de definitie van “beheren van een individueel vermogen” wordt niet enkel bedoeld op natuurlijke personen, maar tevens op rechtspersonen.

geven aan het begrip “op discretionaire basis” (als onderdeel van de definitie van “beheren van een individueel vermogen”). Partijen kunnen bijvoorbeeld overeenkomen dat de vermogensbeheerder binnen het afgesproken beleggingsbeleid zelfstandig kan beslissen welke transacties hij voor rekening van zijn cliënt verricht, maar ook dat de vermogensbeheerder voorafgaand aan het verrichten van een belangrijke transactie moet overleggen met de belegger of hem om zijn toestemming moet vragen.

- 3.12** Een bank die tevens over een vergunning beschikt om beleggingsdiensten te verlenen, wordt ook wel bank-beleggingsonderneming genoemd. Omdat banken reeds aan een veelheid van vereisten onderworpen zijn op grond van de bankvergunning die zij bezitten, zijn zij niet aan alle voor beleggingsondernemingen geldende verplichtingen onderworpen.¹² Tenzij uitdrukkelijk anders vermeld, worden in het hiernavolgende met beleggingsondernemingen tevens bank-beleggingsondernemingen bedoeld.

Markttoegang

- 3.13** De regels in de Wft over markttoegang voor financiële ondernemingen (dat wil zeggen: toegang tot de Nederlandse financiële markten) zijn gestoeld op een “verbod-tenzij-vergunningstelsel”. Deze regels hebben in beginsel betrekking op financiële ondernemingen met zetel in of buiten Nederland. Op de vergunningplicht bestaan voor elk type financiële onderneming verschillende uitzonderingen. Deze worden in de paragrafen hierna afzonderlijk behandeld.
- 3.14** Per vergunningplichtige activiteit regelt deel 2 Wft welke toezichthouder (DNB of de AFM) “bevoegd” is. Over de toelating van banken en bank-beleggingsondernemingen tot de Nederlandse markt beslist DNB. Het toezicht op deze financiële ondernemingen is hoofdzakelijk prudentieel van aard. De AFM beslist over de markttoegang van beleggingsinstellingen en

¹² Zie onder meer art. 4:82 Wft waarin wordt bepaald dat enkele bepalingen niet van toepassing zijn op bank-beleggingsondernemingen. Deze bepalingen zien - kort gezegd - op het aantal dagelijksbeleidsbepalers dat minimaal moet worden aangesteld (art. 4:83 Wft), op de verplichting dat dagelijksbeleidsbepalers hun werkzaamheden vanuit Nederland moeten verrichten (art. 4:84 Wft), de verplichting om binnen zes maanden na afloop van het boekjaar de AFM een jaarrekening, een jaarverslag en overige gegevens te verstrekken (art. 4:85 lid 1 Wft) en ten slotte de verplichting voor beleggingsondernemingen om adequate maatregelen te treffen ter voorkoming van het gebruik van gelden of financiële instrumenten die aan cliënten toebehoren voor eigen rekening door de beleggingsonderneming (art. 4:87 lid 1 onder b Wft). Voor de volledigheid merken wij op dat art. 4:82 lid 1 Wft abusievelijk nog verwijst naar het oude art. 4:87 lid 2 onder b Wft. Opgemerkt zij dat de vereisten waarvan bank-beleggingsondernemingen in deel 4 Wft zijn uitgezonderd in hoge mate overeenkomen met de vereisten van deel 3 Wft waaraan de bank-beleggingsondernemingen reeds onderworpen zijn op basis van het “banken-toezicht”.

beleggingsondernemingen.¹³ Deze financiële ondernemingen staan hoofdzakelijk onder gedragstoezicht. Hoewel DNB belast is met het beslissen over de markttoegang van bank-beleggingsondernemingen, moet zij advies inwinnen van de AFM over de vraag of de bank-beleggingsonderneming zal voldoen aan de regels van deel 4 Wft (art. 1:48 lid 1 Wft). DNB komt een adviesbevoegdheid toe ingeval de AFM in het kader van een vergunningaanvraag van een (beheerder van een) beleggingsinstelling of een beleggingsonderneming dient te beoordelen of de aanvrager zal voldoen aan de regels van deel 3 Wft (art. 1:48 lid 2 Wft).

- 3.15** Om voor een vergunning in aanmerking te komen, moeten de financiële ondernemingen (als aanvragers van een dergelijke vergunning) aantonen dat zij aan een groot aantal vereisten zullen voldoen. DNB en de AFM houden doorlopend toezicht op de naleving van deze vereisten, waarbij DNB – zoals eerder besproken – belast is met het toezicht op de naleving van de regels van prudentiële aard en de AFM met de naleving van de gedragsregels.

Vereisten vergunninghoudende banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen (en de daaraan verbonden bewaarders), en beleggingsondernemingen

- 3.16** Zoals besproken, zijn vergunninghoudende financiële ondernemingen aan een groot aantal vereisten onderworpen. Maar ook financiële ondernemingen die op enigerlei wijze zijn uitgezonderd van de vergunningplicht kunnen onderworpen zijn aan een aantal verplichtingen. Dit kan betekenen dat ook financiële ondernemingen met zetel buiten Nederland, in Nederland aan een aantal vereisten moeten voldoen.¹⁴ Aan de hand van de wijze waarop de financiële onderneming toegang heeft tot de Nederlandse markt en van de plaats van de zetel van de desbetreffende financiële onderneming, kan worden bepaald welke vereisten van toepassing zijn. Omwille van de overzichtelijkheid beperken wij ons in deze notitie tot het bespreken van de belangrijkste vereisten die van toepassing zijn op vergunninghoudende banken en (beheerders van) beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen met zetel in Nederland. Daarbij bespreken wij de vereisten die *in beginsel* op de verschillende financiële ondernemingen van toepassing zijn. Wij gaan dan ook

¹³ Voor de volledigheid merken wij op dat financiële dienstverleners primair onder gedragstoezicht staan. Wanneer zij niet tevens bank zijn, verkrijgen zij hun vergunning van de AFM. Dit laat onverlet dat banken voor een groot deel van hun activiteiten tevens kwalificeren als financiële dienstverlener en daarmee niet alleen onder toezicht staan van DNB maar, wat het gedragstoezicht betreft, tevens onder toezicht staan van de AFM. Zoals eerder besproken, zal in deze notitie geen aandacht worden besteed aan de regulering van en het toezicht op financiële dienstverleners.

¹⁴ In de paragrafen over markttoegang wordt per categorie uitzondering besproken of de desbetreffende financiële ondernemingen in Nederland aan enkele vereisten onderworpen zijn. Zie hiervoor de paragrafen 4.2, 5.3 en 6.2 van deze notitie.

niet in op de eventuele mogelijkheid voor DNB of de AFM om ontheffing te verlenen van (een van) de vereisten die worden besproken. Ook worden de vereisten genoemd die gesteld worden aan een bewaarder die verbonden is aan een vergunninghoudende (beheerder van) een beleggingsinstelling.

- 3.17** Eerder is besproken dat banken primair onder prudentieel toezicht staan en dat (beheerders van) beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen primair onder gedragstoezicht staan. Aangetekend moet worden dat het toezicht op de naleving van de hierna opgesomde vereisten door banken – tenzij uitdrukkelijk anders vermeld – een prudentiële invalshoek kent en het toezicht op de naleving van de vereisten door (beheerders van) beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen een gedragstypische invalshoek heeft. Dat het toezicht op banken (en bank-beleggingsondernemingen) hoofdzakelijk prudentieel van aard is en het toezicht op (beheerders van) beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen hoofdzakelijk gedragstypisch van aard is, blijkt tevens uit de uitwerking van de verschillende normen in de Wft. Illustratief is in dit verband de manier waarop de wetgever de algemene norm die voor deze financiële ondernemingen geldt om de bedrijfsvoering zodanig in te richten dat deze een beheerste en integere uitoefening van hun bedrijf waarborgt (artt. 3:17 lid 1 en 4:14 lid 1 Wft), heeft uitgewerkt (zie onderdeel (c) van deze paragraaf). Bij banken ligt het zwaartepunt van het toezicht met betrekking tot dit vereiste op het gebied van de soliditeit van deze financiële onderneming (art. 3:17 lid 2 onder c en de uitwerking hiervan in het Bpr). Bij (beheerders van) beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen, ligt het zwaartepunt van het toezicht met betrekking tot dit vereiste daarentegen op het gebied van ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten en deelnemers van deze financiële ondernemingen (art. 4:14 lid 2 onder c Wft en de uitwerking hiervan in het BGfo). Aangezien bank-beleggingsondernemingen echter zowel onder toezicht van DNB als van de AFM staan, moeten zij wat betreft het hierboven genoemde vereiste zowel voldoen aan de invulling daarvan op grond van deel 3 Wft als aan de invulling daarvan op grond van deel 4 Wft.

(a) Deskundigheid

De dagelijks beleidsbepalers van een bank, (beheerder van een) beleggingsinstelling, bewaarder en beleggingsonderneming, moeten voldoende deskundig zijn. De Wft verwoordt dit door te bepalen dat het dagelijks beleid van een bank, (beheerder van een) beleggingsinstelling, bewaarder en beleggingsonderneming wordt bepaald door personen die deskundig zijn in verband met de

uitoefening van het bedrijf van de financiële onderneming.¹⁵

(b) Betrouwbaarheid

Beleidsbepalers en mede-beleidsbepalers van een bank, (beheerder van een) beleggingsinstelling, bewaarder en beleggingsonderneming moeten voldoende betrouwbaar zijn. De Wft verwoordt dit door te bepalen dat het beleid van een bank, (beheerder van een) beleggingsinstelling, bewaarder en beleggingsonderneming wordt bepaald of mede bepaald door personen wier betrouwbaarheid buiten twijfel staat. Indien een orgaan belast is met het toezicht op het beleid en de algemene gang van zaken (bijvoorbeeld een raad van commissarissen), dan wordt dit toezicht gehouden door personen wier betrouwbaarheid buiten twijfel staat.¹⁶

(c) Aantal dagelijks beleidsbepalers; plaats van waaruit werkzaamheden moeten worden verricht

Banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen moeten ten minste twee dagelijks beleidsbepalers hebben.¹⁷ De dagelijks beleidsbepalers van deze financiële ondernemingen (met uitzondering van de dagelijks beleidsbepalers van een bewaarder) dienen hun werkzaamheden in verband met het bepalen van het dagelijks beleid van de desbetreffende financiële onderneming vanuit Nederland te verrichten.¹⁸

¹⁵ Artt. 3:8 (voor banken) en 4:9 Wft (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen). Voor de volledigheid merken wij op dat thans een wetsvoorstel aanhangig is waarin wordt voorgesteld de deskundigheidseis te vervangen door een "geschiktheidseis" (voorstel tot Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, de Wet financiële markten BES en de Wet toezicht trustkantoren in verband met de introductie van de geschiktheidseis en de versterking van de samenwerking tussen de toezichthouders in het kader van de geschiktheidstoets en de betrouwbaarheidstoets, *Kamerstukken II* 2010-11, 32 786, nr. 2). Deze eis zal bovendien tevens aan commissarissen worden gesteld. Met de introductie van een geschiktheidseis wordt beoogd aan te sluiten bij de ontwikkelingen in de maatschappij en in de praktijk waarbij steeds hogere eisen worden gesteld aan de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers en commissarissen van financiële ondernemingen (*Kamerstukken II* 2010-11, 32 786, nr. 3, p. 2).

¹⁶ Artt. 3:9 (voor banken) en 4:10 Wft (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen).

¹⁷ Artt. 3:15 lid 1 (voor banken), 4:39 (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen en bewaarders) en 4:83 lid 1 Wft (voor beleggingsondernemingen).

¹⁸ Artt. 3:15 lid 2 (voor banken), 4:40 (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen) en 4:84 lid 1 Wft (voor beleggingsondernemingen).

(d) Integere bedrijfsuitoefening

Banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen moeten een adequaat beleid voeren dat een integere uitoefening van hun bedrijf waarborgt.¹⁹ Hieronder wordt verstaan dat:

- (i) belangenverstrengeling wordt tegengegaan;
- (ii) wordt tegengegaan dat de financiële onderneming of haar werknemers strafbare feiten of andere wetsovertredingen begaan die het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kunnen schaden;
- (iii) wordt tegengegaan dat wegens haar cliënten het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten kan worden geschaad; en
- (iv) wordt tegengegaan dat andere handelingen door de financiële onderneming of haar werknemers worden verricht die op een dusdanige wijze ingaan tegen hetgeen volgens het ongeschreven recht in het maatschappelijk verkeer betaamt, dat hierdoor het vertrouwen in de financiële onderneming of in de financiële markten ernstig kan worden geschaad.

Naast deze regels bevat de Wft ook de verplichting voor banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen om interne voorschriften vast te stellen over het omgaan met voorwetenschap en privé-transacties in financiële instrumenten door bestuurders en personeelsleden, belangenverstrengelingen te beheersen en adequate controlemechanismen te hanteren ten behoeve van de naleving hiervan (art. 5:68 lid 1 Wft).

(e) Zeggenschapsstructuur

Banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen dienen niet met personen verbonden te zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur die in zodanige mate ondoorzichtig is dat deze een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht op die financiële onderneming.²⁰ Bovendien mogen banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen niet met personen verbonden zijn in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur indien het recht van een staat die geen staat uit de Europees

¹⁹ Artt. 3:10 lid 1 (voor banken) en 4:11 lid 1 Wft (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen).

²⁰ Artt. 3:16 lid 1 (voor banken) en 4:13 lid 1 Wft (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen).

Economische Ruimte is (een “**EER-staat**”), dat op die personen van toepassing is, een belemmering vormt of kan vormen voor het adequaat uitoefenen van toezicht op de desbetreffende financiële onderneming.²¹

(f) Inrichting bedrijfsvoering

Banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen dienen de bedrijfsvoering zodanig in te richten dat deze een beheerste en integere uitoefening van hun bedrijf waarborgt.²²

(g) Solvabiliteit en liquiditeit

Banken en beleggingsondernemingen moeten beschikken over voldoende solvabiliteit (art. 3:57 Wft). In het Bpr zijn nadere regels gesteld met betrekking tot de minimumomvang van de solvabiliteit, de samenstelling van de solvabiliteit en de waardering van de vermogensbestanddelen die tot de solvabiliteit kunnen worden gerekend. Banken en (beheerders van) open-end beleggingsinstellingen – deze laatste, vanwege de verplichting om op verzoek van de deelnemers de deelnemingsrechten ten laste van de activa direct of indirect in te kopen of terug te betalen – moeten bovendien over voldoende liquiditeit beschikken (art. 3:63 Wft).

(h) Zorgplicht

In de Wft is een algemeen geformuleerde zorgplicht opgenomen (art. 4:25 Wft). Deze houdt – kort gezegd – in dat een financiële onderneming haar cliënten zorgvuldig moet behandelen. Meer specifiek richt deze algemene zorgplicht zich – voorzover in het kader van deze notitie van belang – tot (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen. Het BGfo geeft nadere regels voor deze zorgplicht. In de paragrafen 5.5 en 6.3 van deze notitie komen de in het BGfo neergelegde regels voor respectievelijk (beheerders van) beleggingsinstellingen (en de daaraan verbonden bewaarders) en beleggingsondernemingen nader aan de orde. Wellicht ten overvloede merken wij op dat deze in de Wft neergelegde zorgplicht de civielrechtelijke zorgplicht die op financiële ondernemingen kan rusten, onverlet laat.²³

²¹ Artt. 3:16 lid 2 (voor banken) en 4:13 lid 2 Wft (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen).

²² Artt. 3:17 lid 1 (voor banken) en 4:14 lid 1 Wft (voor (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen).

²³ *Kamerstukken II 2005-06, 29 708, nr. 19, p. 515.*

(i) Informatieverstrekking

De Wft kent gedetailleerde regels over de informatie die financiële ondernemingen aan hun cliënten moeten verschaffen. Van belang is dat banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen er zorg voor dienen te dragen dat de door hen of namens hen verstrekte of beschikbaar gestelde informatie ter zake van een "financieel product", "financiële dienst" of "nevendienst", waaronder reclame-uitingen, geen afbreuk doet aan de ingevolge deel 4 Wft te verstrekken informatie (art. 4:19 lid 1 Wft).²⁴ ²⁵ De informatie die op grond van deel 4 Wft wordt verstrekt, moet correct, duidelijk en niet misleidend zijn (art. 4:19 lid 2 Wft).²⁶ ²⁷ Financiële ondernemingen moeten er tevens voor zorg dragen dat het commerciële oogmerk van de verstrekte of beschikbaar gestelde informatie als zodanig herkenbaar is (art. 4:19 lid 3 Wft). In de hiernavolgende paragrafen 5.5 onder (b) en 6.3 onder (3) komen specifieke regels betreffende informatieverstrekking die gelden voor de financiële ondernemingen die in deze notitie centraal staan, nader aan de orde.

(j) Uitbesteding

De Wft bevat zowel in deel 3 Wft als in deel 4 Wft voorwaarden waaronder banken, (beheerders van) beleggingsinstellingen, bewaarders en beleggingsondernemingen hun werkzaamheden mogen uitbesteden aan een derde (artt. 3:18 en 4:16 Wft). Het toezicht op het uitbesteden van werkzaamheden is dual van aard. Dit betekent dat zowel DNB als de AFM belast is met het toezicht op dit gebied. DNB houdt daarbij niet uitsluitend toezicht op de uitbesteding door financiële ondernemingen die primair onder prudentieel toezicht staan, maar op uitbesteding van werkzaamheden door alle categorieën financiële ondernemingen (ongeacht of zij primair onder prudentieel toezicht of gedragtoezicht staan). De invalshoek van DNB is prudentieel van aard en ziet erop dat de uitbesteding van werkzaamheden de naleving van de vereisten betreffende de soliditeit van de financiële onderneming

²⁴ De begrippen die tussen aanhalingstekens geplaatst zijn, zijn gedefinieerd in de Wft (art. 1:1 Wft).

²⁵ De Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten (de "**Wijzigingswet financiële markten 2012**") beoogt deze verplichting op te rekken naar alle ingevolge de Wft te verstrekken informatie (in plaats van te beperken tot de informatie die ingevolge deel 4 Wft wordt verstrekt) (*Kamerstukken II 2010-11, 32 781, nr. 2*).

²⁶ Met betrekking tot beleggingsondernemingen bepaalt de Wft dat alle aan cliënten verstrekte informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn (art. 4:19 lid 2 Wft).

²⁷ In het licht van hetgeen onder voetnoot 25 werd opgemerkt, beoogt de Wijzigingswet financiële markten 2012 tevens art. 4:19 lid 2 Wft te wijzigen en daarin te verwijzen naar de informatie die ingevolge de Wft wordt verstrekt (*Kamerstukken II 2010-11, 32 781, nr. 2*).

niet belemmert (art. 27 lid 1 Bpr). Voor de AFM geldt dat zij niet uitsluitend toezicht houdt op financiële ondernemingen die primair onder gedragstoezicht staan, maar dat zij toezicht houdt op uitbesteding van werkzaamheden door alle categorieën financiële ondernemingen (ongeacht of zij primair onder gedragstoezicht of prudentieel toezicht staan). De invalshoek van de AFM is gedragstypisch van aard en ziet erop dat de uitbesteding van de werkzaamheden de ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, de zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en de zorgvuldige behandeling van cliënten niet belemmert (art. 37 BGfo).

(k) Structuurtoezicht

In de Wft zijn bepalingen opgenomen met betrekking tot het toezicht op gekwalificeerde deelnemingen in banken en beleggingsondernemingen en het toezicht op gekwalificeerde deelnemingen (en andere financiële of organisatorische wijzigingen) ván banken.²⁸ Deze vorm van toezicht wordt ook wel structuurtoezicht genoemd en is prudentieel van aard.

In de eerste plaats voorziet de Wft in een verbod voor een ieder om zonder hiervoor over een verklaring van geen bezwaar (een “**Vvgb**”) te beschikken een gekwalificeerde deelneming²⁹ te houden, te verwerven of te vergroten dan wel enige zeggenschap verbonden aan een gekwalificeerde deelneming uit te oefenen in een bank of beleggingsonderneming (art. 3:95 lid 1 Wft).³⁰ Deze Vvgb moet verkregen worden van DNB.

De Wft schrijft voor dat de betrouwbaarheid van de aanvrager die op grond van zijn gekwalificeerde deelneming het beleid van de betrokken onderneming zou (kunnen) bepalen of mede bepalen buiten twijfel moet staan (art. 3:99 lid 1 Wft). Voorts bevat de Wft voor het beoordelen van een aanvraag van een Vvgb door DNB een aantal

²⁸ Deze bepalingen vloeien onder meer voort uit de Antonveneta Richtlijn.

²⁹ Een “gekwalificeerde deelneming” is in de Wft gedefinieerd als “*een rechtstreeks of middellijk belang van ten minste tien procent van het geplaatste kapitaal van een onderneming of het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van ten minste tien procent van de stemrechten in een onderneming, of het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van een daarmee vergelijkbare zeggenschap in een onderneming, waarbij bij het bepalen van het aantal stemrechten dat iemand in een onderneming heeft, tot diens stemrechten mede worden gerekend de stemmen waarover hij beschikt of geacht wordt te beschikken op grond van artikel 5:45 [Wft]*” (art. 1:1 Wft).

³⁰ Voor de goede orde: deze eis geldt niet voor het houden, verwerven of vergroten van een gekwalificeerde deelneming in een beleggingsinstelling (wél in een icbe-beheerder met zetel in Nederland).

specifieke toetsingscriteria (art. 3:100 lid 1, aanhef, onder a, b, c, d, e en f Wft).

In de tweede plaats voorziet de Wft in een verbod voor banken om zonder over een Vvgb te beschikken (onder meer) gekwalificeerde deelnemingen van een bepaalde omvang in (financiële of niet-financiële) ondernemingen te verwerven, fusies van een bepaalde omvang aan te gaan of over te gaan tot een financiële of vennootschappelijke reorganisatie (art. 3:96 lid 1 Wft). Voor het beoordelen van een aanvraag van een dergelijke Vvgb bevat de Wft ook een aantal specifieke toetsingscriteria (art. 3:101, aanhef, onder a, b en c Wft).

(I) Groepstoezicht

De hierboven beschreven vereisten hebben betrekking op het toezicht dat op een individuele financiële onderneming wordt uitgeoefend, het zgn. “solo-toezicht”. Echter in sommige situaties wordt tevens toezicht gehouden op de groep waarvan de vergunninghoudende financiële ondernemingen onderdeel zijn.³¹ De reden hiervoor is dat de financiële soliditeit van de vergunninghoudende entiteit mede wordt bepaald door die van de groep.

Het groepstoezicht kan meebrengen dat geconsolideerd (of gesubconsolideerd) toezicht wordt uitgeoefend op banken en beleggingsondernemingen die deel uit maken van een groep. Dit betekent dat deze financiële ondernemingen op geconsolideerde of gesubconsolideerde basis moeten voldoen aan diverse prudentiële regels.³² Tevens bevat de Wft regels ten aanzien van in Nederland gevestigde “gemengde financiële holdings”, “financiële holdings” en “verzekeringsholdings” (zie de definities van deze begrippen in art. 3:268 lid 1 Wft) die zien op de deskundigheid van dagelijks beleidsbepalers (art. 3:271 Wft) en de betrouwbaarheid van (mede)beleidsbepalers van deze holdings (art. 3:272 Wft).

Ook bevat de Wft regels ten aanzien van toezicht op financiële conglomeraten (kort gezegd: concerns waarin combinaties van

³¹ Dit toezicht is geregeld in hoofdstuk 3.6 Wft, het Besluit prudentiële regels financiële groepen Wft en de Regeling prudentieel toezicht financiële groepen. Ook de Beleidsregel reikwijdte geconsolideerd en solo-toezicht op beleggingsondernemingen en kredietinstellingen Wft van DNB is in dit kader relevant.

³² Het betreft onder meer de regels in art. 3:17 leden 1 en 2 onder c Wft (ten aanzien van inrichting van de bedrijfsvoering met betrekking tot de soliditeit van de onderneming), art. 3:57 Wft (voldoende solvabiliteit) en art. 3:96 lid 1 onder c Wft (structuurtoezicht op deelneming door een bank in een niet-financiële onderneming) (art. 3:276 Wft).

beleggingsdiensten, beleggingsactiviteiten, bancaire activiteiten en verzekeringsactiviteiten worden verleend/uitgeoefend), die voortvloeien uit de Richtlijn financiële conglomeraten.³³ Bij deze vorm van toezicht gaat het er met name om dat toezichhouders uit verschillende landen samenwerken en dat het toezicht op grensoverschrijdende conglomeraten wordt gecoördineerd. Het toezicht op financiële conglomeraten strekt zich uit tot de volgende onderwerpen: berekening van kapitaaltoereikendheid (art. 3:296 Wft), significante risicoconcentraties (art. 3:297 Wft), intragroepsovereenkomsten en –posities (art. 3:298 Wft) en interne controle en risicobeheer (art. 3:299 Wft). Met betrekking tot deze onderwerpen bevatten de Wft en de lagere regelgeving onder andere specifieke rapportageverplichtingen.

Categorieën cliënten van financiële ondernemingen

- 3.18** Vanuit de gedachte dat niet elke cliënt evenveel bescherming behoeft, bevat de Wft op enkele plaatsen verschillende regels voor financiële ondernemingen die financiële producten aanbieden of diensten verlenen aan cliënten al naar gelang die cliënten meer (zoals “consumenten”³⁴) of juist minder bescherming behoeven in de ogen van de wetgever. Tot deze laatste categorie behoren “professionele marktpartijen”, “gekwalficeerde beleggers”, “professionele beleggers” en “in aanmerking komende tegenpartijen”. In de volgende paragrafen staan wij stil bij deze begrippen en de kwalificatie van openbare lichamen in dit verband.

Professionele marktpartijen

- 3.19** Het begrip professionele marktpartijen speelt voornamelijk een rol in het prudentieel toezicht. Een voorbeeld hiervan zagen wij in paragraaf 3.3 van deze notitie bij het bespreken van de definitie van “bank”.
- 3.20** Een “professionele marktpartij” is in de Wft gedefinieerd als:
- (a) *gekwalficeerde belegger;*
 - (b) *dochteronderneming van een gekwalficeerde belegger die wordt betrokken in het toezicht op geconsolideerde basis op de gekwalficeerde belegger; of*
 - (c) *andere bij algemene maatregel van bestuur als professionele marktpartij aangewezen persoon of vennootschap (art. 1:1 Wft).*
- 3.21** In het Besluit definitiebepalingen Wft (het “**Bd**”) worden als “professionele marktpartij” in de zin van onderdeel (c) van de hierboven aangehaalde definitie aangewezen:

³³ Zie de definitie van het begrip “financieel conglomeraat” in art. 3:290 lid 1 Wft.

³⁴ Voor de definitie van dit begrip verwijzen wij naar voetnoot 6.

- (a) *rechtspersonen of vennootschappen waarvan het balanstotaal voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden € 500.000.000 of meer bedraagt;*
- (b) *personen of vennootschappen met een netto eigen vermogen dat voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden € 10.000.000 of meer bedraagt en die ten minste gedurende twee aaneengesloten jaren voorafgaand aan het ter beschikking stellen van de opvorderbare gelden, gemiddeld twee keer per maand actief zijn geweest op de financiële markten;*
- (c) *rechtspersonen of vennootschappen die een waardering hebben van een naar het oordeel van de Nederlandsche Bank deskundige kredietbeoordelaar of die effecten uitgeven dan wel opvorderbare gelden aantrekken op grond van overeenkomsten van geldlening die zijn voorzien van een waardering van een naar het oordeel van de Nederlandsche Bank deskundige kredietbeoordelaar;*
- (d) *rechtspersonen of vennootschappen die speciaal zijn opgericht:*
 - 1°. voor het verrichten van transacties ter verkrijging van vorderingen die strekken tot zekerheid van aangeboden of aan te bieden effecten;*
 - 2°. voor het verrichten van transacties ter belegging in subparticipaties of afgeleide instrumenten voor de overdracht van kredietrisico die kunnen worden afgewikkeld door de vorderingen aan hen over te dragen, waarbij de rechten die voor hen voortvloeien uit de subparticipaties of uit de afgeleide instrumenten strekken tot zekerheid van aangeboden of aan te bieden effecten; of*
 - 3°. om kredietuitzettingen te verrichten ten behoeve van uitsluitend een of meer professionele marktpartijen [..] (art. 3 lid 1 Bd).*

3.22 Ook enkele personen en vennootschappen van wie opvorderbare gelden worden aangetrokken, ter beschikking worden verkregen of ter beschikking worden gehouden, worden in hun rechtsverhouding tot degene die de opvorderbare gelden aantrekt, ter beschikking verkrijgt onderscheidenlijk ter beschikking heeft, aangewezen als “professionele marktpartij” als bedoeld in de zin van onderdeel (c) van de in paragraaf 3.20 aangehaalde definitie van “professionele marktpartij”. Dit is het geval indien:

- (a) *de nominale waarde van de eerste vordering dan wel van de eerste gezamenlijk verworven vorderingen tezamen, binnen deze rechtsverhouding ten minste € 50.000 bedraagt en dit bedrag ineens wordt verstrekt; of*
- (b) *de eerste vordering dan wel de eerste gezamenlijk verworven vorderingen tezamen, binnen deze rechtsverhouding slechts kunnen worden dan wel zijn verworven voor een bedrag van ten minste € 50.000 ineens (art. 3 lid 2, aanhef, onder a en b Bd).³⁵*

³⁵ In het voorjaar van 2011 is het ontwerpbesluit houdende wijziging van het Besluit bestuurlijke boetes financiële sector, het Besluit definitiebepalingen Wft, het Besluit Gedragtoezicht financiële ondernemingen Wft, het Besluit melding zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen Wft, het Besluit prudentiële regels Wft en het Besluit toezicht financiële verslaggeving (het "**Wijzigingsbesluit financiële markten 2012**")

Gekwalificeerde belegger

- 3.23** Het begrip “gekwalificeerde belegger” komt niet alleen voor als onderdeel van de definitie van “professionele marktpartij” maar wordt ook als afzonderlijk begrip in de Wft gehanteerd. De definitie van “gekwalificeerde belegger” is relevant in het kader van het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling en het aanbieden van effecten aan het publiek of het doen toelaten daarvan tot de handel op een gereglementeerde markt. Deze definitie is afkomstig uit de Prospectusrichtlijn.
- 3.24** Een “gekwalificeerde belegger” is in de Wft gedefinieerd als:
- (a) *rechtspersoon of vennootschap die een vergunning heeft of anderszins gereglementeerd is om op de financiële markten actief te mogen zijn;*
 - (b) *rechtspersoon of vennootschap die geen vergunning heeft of niet anderszins gereglementeerd is om op de financiële markten actief te mogen zijn en waarvan het enige ondernemingsdoel het beleggen in effecten is;*
 - (c) *nationaal of regionaal overheidslichaam, centrale bank, internationale of supranationale financiële organisatie of andere soortgelijke internationale instelling;*
 - (d) *rechtspersoon of vennootschap met zetel in Nederland die:*
 - 1°. volgens bij algemene maatregel van bestuur vast te stellen regels wordt aangemerkt als kleine onderneming; en*
 - 2°. op eigen verzoek door de Autoriteit Financiële Markten als gekwalificeerde belegger is geregistreerd;*
 - (e) *rechtspersoon of vennootschap, niet zijnde een rechtspersoon of vennootschap als bedoeld in onderdeel d, aanhef en onder 1°;*
 - (f) *natuurlijke persoon met woonplaats in Nederland die voldoet aan bij algemene maatregel van bestuur te stellen regels en op eigen verzoek door de Autoriteit Financiële Markten als gekwalificeerde belegger is geregistreerd; of*
 - (g) *in een andere lidstaat als gekwalificeerde belegger aangemerkte natuurlijke persoon of onderneming als bedoeld in artikel 2, eerste lid, onderdeel e, onder iv onderscheidenlijk v, van de richtlijn prospectus (art. 1:1 Wft).*

- 3.25** Uit het Bd volgt dat als kleine onderneming in de zin van onderdeel (d) van de hierboven aangehaalde definitie van “gekwalificeerde belegger” worden aangemerkt rechtspersonen of vennootschappen die volgens de meest recente jaarrekening of geconsolideerde jaarrekening aan ten minste twee van de volgende criteria voldoen:
- (a) *een gemiddeld aantal werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250;*
 - (b) *een balanstotaal van ten hoogste € 43.000.000;*

ter consultatie voorgelegd. Hierin wordt onder meer voorzien in een verhoging van de onder (a) en (b) genoemde bedragen van EUR 50.000 naar EUR 100.000. Voor meer informatie zij verwezen naar de volgende website: <http://www.internetconsultatie.nl/wijzigingsbesluitfm2012/document/322>. Het ontwerpbesluit heeft een beoogde inwerkingtredingsdatum van 1 januari 2012.

- (c) *een jaarlijkse netto-omzet van ten hoogste € 50.000.000 (art. 4 lid 1 Bd).*³⁶

3.26 Uit het Bd volgt dat natuurlijke personen in de zin van onderdeel (f) van de hierboven aangehaalde definitie van “gekwalificeerde belegger” natuurlijke personen zijn die aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoen:

- (a) *de natuurlijke persoon heeft in de loop van de voorafgaande vier kwartalen ten minste tien omvangrijke transacties per kwartaal op de effectenmarkten verricht;*
(b) *de effectenportefeuille van de natuurlijke persoon heeft een omvang van meer dan € 500.000;*
(c) *de natuurlijke persoon is ten minste een jaar werkzaam of werkzaam geweest in de financiële sector in het kader van een beroepsbezigheid die kennis van beleggingen in effecten vereist (art. 4 lid 2 Bd).*

Professionele belegger

3.27 Het begrip “professionele belegger” is van belang voor de vaststelling van de reikwijdte van de gedragsregels die beleggingsondernemingen jegens hun cliënten in acht moeten nemen. Beleggingsondernemingen mogen namelijk ten opzichte van “professionele beleggers” minder gedragsregels in acht nemen dan ten opzichte van cliënten die niet als zodanig worden beschouwd.

3.28 Een “professionele belegger” is in de Wft gedefinieerd als:

- (a) *beheerder van een beleggingsinstelling;*
(b) *beheerder van een pensioenfonds of van een daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap;*
(c) *beleggingsinstelling;*
(d) *beleggingsonderneming;*
(e) *nationaal of regionaal overheidslichaam of overheidslichaam dat de overheidsschuld beheert;*
(f) *centrale bank;*
(g) *financiële instelling;*
(h) *internationale of supranationale publiekrechtelijke organisatie of daarmee vergelijkbare internationale organisatie;*
(i) *kredietinstelling;*
(j) *marketmaker;*
(k) *onderneming wiens belangrijkste activiteit bestaat uit het beleggen in financiële instrumenten, het verrichten van securitisaties of andere financiële transacties;*
(l) *pensioenfonds of daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap;*
(m) *persoon of vennootschap die voor eigen rekening handelt in grondstoffen en grondstoffenderivaten;*
(n) *plaatselijke onderneming;*

³⁶ Ingeval het in de vorige voetnoot genoemde ontwerpbesluit in ongewijzigde vorm in werking zal treden, dan zal artikel 4 Bd komen te vervallen.

- (o) *rechtspersoon of vennootschap die aan twee van de volgende omvangvereisten voldoet:*
 - 1°. *een balanstotaal van ten minste € 20 000 000;*
 - 2°. *een netto-omzet van ten minste € 40 000 000;*
 - 3°. *een eigen vermogen van ten minste € 2 000 000;*
- (p) *verzekeraar (art. 1:1 Wft).³⁷*

In aanmerking komende tegenpartij

3.29 Evenals het begrip “professionele belegger” is de definitie van “in aanmerking komende tegenpartij” afkomstig uit de MiFID en relevant voor de vaststelling van de reikwijdte van de gedragsregels voor beleggingsondernemingen. In dit kader speelt het begrip enkel een rol in de context van het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders of rechtstreeks daarmee verband houdende nevendiensten (art. 4:18b lid 1 Wft). Een “in aanmerking komende tegenpartij” is in de Wft gedefinieerd als:

- (a) *beheerder van een beleggingsinstelling;*
- (b) *beheerder van een pensioenfonds of van een daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap;*
- (c) *beleggingsinstelling;*
- (d) *beleggingsonderneming;*
- (e) *nationaal of regionaal overheidslichaam of overheidslichaam die de overheidsschuld beheert;*
- (f) *centrale bank;*
- (g) *financiële instelling;*
- (h) *internationale of supranationale publiekrechtelijke organisatie of daarmee vergelijkbare internationale organisatie;*
- (i) *kredietinstelling;*
- (j) *marketmaker;*
- (k) *pensioenfonds of daarmee vergelijkbare rechtspersoon of vennootschap;*
- (l) *persoon of vennootschap die voor eigen rekening handelt in grondstoffen en grondstoffenderivaten;*
- (m) *plaatselijke onderneming;*
- (n) *verzekeraar (art. 1:1 Wft).³⁸*

Kwalificatie van openbare lichamen

3.30 Zowel de definitie van “gekwalificeerde belegger” (en daarmee ook de verzameldefinitie van “professionele marktpartij”) als de definities van “professionele belegger” en “in aanmerking komende tegenpartij” kennen de categorie “nationaal of regionaal overheidslichaam.” Bij de implementatie van

³⁷ Verschillende in deze definitie voorkomende begrippen worden afzonderlijk in art. 1:1 Wft gedefinieerd. In de paragraaf 3.3 behandelden wij reeds de begrippen “bank”, “beleggingsinstelling” en “beleggingsonderneming.”

³⁸ Zie opmerking in voetnoot 37.

de MiFID in de Nederlandse wetgeving en de introductie van het begrip “professionele belegger” in de Wft heeft de wetgever benadrukt dat met “nationaal of regionaal overheidslichaam” wordt bedoeld op Duitse deelstaten en régions in Frankrijk en België en niet op Nederlandse provincies, waterschappen of gemeenten.³⁹ Op basis van de recente wijzigingen in de Prospectusrichtlijn moet geconcludeerd worden dat de Europese wetgever de begrippen “gekwalificeerde belegger” en “professionele belegger” op elkaar heeft willen aansluiten. Hoewel Nederland voornoemde wijzigingen nog niet heeft geïmplementeerd in de Wft, brengt richtlijnconforme interpretatie wel reeds mee dat de Wft in het licht van de gewijzigde Prospectusrichtlijn dient te worden uitgelegd.⁴⁰ Dat betekent dat evenals het begrip “professionele belegger” ook het begrip “gekwalificeerde belegger” niet ziet op Nederlandse provincies, waterschappen of gemeenten. Wij begrijpen dat de AFM deze partijen in de praktijk inderdaad niet als gekwalificeerde beleggers aanmerkt. DNB merkt Nederlandse provincies, waterschappen en gemeenten daarentegen wél aan als gekwalificeerde beleggers voor toepassing van het depositogarantiestelsel en de beleggerscompensatieregeling.

- 3.31** Het feit dat openbare lichamen niet kwalificeren als professionele beleggers en door de AFM evenmin als gekwalificeerde beleggers worden beschouwd, brengt mee dat provincies, waterschappen en gemeenten een hoge mate van bescherming genieten op grond van de Wft. Uit de paragrafen 3, 4 en 5 van deze notitie zal blijken welke (aanvullende) regels de financiële ondernemingen die in deze paragrafen centraal staan, onder meer jegens hen in acht moeten nemen. Zoals hierboven is opgemerkt, merkt DNB Nederlandse provincies, gemeenten en waterschappen wél aan als gekwalificeerde beleggers (en daarmee als professionele marktpartijen). De visie van DNB in dit verband is voornamelijk van belang bij het bepalen van de reikwijdte van het depositogarantiestelsel en de beleggerscompensatieregeling (zie hierover respectievelijk de paragrafen 4.3 onder (d) en 6.3 onder (15)).

³⁹ *Kamerstukken II* 2006-07, 31 086, nr. 3, p. 85.

⁴⁰ De Europese deadline voor de implementatie is 1 juli 2012.

4 Banken

Inleidende opmerkingen

- 4.1 In deze paragraaf wordt ingegaan op de regulering van banken en bank-beleggingsondernemingen onder de Wft. Wij staan stil bij de bepalingen over markttoegang voor banken onder de Wft en de vereisten waaraan vergunninghoudende banken onderworpen zijn. Zoals eerder is opgemerkt, zullen bank-beleggingsondernemingen niet alleen aan de in deze paragraaf besproken vereisten moeten voldoen, maar ook aan de vereisten voor beleggingsondernemingen die in paragraaf 5 van deze notitie aan de orde komen.

Markttoegang voor banken

- 4.2 Om toegang tot de Nederlandse markt te verkrijgen en het bedrijf van bank uit te oefenen is in beginsel een vergunning van DNB vereist (art. 2:11 Wft). Geharmoniseerde Europese regels maken het echter mogelijk voor banken uit een andere EER-staat om via een bijkantoor of grensoverschrijdende dienstverlening in Nederland het bedrijf van bank uit te oefenen zonder hiervoor over een vergunning van DNB te beschikken. Let wel, het gaat bij deze uitzondering op de vergunningplicht om banken die in een andere EER-staat reeds over een bankvergunning beschikken. De vergunning die een dergelijke bank aldaar heeft, fungeert als het ware als een "paspoort"; mits aan de in de Wft beschreven (notificatie-)voorwaarden wordt voldaan (artt. 2:14, 2:15 en 2:18 Wft).⁴¹ Banken uit een EER-staat die door middel van grensoverschrijdende dienstverlening in Nederland hun diensten verlenen, zijn in Nederland aan enkele gedragstypische vereisten onderworpen. Deze banken zijn in Nederland echter niet aan prudentiële vereisten onderworpen; op basis van harmoniserende Europese regelgeving zijn in de staat van herkomst soortgelijke prudentiële vereisten van toepassing als op de banken die over een DNB-vergunning beschikken. Ingeval banken uit een EER-staat in Nederland een bijkantoor hebben, zijn wél enige prudentiële regels van toepassing. In dat geval is DNB namelijk belast met liquiditeitstoezicht op de activiteiten van het bijkantoor (art. 3:64 jo. art. 3:63 Wft).⁴² Daarnaast zijn deze banken aan bepaalde Nederlandse regels van gedragstoezicht onderworpen (op de activiteiten van het bijkantoor).

⁴¹ Voor entiteiten met zetel in een andere EER-staat waarvoor naar het recht van de staat van de zetel geen vergunning nodig is voor het uitoefenen van het bedrijf van een bank en die een dergelijke vergunning ook niet vrijwillig hebben gekregen, geldt een aparte vergunningplicht ingeval zij in Nederland via een bijkantoor het bedrijf van bank willen uitoefenen. Indien voornoemde entiteiten grensoverschrijdend hun diensten aanbieden, gelden aparte voorschriften (art. 2:16 leden 1 en 3 Wft).

⁴² Tegen deze achtergrond bepaalt de Wft dat een bank met zetel in een andere lidstaat die haar bedrijf uitoefent vanuit een in Nederland gelegen bijkantoor in Nederland ten minste een afzonderlijke boekhouding voert met betrekking tot het in Nederland gelegen bijkantoor (art. 3:75 lid 1 Wft).

Voor banken buiten de EER die het bedrijf van bank willen uitoefenen via een in Nederland gelegen bijkantoor, geldt een aparte vergunningplicht (art. 2:20 Wft).

Vereisten vergunninghoudende banken

- 4.3** Hierna geven wij een overzicht van de belangrijkste vereisten die gelden voor vergunninghoudende banken met zetel in Nederland.⁴³ Onderstaande vereisten vormen daarmee een aanvulling op de vereisten die reeds in paragraaf 3.17 van deze notitie aan de orde kwamen. Opgemerkt zij dat het zwaartepunt van het prudentieel toezicht op banken ligt bij het solvabiliteits- en liquiditeitstoezicht. De Europese richtlijnen ter implementatie van de Bazel II kapitaalakkoorden (de Herziene richtlijn banken en de Herziene richtlijn kapitaaltoereikendheid) die onder meer betrekking hebben op de solvabiliteits- en liquiditeitseisen waaraan banken moeten voldoen, zijn geïmplementeerd in deel 3 Wft en het Bpr.⁴⁴

(a) Raad van commissarissen

Een bank die een N.V. of B.V. is, moet een uit ten minste drie leden bestaande raad van commissarissen hebben (art. 3:19 lid 1 Wft). Indien de bank een andere rechtsvorm heeft, stelt hij een uit ten minste drie leden bestaand orgaan in dat een met die van een raad van commissarissen vergelijkbare taak heeft (art. 3:19 lid 2 Wft).

(b) Meldingen aan DNB; boekhouding en rapportageverplichtingen

Voorgeschreven is dat een bank wijzigingen met betrekking tot enkele onderwerpen aan DNB meldt (art. 3:29 Wft). Een bank verstrekt binnen zes maanden na afloop van het boekjaar aan DNB de jaarrekening, het jaarverslag en de overige gegevens als bedoeld in boek 2 van het Burgerlijk Wetboek (het "BW") (art. 3:71 lid 1 Wft). Daarnaast rusten er op een bank zeer gedetailleerde rapportageverplichtingen (art. 3:72 Wft jo. art. 130 Bpr). Op grond hiervan moet een bank aan DNB diverse staten verstrekken die onder andere balans- en resultaatgegevens omvatten alsmede aanvullende financiële gegevens ten behoeve van het prudentieel toezicht en andere gegevens ten behoeve van het toezicht op de naleving van de regels met betrekking tot de solvabiliteit en liquiditeit.

(c) Openbaarmakingsverplichting

Ten minste een keer per jaar maakt een bank in beginsel specifieke gegevens openbaar die het oordeel of de beslissing van een ieder die

⁴³ In deze paragraaf wordt niet ingegaan op de mogelijkheid voor DNB of AFM ontheffing te verlenen van (een van) de vereisten die worden besproken.

⁴⁴ Deze richtlijnen zijn inmiddels gewijzigd. Zie voetnoot 4.

zich op die gegevens baseert voor het nemen van beslissingen van financiële aard (kunnen) beïnvloeden (art. 3:74a Wft). Deze gegevens staan vermeld in bijlage XII delen 2 en 3 van de Herziene richtlijn banken en strekken zich onder meer uit tot de volgende onderwerpen: doelstellingen en gedragslijnen op het gebied van risicobeheer, eigen vermogen, de berekening van de kapitaaltoereikendheid, de berekening van bepaalde risicogewogen posten en het renterisico in verband met posities die niet in de handelsportefeuille zijn opgenomen.

(d) Depositogarantiestelsel

Het depositogarantiestelsel heeft tot doel depositohouders te compenseren – ten hoogste voor een bedrag van EUR 100.000 – in het geval een bank niet in staat is te voldoen aan haar verplichtingen die voortvloeien uit vorderingen uit deposito's. Een bank met zetel in Nederland is verplicht deel te nemen aan het depositogarantiestelsel (art. 3:259 lid 2 Wft). De kosten voor het depositogarantiestelsel worden door de participerende banken gedragen. Een nadere uitwerking van deze regeling is opgenomen in het Besluit bijzondere prudentiële maatregelen, beleggerscompensatie en depositogarantie Wft (het "**Bbpm**").

Uit het Bbpm blijkt dat enkele categorieën deposito's en depositohouders zijn uitgesloten van de werking van het depositogarantiestelsel. Vorderingen uit deposito's van professionele marktpartijen en professionele beleggers komen bijvoorbeeld niet voor voldoening ingevolge het depositogarantiestelsel in aanmerking (art. 20 Bbpm jo. bijlage B onder 3). Zoals wij eerder opmerkten, beschouwt DNB Nederlandse provincies, gemeenten en waterschappen als gekwalificeerde beleggers (en dus als professionele marktpartijen). Dit betekent dat openbare lichamen – in de visie van DNB – geen succesvol beroep kunnen doen op het depositogarantiestelsel.

5 Beleggingsinstellingen

Inleidende opmerking

- 5.1** In deze paragraaf wordt ingegaan op de regulering van (beheerders van) beleggingsinstellingen en de daaraan verbonden bewaarders onder de Wft. Wij staan stil bij de bepalingen over markttoegang voor (beheerders van) beleggingsinstellingen en bij de vereisten waaraan vergunninghoudende (beheerders van) beleggingsinstellingen onderworpen zijn.
- 5.2** Zijdelijks zij nog gewezen op de AIFM Richtlijn die op 22 juli 2011 in werking is getreden. Anders dan de term alternatieve beleggingsfondsen in de titel van deze richtlijn wellicht doet vermoeden, heeft de richtlijn in beginsel betrekking op alle (beheerders van) beleggingsinstellingen die geen icbe zijn. De icbe is vooralsnog de enige beleggingsinstelling waarvoor Europese harmonisatie geldt. De AIFM Richtlijn zal daarin echter verandering brengen. De AIFM Richtlijn introduceert namelijk Europese regels met betrekking tot vergunningverlening, bedrijfsuitoefening en transparantie voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen. De lidstaten zullen de richtlijn uiterlijk op 22 juli 2013 moeten hebben geïmplementeerd in hun nationale recht.⁴⁵ De implementatie van de AIFM Richtlijn in de Wft zal een aanzienlijke impact hebben op de wijze waarop het toezicht op (beheerders van) beleggingsinstellingen thans geregeld is. Zodra ook de uitvoeringshandelingen zijn vastgesteld door de Europese Commissie en ook de uitvoeringsnormen van European Securities and Markets Authority beschikbaar zijn, zal de daadwerkelijke impact pas kunnen worden vastgesteld. In het hiernavolgende komen deze nieuwe regels niet aan de orde; wij beschrijven de regels zoals deze momenteel gelden.

Markttoegang voor beleggingsinstellingen

- 5.3** De Wft bepaalt dat het verboden is om in Nederland een recht van deelneming in een beleggingsinstelling aan te bieden:
- (i) zonder dat de beheerder van de beleggingsinstelling een door de AFM verleende vergunning heeft; of
 - (ii) indien het een beleggingsmaatschappij betreft die geen aparte beheerder heeft, zonder dat de beleggingsmaatschappij zelf een door de AFM verleende vergunning heeft (art. 2:65 lid 1 Wft).⁴⁶

⁴⁵ Op 19 augustus 2011 heeft het Ministerie van Financiën een concept wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM richtlijn voorgelegd in een internetconsultatie. Zie:

http://www.internetconsultatie.nl/wijzigingswet_implementation_richtlijn_beleggingsinstellingen.

⁴⁶ Bovendien moet een (beheerder van) een beleggingsinstelling ten minste twee weken voordat rechten van deelneming in de beleggingsinstelling worden aangeboden – ten behoeve van opname in het register – enkele gegevens verstrekken aan de AFM (art. 4:50 lid 1 Wft).

Er zijn echter ook beleggingsinstellingen waarop de vergunningplicht niet van toepassing is. Wij bespreken de belangrijkste "regimes" waarin van een vergunningplicht geen sprake is.

(a) Reikwijdtebepaling

Ingeval (beheerders van) beleggingsinstellingen deelnemingsrechten aanbieden aan:

- (i) minder dan honderd personen die geen gekwalificeerde belegger zijn; of
- (ii) uitsluitend gekwalificeerde beleggers

is de Wft geheel niet op hen van toepassing, met uitzondering van deel 1, artikel 3:7 Wft (verbod op het gebruik van het woord "bank") en de hoofdstukken 5.1 (regels over aanbieden van effecten aan het publiek en het doen toelaten van effecten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt), 5.3 (regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen), 5.4 (regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten) en 5.5 Wft (openbaar bod op effecten) (art. 1:12 lid 1 Wft).

Bij een aanbod van rechten van deelneming als bedoeld onder (i) en (ii), ten aanzien van deelnemingsrechten in een open-end beleggingsinstelling of niet-verhandelbare deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling moet in reclame-uitingen en documenten waarin een dergelijk aanbod in het vooruitzicht wordt gesteld, worden vermeld dat de beleggingsinstelling niet vergunningplichtig is ingevolge de Wft en dat op de beleggingsinstelling geen toezicht wordt uitgeoefend op grond van het Deel Prudentieel toezicht financiële ondernemingen en het Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen respectievelijk dat het aanbod uitsluitend is onderscheidenlijk zal zijn gericht tot gekwalificeerde beleggers (art. 1:12 leden 5 en 6 Wft).⁴⁷ Bij een aanbod van verhandelbare

⁴⁷ De Wet van 12 mei 2011 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en enige andere wetten (de "**Wijzigingswet financiële markten 2010**") heeft de bevoegdheid voor de AFM geïntroduceerd om (zowel voor de vorm als inhoud) voorschriften vast te stellen met betrekking tot de wijze waarop de "vrijstellingsvermelding" wordt gedaan (art. 1:12 lid 7 Wft). In de Nadere Regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (de "**NRgfo**") zal worden neergelegd hoe de AFM invulling geeft aan deze voorschriften. Deze nadere regels van de AFM zullen niet eerder in werking treden dan 1 januari 2012. Zie Besluit van 8 juli 2011, houdende wijziging van het Besluit van 15 juni 2011 tot vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van de Wijzigingswet financiële markten 2010 (*Staatsblad* 2011, nr. 356). Op de website van de AFM (www.afm.nl) zijn het voorstel voor wijziging van de NRgfo en de afbeeldingen en waarschuwingssinnen voor de vrijstellingsvermelding gepubliceerd.

deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling geldt een dergelijk vereiste (vooralsnog) niet.⁴⁸ Voor de volledigheid wijzen wij er in dit verband op dat voor het aanbieden aan het publiek en voor de toelating tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland (zoals Euronext Amsterdam) van verhandelbare deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling, in beginsel de algemeenverkrijgbaarstelling van een door de AFM goedgekeurd prospectus is vereist (art. 5:2 Wft).⁴⁹

(b) Individuele ontheffing

Onder bepaalde omstandigheden kan de AFM op verzoek – geheel of gedeeltelijk en al dan niet voor onbepaalde tijd – ontheffing verlenen van het hierboven beschreven verbod (art. 2:65 lid 3 Wft). De aanvrager zal in een dergelijk geval moeten aantonen dat de belangen die deel 2 en deel 4 van de Wft beogen te beschermen anderszins voldoende worden beschermd. In de praktijk verleent de AFM zelden een dergelijke ontheffing.

(c) Verlicht toezichtregime

De Wft voorziet in een vrijwillig toezichtregime.⁵⁰ Dit toezichtregime strekt ertoe om (beheerders van) beleggingsinstellingen (icbe's uitgezonderd) die hun rechten van deelneming in Nederland uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers aanbieden, de mogelijkheid te bieden om zich vrijwillig te onderwerpen aan wettelijk toezicht. Hiervoor is een verklaring van ondertoezichtstelling vereist.⁵¹ Zoals eerder opgemerkt, gaan wij ervan uit dat de AFM Nederlandse provincies, waterschappen en gemeenten niet als gekwalificeerde beleggers aanmerkt. Dit betekent dat Nederlandse provincies, waterschappen en gemeenten er niet voor in aanmerking komen om deel te nemen in een beleggingsinstelling die zich vrijwillig aan toezicht heeft onderworpen.

⁴⁸ Vanaf 1 januari 2012 zal een dergelijk vereiste geïntroduceerd worden in art. 5:20 lid 5 Wft. Voor meer informatie over dit onderwerp, zie paragraaf 5.5 onder (f).

⁴⁹ Zie voor meer informatie paragraaf 5.5 onder (f).

⁵⁰ Zie art. 1:12 lid 3 jo. art. 2:69a Wft.

⁵¹ In art. 2:69a Wft wordt beschreven aan welke voorwaarden de aanvrager van een dergelijke verklaring moet voldoen. Een (beheerder van) een beleggingsinstelling die al over een vergunning beschikt en die de AFM in kennis heeft gesteld van het voornemen rechten van deelneming in een beleggingsinstelling in Nederland uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers aan te bieden hoeft geen verklaring van ondertoezichtstelling aan te vragen (art. 2:69b Wft). In dat geval geldt dat de (beheerder van de) beleggingsinstelling van rechtswege beschikt over voornoemde verklaring.

(d) **Wettelijke uitzonderingen**

(1) ***De icbe***

Voor icbe's met zetel in een andere lidstaat is een aparte uitzondering opgenomen op de vergunningplicht van artikel 2:65 Wft (art. 2:66 lid 3 Wft). In het Engels worden deze instellingen aangeduid als *units for collective investment in transferable securities*, meestal afgekort als "UCITS". Zoals hierboven werd opgemerkt is de icbe vooralsnog de enige beleggingsinstelling waarvoor Europese harmonisatie geldt. De icbe is vooral gericht op particuliere beleggers. Er zijn weinig Nederlandse icbe's. Er zijn wel veel icbe's met zetel in een andere lidstaat (vooral Luxemburg en Ierland) die deelnemingsrechten in Nederland aanbieden. Om voor de uitzondering op de vergunningplicht in aanmerking te komen, dient de (beheerder van een) icbe een bepaalde notificatieprocedure te volgen. Een (beheerder van een) icbe die in Nederland deelnemingsrechten mag aanbieden, moet vervolgens wel voldoen aan een aantal gedragsregels van deel 4 van de Wft.

(2) ***De ATB***

De vergunningplicht is tevens niet van toepassing ingeval van buitenlandse beleggingsinstellingen met zetel in een door de Minister van Financiën aangewezen staat (art. 2:66 lid 1 Wft). Het moet om een staat gaan waar toezicht op beleggingsinstellingen wordt uitgeoefend dat in voldoende mate waarborgen biedt ten aanzien van de belangen die de Wft beoogt te beschermen. Deze beleggingsinstellingen worden dan ook wel adequaat toezicht beleggingsinstellingen genoemd ("**ATBs**"). De volgende staten zijn als zodanig aangewezen: Frankrijk, Guernsey, Ierland, Jersey, Luxemburg, Malta, het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland, en de Verenigde Staten van Amerika, voor zover het betreft het toezicht op beleggingsinstellingen die bij de Securities and Exchange Commission zijn geregistreerd (art. 2 lid 1 Besluit aangewezen staten Wft).⁵² Een (beheerder van een) ATB, die voornemens is in Nederland rechten van deelneming aan te bieden, moet een speciale notificatieprocedure volgen.

⁵² Deze uitzondering geldt niet voor zover het betreft het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling waaraan in de desbetreffende staat beperkingen zijn gesteld met betrekking tot de personen aan wie rechten van deelneming mogen worden aangeboden (art. 2 lid 2 Besluit aangewezen staten Wft).

Overigens zijn (beheerders van) ATBs die na notificatie en registratie in Nederland deelnemingsrechten aanbieden aan vele vereisten van Nederlands toezichtrecht onderworpen.

(e) Generieke vrijstellingen

De laatste categorie uitzonderingen op de vergunningplicht betreft de generieke vrijstellingen die zijn neergelegd in de Vrijstellingsregeling Wft ("**Vr Wft**"). Zo bestaat er een vrijstelling voor degenen die rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aanbieden:

- (a) *"voorzover die rechten slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 50.000 per deelnemer;*
- (b) *voorzover die rechten een nominale waarde per recht hebben van ten minste € 50.000;*
- (c) *als bedoeld in artikel 1:12, eerste lid, van de wet;*
- (d) *die een startersfonds is als bedoeld in artikel 4.1 van de Subsidieregeling starten, groeien en overdragen van ondernemingen;*
- (e) *waarvan:*
 - 1°. het balanstotaal voor minder dan vijftig procent bestaat uit beleggingen, en*
 - 2°. minder dan vijftig procent van de totale gerealiseerde opbrengsten gegenereerd wordt uit beleggingen; of*
- (f) *aan bestuurders, leden van de raad van commissarissen of werknemers van die beleggingsinstelling, of aan bestuurders, leden van de raad van commissarissen of werknemers van een met die beleggingsinstelling in een formele of feitelijke zeggenschapsstructuur verbonden vennootschap of instelling" (art. 4 Vr Wft).*

De vrijstellingen die genoemd zijn onder (a) en (b) worden vaak gezamenlijk aangeduid als "de EUR 50.000-vrijstelling".⁵³ In de praktijk maken (beheerders van) beleggingsinstellingen dikwijls gebruik van deze vrijstellingen.⁵⁴ De (beheerders van) beleggingsinstellingen die onder een van deze vrijstellingen vallen, zijn vrijgesteld van de prudentiële regels in deel 3 Wft (met uitzondering van art. 3:7 Wft dat ziet op het verbod van het gebruik van het woord "bank") en van de regels met betrekking tot het gedragstoezicht in deel 4 Wft (artt. 15 en 34 Vr Wft). Zij moeten dit ook kenbaar maken aan de beleggers in reclame-uitingen en in documenten waarin het aanbod van

⁵³ Vanaf 1 januari 2012 zal deze grens van EUR 50.000 worden verhoogd naar EUR 100.000 en zullen deze vrijstellingsbepalingen terechtkomen in art. 2:74 Wft. Zie *Staatsblad* 2011, nr. 306 voor de datum van inwerkingtreding en *Staatsblad* 2011, nr. 248 voor de definitieve tekst van het nieuwe art. 2:74 Wft uit de Wijzigingswet financiële markten 2010.

⁵⁴ Voor een relevante interpretatie van de AFM in dit verband, zie:
<http://www.afm.nl/marktpartijen/default.ashx?DocumentId=8453>

deelnemingsrechten in het vooruitzicht wordt gesteld. Dit betekent dat de aanbieders bij een aanbod van rechten van deelneming als beschreven, en in reclame-uitingen en documenten waarin een dergelijk aanbod in het vooruitzicht wordt gesteld, moeten vermelden dat zij voor het aanbieden van deze rechten van deelneming niet vergunningplichtig zijn ingevolge de Wft en niet onder toezicht staan van de AFM (art. 4 lid 2 Vr Wft).⁵⁵

Vereisten vergunninghoudende (beheerders van) beleggingsinstellingen (en de daaraan verbonden bewaarders)

- 5.4** Hierna geven wij een overzicht van de belangrijkste vereisten die gelden voor (beheerders van) beleggingsinstellingen die over een AFM-vergunning beschikken met zetel in Nederland en de daaraan verbonden bewaarders.⁵⁶ Dit overzicht is een aanvulling op de vereisten die reeds in paragraaf 3.18 zijn besproken. Deze vereisten richten zich, tenzij anders aangegeven, tot de vergunninghoudende entiteit.⁵⁷ Enkele specifieke regels met betrekking tot de bewaarder en het vermogen van een beleggingsfonds worden apart besproken in paragraaf 5.6 van deze notitie.
- 5.5** Voor de volledigheid merken wij op dat (beheerders van) closed-end beleggingsinstellingen met verhandelbare deelnemingsrechten die zijn toegelaten tot de handel op een in Nederland gelegen of functionerende gereguleerde markt, onderworpen zijn aan aanvullende regels op basis van deel 5 Wft.^{58 59} Deze regels komen in deze paragraaf niet aan de orde.

⁵⁵ Vanaf 1 januari 2012 zal aan een vrijstelling als bedoeld in deze paragraaf het voorschrift worden verbonden dat in reclame-uitingen en andere onverplichte precontractuele informatie wordt vermeld dat de vrijgestelde activiteit niet vergunningplichtig is ingevolge de Wft op de door de AFM vastgestelde wijze (art. 2:74 Wft (nieuw)). In de NRgfo zal voorts worden neergelegd hoe de AFM invulling geeft aan deze voorschriften. Op de website van de AFM (www.afm.nl) zijn het voorstel voor wijziging van de NRgfo en de afbeeldingen en bijbehorende waarschuwingzinnen voor deze vrijstellingsvermelding gepubliceerd.

⁵⁶ In deze paragraaf wordt niet ingegaan op de mogelijkheid voor DNB of de AFM ontheffing te verlenen van (een van) de vereisten die worden besproken.

⁵⁷ Vele in de Wft opgenomen bepalingen richten zich tot de beleggingsinstelling zelf. In deel 1 Wft is echter geregeld dat hetgeen de Wft bepaalt ten aanzien van een beleggingsinstelling die een beleggingsfonds of een beleggingsmaatschappij met aparte beheerder is, gericht is tot haar beheerder (art. 1:13 Wft). Voorts is bepaald dat hetgeen de Wft bepaalt ten aanzien van een beheerder – op enkele uitzonderingen na – van overeenkomstige toepassing is op een beleggingsmaatschappij zonder aparte beheerder (art. 1:13 lid 2 Wft).

⁵⁸ Het betreft de vereisten op basis van hoofdstuk 5.1a (informatievoorziening door uitgevende instellingen), hoofdstuk 5.3 (regels voor het melden van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen) en hoofdstuk 5.4 Wft (regels ter voorkoming van marktmisbruik en voor het optreden op markten in financiële instrumenten).

⁵⁹ Indien de effecten zijn toegelaten tot Euronext Amsterdam (een handelsnaam van NYSE Euronext (International) B.V. die over een vergunning beschikt om in Nederland een gereguleerde markt te

(a) Klachtenafhandeling

Een (beheerder van een) beleggingsinstelling moet zorg dragen voor een adequate behandeling van klachten van de deelnemers in de beleggingsinstelling (art. 4:17 lid 1 Wft). Dit houdt onder meer in dat een (beheerder van een) beleggingsinstelling over een interne klachtenprocedure moet beschikken en zich dient aan te sluiten bij een erkende geschilleninstantie (Stichting Klachteninstituut Financiële Dienstverlening) (art. 4:17 lid 1 onder a en onder b Wft).

(b) Informatieverstrekking; algemene opmerkingen en reclame-uitingen

Zoals eerder aangegeven, bevat de Wft regels met betrekking tot informatieverstrekking door (beheerders van) beleggingsinstellingen. Voorafgaand aan het aanbieden van deelnemingsrechten moeten (beheerders van) beleggingsinstellingen bepaalde informatie verstrekken. Zo geldt in beginsel de plicht om een prospectus beschikbaar te hebben. Daarnaast moet een (beheerder van een) beleggingsinstelling een website hebben waarop specifiek aangeduide informatie moet staan. De prospectusplicht en de informatieverstrekking via de website komen hierna afzonderlijk aan de orde. De Wft bevat ook regels ten aanzien van onverplichte precontractuele informatie, waaronder onder meer reclame-uitingen worden verstaan. Zo geldt bijvoorbeeld de verplichting om in reclame-uitingen informatie te verstrekken over de belangrijkste financiële risico's; bij reclame-uitingen anders dan via de radio moet een risico-indicator worden weergegeven (art. 52 leden 1, 2 en 3 BGfo). Ook gelden specifieke voorschriften ingeval in reclame-uitingen informatie wordt verstrekt over een historisch, toekomstig of gegarandeerd rendement (art. 52 leden 5, 6 en 7 BGfo).⁶⁰

De hierboven beschreven regels (met betrekking tot reclame-uitingen) gelden alleen ten aanzien van "complexe producten". Een "complex product" wordt in het BGfo gedefinieerd als (onder andere) "*recht van deelneming in een beleggingsinstelling dat niet verhandelbaar is of dat op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect*

beheren of te exploiteren op grond van art. 5:26 lid 1 Wft) zullen enkele (aanvullende) regels van contractuele aard nageleefd moeten worden die betrekking hebben op deze beursnotering. Deze regels zijn neergelegd in het Euronext Rulebook I en het Euronext Rulebook II. Het Euronext Rulebook I bevat regels die gelden voor alle markten die door Euronext geëxploiteerd worden; het Euronext Rulebook II bevat regels voor de afzonderlijke markten (zoals die van Euronext Amsterdam).

⁶⁰ Voor de volledigheid merken wij op dat hetgeen wij opmerken over het verstrekken van informatie over een gegarandeerd rendement niet uitsluitend geldt ingeval deze informatie in een reclame-uiting wordt verstrekt.

wordt ingekocht of terugbetaald" (art. 1 onder 2° BGfo). Dit betekent dat deze regels geen betrekking hebben op verhandelbare deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling.

(c) Website I; algemene gegevens, registratiedocument, essentiële beleggersinformatie en maandelijkse opgave

Een (beheerder van een) beleggingsinstelling moet over een website beschikken waarop bepaalde informatie moet worden gepubliceerd (art. 4:46 lid 1 Wft), waaronder de door de AFM verleende vergunning (art. 50 BGfo lid 1 onder c), de voorwaarden die gelden tussen de (beheerder van de) beleggingsinstelling en de deelnemers (art. 4:47 lid 1 Wft) en – indien de activa van de beleggingsinstelling door een bewaarder worden bewaard – de overeenkomst van beheer en bewaring tussen de (beheerder van de) beleggingsinstelling en de bewaarder (art. 50 lid 1 onder b BGfo jo. art. 4:43 lid 1 Wft). Daarnaast moet een (beheerder van een) beleggingsinstelling op deze website een registratiedocument beschikbaar hebben waarin gegevens zijn opgenomen over de beheerder, de beleggingsinstellingen die hij beheert of voornemens is te beheren en de eventueel daaraan verbonden bewaarders (art. 4:48 lid 1 Wft).⁶¹ Bovendien zijn (beheerders van) open-end beleggingsinstellingen en (beheerders van) closed-end beleggingsinstellingen zonder verhandelbare deelnemingsrechten verplicht om essentiële beleggersinformatie⁶² op hun website beschikbaar te hebben (art. 65a lid 1 BGfo).⁶³ Ten slotte, is de (beheerder van de) beleggingsinstelling gehouden om maandelijks een opgave met toelichting te plaatsen over onder meer de totale waarde van de beleggingen van de beleggingsinstelling (art. 50 lid 2 onder a BGfo).⁶⁴

⁶¹ In het BGfo worden nadere regels gesteld aan de inhoud van dit registratiedocument (art. 117 en bijlage H bij het BGfo).

⁶² Essentiële beleggersinformatie wordt in het BGfo gedefinieerd als "*een kort document waarin informatie over de in artikel 66a, eerste lid, genoemde onderwerpen is weergegeven met betrekking tot rechten van deelneming in een beleggingsinstelling die niet verhandelbaar zijn of op verzoek van een deelnemer ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald*" (art. 1 BGfo).

⁶³ Bovendien wordt de essentiële beleggersinformatie kosteloos schriftelijk aan de cliënt verstrekt (art. 65a lid 4 BGfo). De essentiële beleggersinformatie moet voldoen aan de hieraan in het BGfo gestelde vereisten (art. 66a BGfo).

⁶⁴ Andere onderwerpen waarop deze maandelijkse opgave betrekking heeft, zijn: (i) een overzicht van de samenstelling van de beleggingen en (ii) het aantal uitstaande rechten van deelneming. Desgevraagd verstrekt de (beheerder van de) beleggingsinstelling deze opgave tegen ten hoogste de kostprijs aan de deelnemers in de beleggingsinstelling.

(d) Website II; intrinsieke waarde

Telkens wanneer een (beheerder van een) beleggingsinstelling rechten van deelneming aanbiedt, verkoopt, inkoopt of daarop terugbetaalt, moet de (beheerder van de) beleggingsinstelling de intrinsieke waarde van de rechten van deelneming bepalen en onverwijld publiceren op de website, onder vermelding van het moment waarop de bepaling van de intrinsieke waarde plaatsvond (art. 4:46a lid 1 Wft). Voor (beheerders van) open-end beleggingsinstellingen geldt de verplichting om maandelijks – in de hiervoor onder (e) beschreven maandelijkse opgave – de meest recent bepaalde intrinsieke waarde van de rechten van deelneming te publiceren. Daarbij moet vermeld worden op welk moment de bepaling van deze intrinsieke waarde plaatsvond (art. 50 lid 2 onder d BGfo).

(e) Website III; jaarrekening, jaarverslag en overige gegevens, en halfjaarcijfers

Een beheerder, beleggingsinstelling of bewaarder moet binnen vier maanden na afloop van het boekjaar een jaarrekening, jaarverslag en overige gegevens als bedoeld in boek 2 BW op de website (van de (beheerder van de) beleggingsinstelling) openbaar maken (art. 4:51 jo. artt. 4:52 lid 1 Wft en 120 lid 2 BGfo). Binnen negen weken na afloop van de eerste helft van het boekjaar maakt de (beheerder van de) beleggingsinstelling op dezelfde wijze de halfjaarcijfers openbaar (art. 4:52 lid 2 jo. artt. 4:51 lid 2 Wft en 120 lid 2 BGfo).⁶⁵ ⁶⁶ Voorts zullen deze documenten binnen dezelfde termijnen aan de AFM moeten worden verstrekt. Het BGfo stelt overigens uitgebreide vereisten aan de winst- en verliesrekening en aan de halfjaarcijfers van een beleggingsinstelling (artt. 122, 123, 124 en 125 BGfo). Indien een beleggingsinstelling bestaat uit subfondsen, neemt de (beheerder van de) beleggingsinstelling de relevante financiële gegevens met betrekking tot die subfondsen op in de jaarrekening, het jaarverslag en de overige gegevens, of in de halfjaarcijfers van de beleggingsinstelling

⁶⁵ Voor (beheerders van) closed-end beleggingsinstellingen met verhandelbare deelnemingsrechten die zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland (Euronext Amsterdam) gelden de vereisten van art. 4:51 leden 1, 2, 3, 4, 5 en 6 Wft niet (art. 4:51 lid 7 Wft); voor hen gelden in dit verband de vereisten van de artt. 5:25 c en 5:25 d Wft.

⁶⁶ Bovendien moeten de jaarrekening en de overige gegevens en de halfjaarcijfers kosteloos verkrijgbaar zijn voor de deelnemers in de beleggingsinstelling (art. 120 lid 1 BGfo). Daarnaast schrijft het BGfo voor dat gelijktijdig met de publicatie van deze documenten op de website, de (beheerder van de) beleggingsinstelling in een landelijk verspreid dagblad dan wel aan het adres van iedere deelnemer moet meedelen dat voor deelnemers op verzoek bij de (beheerder van de) beleggingsinstelling een afschrift van deze documenten kosteloos verkrijgbaar is (art. 120 lid 2 en 3 BGfo).

(art. 4:51 lid 4 Wft).

(f) Prospectus

In beginsel rust op een (beheerder van een) beleggingsinstelling een prospectusplicht. Afhankelijk van het type beleggingsinstelling zal het op te stellen prospectus moeten voldoen aan de eisen die hieraan worden gesteld op grond van deel 4 of deel 5 Wft. Een (beheerder van een) open-end beleggingsinstelling en een (beheerder van een) closed-end beleggingsinstelling zonder verhandelbare deelnemingsrechten die over een vergunning van de AFM beschikken moeten een prospectus opstellen dat voldoet aan de hieraan in deel 4 Wft gestelde eisen. Een prospectus van een (beheerder van een) closed-end beleggingsinstelling met verhandelbare deelnemingsrechten moet voldoen aan de eisen in deel 5 Wft.

(i) Deel 4 prospectus

Een (beheerder van) een open-end beleggingsinstelling of een closed-end beleggingsinstelling met niet-verhandelbare deelnemingsrechten is in beginsel verplicht een prospectus op te stellen dat voldoet aan de eisen die daaraan worden gesteld op grond van deel 4 Wft.⁶⁷ Indien een beleggingsinstelling bestaat uit subfondsen, neemt de (beheerder van de) beleggingsinstelling de specifiek voor een subfonds geldende voorwaarden op in het prospectus van de beleggingsinstelling (art. 4:49 lid 3 Wft). De (beheerder van de) beleggingsinstelling is gehouden om de gegevens uit het prospectus te actualiseren zodra daar aanleiding toe bestaat (art. 4:49 lid 4 Wft). Voor een prospectus dat op grond van deel 4 Wft is opgesteld, geldt dat goedkeuring van de AFM niet is vereist. Wél moet de beheerder in het prospectus een mededeling van een accountant opnemen dat het prospectus de ingevolge de Wft voorgeschreven gegevens bevat (art. 4:49 lid 2 onder c Wft).

(ii) Deel 5 prospectus

Voor het aanbieden aan het publiek en voor de toelating tot de handel op een gereguleerde markt in Nederland (zoals Euronext Amsterdam) van deelnemingsrechten in een closed-end beleggingsinstelling die verhandelbaar zijn, is in beginsel de algemeenverkrijgbaarstelling van een door de AFM goedgekeurd prospectus vereist (art. 5:2 Wft). Deze dient te

⁶⁷ De eisen zijn neergelegd in de artt. 4:49 lid 2 Wft en 118 lid 2 BGfo en in bijlage I bij het BGfo.

voldoen aan de eisen van de Prospectusverordening.⁶⁸ Een prospectus op grond van deel 5 Wft is gedurende twaalf maanden na algemeen verkrijgbaarstelling geldig voor aanbiedingen van effecten aan het publiek (art. 5:22 lid 1 Wft).⁶⁹ Op de prospectusplicht bestaan enkele uitzonderingen. Zo is bijvoorbeeld ingeval men uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers of aan minder dan 100 personen niet zijnde gekwalificeerde beleggers aanbiedt geen prospectus vereist (art. 5:3 Wft). Hetzelfde geldt ingeval de aangeboden effecten slechts kunnen worden verkregen tegen een tegenwaarde van ten minste EUR 50.000 per belegger of ingeval de effecten een nominale waarde hebben van ten minste EUR 50.000 (art. 5:3 Wft).^{70 71}

⁶⁸ De volledige aanduiding van deze verordening is: Verordening (EG) nr. 809/2004 van de Commissie van 29 april 2004 tot uitvoering van Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de in het prospectus te verstrekken informatie, de vormgeving van het prospectus, de opneming van informatie door middel van verwijzing, de publicatie van het prospectus en de verspreiding van reclame betreft (*PbEU* 2004, L 215/3).

⁶⁹ Indien zich tussen het tijdstip van de goedkeuring van een prospectus en het tijdstip waarop aanbieding van de desbetreffende effecten aan het publiek in Nederland wordt afgesloten, een belangrijke nieuwe ontwikkeling voordoet die verband houdt met de informatie in het goedgekeurde prospectus of indien in het prospectus een materiële vergissing of onjuistheid wordt geconstateerd die van invloed kan zijn op de beoordeling van de effecten, stelt de uitgevende instelling of aanbieder een document ter aanvulling van het prospectus op (art. 5:23 lid 1 Wft).

⁷⁰ Per 1 januari 2012 zal ingevolge de Wijzigingswet financiële markten 2010 aan art. 5:20 Wft een vijfde lid worden toegevoegd. Daarmee wordt de verplichting geïntroduceerd om bij een aanbod van deelnemingsrechten in deze categorie in reclame-uitingen en documenten waarin het aanbod in het vooruitzicht wordt gesteld, te vermelden (i) dat geen prospectus algemeen verkrijgbaar wordt gesteld dat is goedgekeurd door de AFM en (ii) dat de aanbieding niet onder toezicht staat van de AFM. Daarnaast introduceert deze wet de bevoegdheid voor de AFM om voorschriften vast te stellen aan de wijze (zowel voor vorm als inhoud) waarop de hiervoor onder (i) en (ii) genoemde vermeldingen moeten worden gedaan (art. 5:20 lid 5 Wft (nieuw)). Zie *Staatsblad* 2011, nr. 306 voor de datum van inwerkingtreding en *Staatsblad* 2011, nr. 248 voor de definitieve tekst van de Wijzigingswet financiële markten 2010. In de NRGfo zal voorts worden neergelegd hoe de AFM invulling geeft aan deze voorschriften. Op de website van de AFM (www.afm.nl) zijn het voorstel voor wijziging van de NRGfo en de afbeeldingen en bijbehorende waarschuwingsszinnen gepubliceerd.

⁷¹ Vanaf 1 januari 2012 zullen deze bedragen worden verhoogd naar EUR 100.000. Zie *Staatsblad* 2011, nr. 306 voor de datum van inwerkingtreding en *Staatsblad* 2011, nr. 248 voor de definitieve tekst van artikel 5:3 Wft (nieuw) uit de Wijzigingswet financiële markten 2010.

(g) Zorgvuldige dienstverlening I; verplichting om te handelen in het belang van de deelnemers in de beleggingsinstelling

Zoals hiervoor besproken, dienen de (beheerder van een) beleggingsinstelling en de bewaarder zich in hun relatie tot de deelnemers in de beleggingsinstelling te houden aan de in het BGfo uitgewerkte regels met betrekking tot in acht te nemen zorgvuldigheid (art. 4:25 lid 1 Wft). Uit het BGfo volgt onder meer de verplichting voor (beheerders van) beleggingsinstellingen en bewaarders om in het belang van de deelnemers in de beleggingsinstelling te handelen (art. 83 lid 1 BGfo).⁷² Daarnaast moet een (beheerder van een) beleggingsinstelling deelnemers onder vergelijkbare omstandigheden op gelijke wijze behandelen (art. 83 lid 2 BGfo).

(h) Zorgvuldige dienstverlening II; verbod van *cold calling* en *churning*

Ook de volgende regels vormen een uitwerking van de algemeen geformuleerde zorgplicht (art. 4:25 lid 1 Wft) en hebben betrekking op de door een (beheerder van een) beleggingsinstelling in acht te nemen zorgvuldigheid. Het is een (beheerder van een) beleggingsinstelling niet toegestaan om personen die geen deelnemer zijn in de beleggingsinstelling (in)direct in persoon te benaderen, anders dan door middel van een techniek voor communicatie op afstand⁷³, tenzij de betrokkene daarmee vooraf uitdrukkelijk schriftelijk dan wel elektronisch heeft ingestemd of de betrokkene in het contact slechts informatiemateriaal wordt aangeboden (art. 82 BGfo). Daarnaast geldt voor een (beheerder van een) beleggingsinstelling het zgn. verbod van *churning*. Dit houdt in dat door of namens de beleggingsinstelling geen transacties mogen worden uitgevoerd met een zodanige frequentie of van een zodanige omvang dat dit gezien de omstandigheden kennelijk slechts strekt tot bevoordeling van de (beheerder van de) beleggingsinstelling of met deze entiteiten – of met de bewaarder – gelieerde partijen (art. 83 lid 3 BGfo). Uit de parlementaire geschiedenis volgt dat hieronder onder meer wordt verstaan dat de voorwaarden voor de vergoeding van de beheerder zodanig dienen te zijn dat de belangen van cliënten niet geschaad worden doordat zij bijvoorbeeld overmatige transacties in de hand werken.⁷⁴

(i) Wijziging voorwaarden

Indien de (beheerder van de) beleggingsinstelling voornemens is de

⁷² Deze verplichting geldt ook voor de bewaarder die aan deze beleggingsinstelling is verbonden.

⁷³ Zoals bedoeld in art. 81 BGfo.

⁷⁴ *Staatsblad* 2006, nr. 520.

voorwaarden die gelden tussen de beleggingsinstelling en de deelnemers te wijzigen, dient deze een voorstel hiertoe bekend te maken in een advertentie in een landelijk verspreid Nederlands dagblad of aan het adres van iedere deelnemer. Daarnaast dient de (beheerder van de) beleggingsinstelling het voorstel op de website te plaatsen, voorzien van een toelichting (art. 4:47 lid 2 Wft). De uiteindelijke wijziging van de voorwaarden zal op dezelfde wijze bekend moeten worden gemaakt als het voorstel tot wijziging ervan (art. 4:47 lid 3 Wft). Indien de wijziging een wijziging van het beleggingsbeleid betreft, wordt de wijziging niet ingevoerd voordat één maand is verstreken na de bekendmaking ervan op de voorgeschreven wijze. In deze tussenliggende periode kunnen de deelnemers onder de gebruikelijke voorwaarden uittreden (art. 4:47 lid 5 Wft). Indien door de wijziging van de voorwaarden, rechten of zekerheden van de deelnemers worden verminderd of lasten aan de deelnemers worden opgelegd, wordt de wijziging tegenover de deelnemers niet ingeroepen voordat één maand is verstreken na de zojuist besproken bekendmaking en kunnen de deelnemers binnen deze periode onder de gebruikelijke voorwaarden uittreden (art. 4:47 lid 4 Wft).

(j) Meldingen aan de AFM

Wijzigingen met betrekking tot een groot aantal onderwerpen moeten door de (beheerder van een) beleggingsinstelling gemeld worden aan de AFM (art. 4:26 leden 1-4 Wft en de uitwerking daarvan in het BGfo). Indien een (beheerder van een) beleggingsinstelling de inkoop of terugbetaling van rechten van deelneming (in een door hem beheerde) beleggingsinstelling opschort, stelt deze de AFM onverwijld hiervan op de hoogte (art. 4:55 Wft).

Specifieke regels met betrekking tot de bewaarder en het vermogen van een beleggingsfonds

- 5.6** Zoals hierboven reeds werd aangestipt, geldt voor beleggingsmaatschappijen – anders dan voor beleggingsfondsen – niet de verplichting (maar wel de mogelijkheid) om een bewaarder aan te stellen. Dit is te verklaren door het gegeven dat een beleggingsmaatschappij rechtspersoonlijkheid bezit en een beleggingsfonds niet. Om het vermogen van de cliënten van een beleggingsfonds (en van een beleggingsmaatschappij met een aparte bewaarder) te beschermen, worden er in de Wft nadere eisen gesteld aan de organisatie van de bewaarder.
- 5.7** De bewaarder moet een rechtspersoon zijn met als enig statutair doel het bewaren van activa en het administreren van goederen waar een beleggingsinstelling in belegt (art. 4:44 lid 1 Wft). Voorts moet de bewaarder onafhankelijk zijn van de beheerder (art. 4:42, aanhef, onder a Wft).

Daarenboven moet de beheerder van het beleggingsfonds maatregelen treffen opdat de bewaarder slechts met de medewerking van de beheerder over de vermogensbestanddelen van het beleggingsfonds kan beschikken (art. 4:42, aanhef, onder b Wft). De afspraken tussen de beheerder en de bewaarder worden vastgelegd in een schriftelijke overeenkomst, doorgaans aangeduid als “voorwaarden van beheer en bewaring”. Een opsomming van de voorwaarden waaraan deze overeenkomst moet voldoen, is opgenomen in het BGfo (art.116 BGfo).

- 5.8** Ten aanzien van het (verhaal op het) vermogen van een beleggingsfonds, bevat de Wft regels over de volgorde waarin de vorderingen van crediteuren moeten worden voldaan, de zogeheten rangregeling. In beginsel geldt dat het vermogen van een beleggingsfonds uitsluitend dient ter voldoening van de vorderingen die voortvloeien uit:
- (i) schulden die verband houden met het beheer en het bewaren van het fonds; en
 - (ii) rechten van deelneming (art. 4:45 lid 1 Wft).
- 5.9** Indien het vermogen van een beleggingsfonds bij vereffening ontoereikend is voor voldoening zullen de vorderingen in de volgorde worden voldaan als weergegeven in art. 4:45 lid 1 Wft (art. 4:45 lid 2 Wft). Andere vorderingen zijn slechts verhaalbaar op het vermogen van het beleggingsfonds op het moment dat vaststaat dat alle vorderingen uit de hierboven onder (i) en (ii) genoemde categorieën zullen kunnen worden voldaan en dat in de toekomst vorderingen uit een van deze categorieën niet meer zullen ontstaan (art. 4:45 lid 3 Wft). In de situatie dat de vorderingen uit de hierboven onder (i) en (ii) genoemde categorieën niet volledig uit het fondsvermogen kunnen worden voldaan, kan ook het vermogen van de bewaarder worden aangesproken. In dat geval geldt dat het vermogen van de bewaarder eerst dient ter voldoening van de vorderingen in de categorieën die hierboven zijn genoemd onder (i) en (ii) (en ook in die volgorde) en vervolgens pas ter voldoening van de overige vorderingen, behoudens de door de wet erkende andere redenen van voorrang (art. 4:45 lid 4 Wft). Het resultaat van deze rangregeling is dat het vermogen van het beleggingsfonds als het ware wordt veilig gesteld en geen verhaal biedt voor crediteuren van de beheerder of de bewaarder. Opgemerkt zij dat deze rangregeling tevens van toepassing is op subfondsen (art. 1:13 lid 6 Wft).⁷⁵
- 5.10** Een bewaarder mag in beginsel tegelijkertijd voor meerdere beleggingsfondsen als bewaarder fungeren. Vanwege het risico van “besmettingsgevaar” geldt dit niet ingeval een van deze beleggingsfondsen een te risicovol beleggingsbeleid

⁷⁵ Voor de goede orde merken wij op dat de rangregeling niet van toepassing is op de naamloze vennootschap die niet de vorm heeft van een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal als bedoeld in artikel 76a van Boek 2 BW (art. 4:45 lid 5 Wft).

kent (art. 4:44 lid 2 Wft). Voor subfondsen geldt deze verplichting niet; zij zijn dus niet verplicht een aparte bewaarder in te stellen ingeval sprake is van besmettingsgevaar (art. 4:44 lid 4 Wft).

6 Beleggingsondernemingen

Inleidende opmerkingen

- 6.1 In deze paragraaf wordt ingegaan op de regulering van beleggingsondernemingen onder de Wft. De vereisten die worden besproken in paragraaf 6.3 zijn tevens van toepassing op bank-beleggingsondernemingen, tenzij uitdrukkelijk anders vermeld. Wij staan stil bij de bepalingen over markttoegang onder de Wft en bij de vereisten waaraan vergunninghoudende beleggingsondernemingen zijn onderworpen.

Markttoegang voor beleggingsondernemingen

- 6.2 Om in Nederland beleggingsdiensten te kunnen verlenen, is in beginsel een vergunning van de AFM vereist. Op deze vergunningplicht bestaan enkele uitzonderingen, waarvan wij hieronder – per categorie uitzondering – een of meerdere voorbeelden zullen geven.

(a) Reikwijdtebepaling

In deel 1 Wft wordt bepaald dat de Wft (met uitzondering van deel 5 over het gedragstoezicht op financiële markten) niet van toepassing is op een beleggingsonderneming die beleggingsdiensten verleent aan een onderneming waarvan de beleggingsonderneming een dochtermaatschappij (of zustermaatschappij) is (art. 1:18 aanhef onder a Wft).

(b) Wettelijke uitzondering

De vergunningplicht is onder meer niet van toepassing op een beleggingsonderneming met zetel in een andere EER-staat die door middel van een bijkantoor in Nederland of grensoverschrijdende dienstverrichting naar Nederland beleggingsdiensten verleent (art. 2:98 lid 2 onder a en b Wft). De vergunning die een dergelijke beleggingsonderneming in de staat van herkomst heeft, fungeert als het ware als een “Europees paspoort”; mits aan een aantal (notificatie-) voorwaarden is voldaan. Beleggingsondernemingen die door middel van grensoverschrijdende dienstverlening in Nederland hun diensten verlenen, behoeven in Nederland niet aan prudentiële regels of gedragsregels te voldoen. Op basis van harmoniserende Europese regelgeving zijn in de staat van herkomst soortgelijke verplichtingen van toepassing als op de beleggingsondernemingen die over een AFM-vergunning beschikken. Ingeval er sprake is van een bijkantoor in Nederland zijn bepaalde Nederlandse regels van gedragstoezicht wel van toepassing (op de activiteiten van het bijkantoor).

(c) Individuele ontheffing

In zeer bijzondere gevallen kan de AFM op aanvraag geheel of

gedeeltelijk, al dan niet voor bepaalde tijd, ontheffing verlenen van het verbod om in Nederland beleggingsdiensten te verlenen of beleggingsactiviteiten te verrichten zonder over een vergunning van de AFM te beschikken (art. 2:96 lid 2 Wft). In de praktijk wordt een dergelijke ontheffing zelden verleend.

(d) Generieke vrijstelling

Een voorbeeld van een generieke vrijstelling uit de Vr Wft ziet op beleggingsondernemingen met zetel in Australië, de Verenigde Staten van Amerika of Zwitserland die in de staat van herkomst voor het verlenen van beleggingsdiensten onder toezicht staan (art. 10 Vr Wft). Deze beleggingsondernemingen zijn vrijgesteld van de hierboven beschreven vergunningplicht. Om van deze vrijstelling gebruik te kunnen maken, moet een beleggingsonderneming aan de AFM een verklaring overleggen van de desbetreffende toezichthouder of een schriftelijke verwijzing naar de website van deze toezichthouder om aan te tonen dat de beleggingsonderneming inderdaad onder toezicht staat. Een beleggingsonderneming die gebruik wenst te maken van deze vrijstelling, zal bovendien op doorlopende basis aan een aantal vereisten moeten voldoen.

Vereisten vergunninghoudende beleggingsondernemingen

6.3 Hierna bespreken wij de belangrijkste vereisten die gelden voor vergunninghoudende beleggingsondernemingen met zetel in Nederland. Onderstaande vereisten vormen een aanvulling op de vereisten genoemd in paragraaf 3.17 van deze notitie.⁷⁶ Zoals eerder opgemerkt, gelden onderstaande vereisten – tenzij anders vermeld – tevens voor bank-beleggingsondernemingen. Enkele vereisten verschillen al naar gelang de categorie cliënten die de beleggingsonderneming bedient en het type dienst dat de beleggingsonderneming verleent.

(1) Klachtenafhandeling

Een beleggingsonderneming moet zorg dragen voor een adequate behandeling van klachten van haar cliënten (art. 4:17 lid 1 Wft). Dit houdt onder meer in dat zij over een interne klachtenprocedure moet beschikken.

⁷⁶ In deze paragraaf wordt niet ingegaan op de mogelijkheid voor DNB of de AFM ontheffing te verlenen van (een van) de vereisten die worden besproken.

(2) Cliëntenclassificatie

De beleggingsonderneming dient haar cliënten te kwalificeren als "in aanmerking komende tegenpartij"⁷⁷, "professionele belegger" of als niet-professionele belegger en hen hiervan op de hoogte te stellen (artt. 4:18a, 4:18b, 4:18c, 4:18d en 4:18e Wft). De cliënten kunnen verzoeken om een hoger of lager beschermingsniveau. Afhankelijk van de omstandigheden zal de beleggingsonderneming een dergelijk verzoek wel of niet (mogen) honoreren.⁷⁸ Indien een niet-professionele belegger op diens verzoek als professionele belegger of in aanmerking komende tegenpartij wordt aangemerkt, spreekt men wel van *opt-up*. Indien een professionele belegger op diens verzoek als niet-professionele belegger wordt aangemerkt, spreekt men wel van *opt-down*. Onder *opt-down* wordt tevens de situatie verstaan dat een in aanmerking komende tegenpartij als professionele belegger of als niet-professionele belegger wordt aangemerkt.

(3) Informatieverstrekking; inleidende opmerkingen en rapportageverplichtingen

In paragraaf 3.17 van deze notitie werden enkele algemene normen ten aanzien van het verstrekken van informatie door beleggingsondernemingen besproken.⁷⁹ In aanvulling op eerder besproken regels over informatieverstrekking geldt dat een beleggingsonderneming voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst of nevendienst informatie moet verstrekken die redelijkerwijs relevant is voor een adequate beoordeling van deze dienst (art. 4:20 lid 1 Wft). Beleggingsondernemingen zullen niet-professionele beleggers onder meer moeten informeren over:

- (a) de beleggingsonderneming en haar diensten (art. 58a en 58b BGfo);
- (b) de aard en de risico's van financiële instrumenten (gedetailleerd genoeg om de niet-professionele beleggers in

⁷⁷ Wij merkten in paragraaf 3.29 al op dat de categorie "in aanmerking komende tegenpartij" enkel relevant is in de context van het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders of rechtstreeks daarmee verband houdende nevendiensten (art. 4:18b lid 1 Wft).

⁷⁸ De Wft schrijft voor dat een beleggingsonderneming een niet-professionele belegger op diens verzoek als professionele belegger kan aanmerken indien hij naar het oordeel van de beleggingsonderneming over voldoende deskundigheid, kennis en ervaring met betrekking tot de aard van de beoogde beleggingsdiensten of nevendiensten beschikt om zelf beleggingsbeslissingen te nemen en de daaraan verbonden risico's in te schatten (art. 4:18c lid 1 Wft).

⁷⁹ In het BGfo wordt uitgewerkt aan welke vereisten informatie moet voldoen om correct, duidelijk en niet misleidend te zijn (art. 4:19 lid 4 Wft jo. art. 51a BGfo). Deze vereisten hebben onder meer betrekking op de wijze waarop in het verleden behaalde resultaten moeten worden vermeld.

- staat te stellen een beleggingsbeslissing te nemen) (art. 58c BGfo); en
- (c) de kosten en bijbehorende lasten (art. 58e BGfo).

Gedurende de looptijd van de overeenkomst geldt op grond van het BGfo ook een aantal informatieverplichtingen. Daarnaast bevat het BGfo enkele rapportageverplichtingen. Een voorbeeld van een rapportageverplichting is dat een beleggingsonderneming die het individuele vermogen van een niet-professionele belegger beheert hem eenmaal per zes maanden een periodiek overzicht van de vermogensbeheeractiviteiten moet verschaffen die namens hem zijn uitgevoerd (art. 70 lid 3 BGfo).

(4) Ken-uw-cliënt beginsel

Een beleggingsonderneming die vermogensbeheerdiensten verleent, moet in het belang van de cliënt informatie inwinnen over zijn financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voorzover dit redelijkerwijs relevant is voor het beheer van het vermogen. Het vermogensbeheer moet in overeenstemming zijn met en gebaseerd zijn op deze informatie (art. 4:23 lid 1 Wft). Beleggingsondernemingen die zonder daarbij tevens te adviseren een andere beleggingsdienst verlenen dan het beheren van individueel vermogen, moeten informatie inwinnen over de kennis en ervaring van de cliënt (art. 4:24 Wft).

(5) Adequaar beleid met betrekking tot belangenconflicten

De beleggingsonderneming moet een adequaat beleid voeren ter zake van het voorkomen en beheersen van belangenconflicten tussen haar en haar cliënten en tussen haar cliënten onderling (art. 4:88 Wft).

(6) Cliëntenovereenkomst en aanhouden van een dossier

Voor iedere cliënt moet een beleggingsonderneming een dossier aanhouden waarin de wederzijdse rechten en verplichtingen van de beleggingsonderneming en de cliënt zijn beschreven (art. 4:89 lid 1 Wft). Daarnaast zijn beleggingsondernemingen die het individuele vermogen van niet-professionele beleggers beheren, verplicht om een cliëntenovereenkomst aan te gaan waarin een aantal specifieke zaken wordt geregeld (art. 4:89 lid 2 Wft jo. art. 168 lid 2 BGfo). In paragraaf 6.4 van deze notitie wordt stil gestaan bij de eisen die aan een dergelijke cliëntenovereenkomst worden gesteld.

(7) Vermogensscheiding

De beleggingsonderneming is gehouden adequate maatregelen te treffen ter bescherming van de rechten van de cliënt op zijn gelden en zijn financiële instrumenten. Ook moet de beleggingsonderneming

adequate maatregelen nemen ter voorkoming van het gebruik van de financiële instrumenten van de cliënt voor eigen rekening door de beleggingsonderneming. Dit onderwerp komt uitgebreider aan de orde in paragraaf 6.5 van deze notitie.

(8) Zorgvuldige dienstverlening I

Zoals eerder besproken, dient een beleggingsonderneming zich bij de behandeling van haar cliënten aan de nodige zorgvuldigheidregels te houden (art. 4:25 lid 1 Wft).

(9) Zorgvuldige dienstverlening II; saldBewaking, marginbewaking en het verbod van *churning*

Een uitwerking van de hierboven beschreven zorgvuldigheidsregels brengt mee dat een beleggingsonderneming geen transactie voor rekening van een niet-professionele belegger mag verrichten indien de saldi ontoereikend zijn (art. 85 BGfo).⁸⁰ De beleggingsonderneming moet er op toezien dat de niet-professionele belegger voortdurend over voldoende saldi beschikt.⁸¹ Bij een tekort moet de beleggingsonderneming de niet-professionele belegger waarschuwen en moet hij zich onthouden van het uitvoeren van transacties voor rekening van de cliënt (art. 86 lid 2 BGfo). De omvang en frequentie van transacties die worden uitgevoerd voor de cliënt mogen niet strekken tot een kennelijke bevoordeling van de beleggingsonderneming; dit is het zgn. verbod van *churning* (art. 84 BGfo).

(10) Zorgvuldige dienstverlening III; verbod van *cold calling*

Het is een beleggingsonderneming niet toegestaan om personen aan wie zij nog geen beleggingsdienst heeft verleend die geen professionele belegger zijn, (in)direct in persoon te benaderen, anders dan door middel van een techniek voor communicatie op afstand (als bedoeld in art. 81 BGfo), tenzij de betrokkene daarmee vooraf uitdrukkelijk schriftelijk dan wel elektronisch heeft ingestemd of de betrokkene in het contact slechts informatiemateriaal wordt aangeboden (art. 82 BGfo).

⁸⁰ Art. 85 BGfo is niet van toepassing voorzover de beleggingsdienstverlening zich richt op professionele beleggers (art. 51 Vr Wft).

⁸¹ Art. 86 lid 1 BGfo is niet van toepassing voorzover de beleggingsdienstverlening zich richt op professionele beleggers (art. 51 Vr Wft).

(11) Eerlijke, billijke en professionele belangenbehartiging I; algemene norm en provisie

Bij het verlenen van beleggingsdiensten of nevendiensten moet de beleggingsonderneming zich op eerlijke, billijke en professionele wijze voor de belangen van haar cliënten inzetten en zich onthouden van gedragingen die schadelijk zijn voor de integriteit van de markt (art. 4:90 Wft). Ook gelden specifieke regels met betrekking tot het verschaffen of ontvangen van provisie (art. 4:90 lid 2 Wft jo. art. 168a BGfo). Deze regels komen er – kort gezegd – op neer dat een beleggingsonderneming in beginsel geen provisie mag verschaffen of ontvangen voor het verlenen van een beleggingsdienst of nevendienst die niet noodzakelijk is voor het verlenen van de desbetreffende dienst of deze mogelijk maakt (art. 168a lid 1 BGfo).

(12) Eerlijke, billijke en professionele belangenbehartiging II; best execution en verwerking van cliëntorders

Een uitwerking van de algemene norm voor een eerlijke, billijke en professionele belangenbehartiging betreft de regels over *best execution*. Deze komen erop neer dat een beleggingsonderneming bij het uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten voor rekening van cliënten alle redelijke maatregelen moet nemen om het best mogelijke resultaat voor hen te behalen (art. 4:90a Wft).⁸² De Wft bevat uitvoerige regels over *best execution*. Zo is een beleggingsonderneming onder meer verplicht om een orderuitvoeringsbeleid op te stellen (art. 4:90b lid 1 Wft). De beleggingsonderneming is bovendien verplicht de niet-professionele belegger de nodige informatie te verstrekken over dit orderuitvoeringsbeleid (art. 59 BGfo).

Ook ingeval de beleggingsonderneming (i) bij derden orders plaatst met betrekking tot financiële instrumenten ter uitvoering van beslissingen in verband met het beheren van een individueel vermogen en (ii) aan derden ter uitvoering orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten doorgeeft, dient zij alle redelijke maatregelen te nemen om het best mogelijke resultaat voor haar cliënten te behalen (art. 4:90c lid 1 Wft). De beleggingsonderneming moet met betrekking tot het ter uitvoering doorleiden van orders van cliënten aan derden, een beleid ontwikkelen, dit beleid toepassen en haar cliënten over dit beleid informeren (artt. 4:90c lid 2 en 4:90c lid 3 Wft). Ook dient zij

⁸² De regels met betrekking tot *best execution* gelden niet ten opzichte van een “in aanmerking komende tegenpartij” (art. 4:18b lid 1 jo. artt. 4:90a, 4:90b en 4:90c Wft). Voor meer informatie over het begrip “in aanmerking komende tegenpartij”, zie paragraaf 3.29.

jaarlijks (en ook tevens wanneer zich een wezenlijke verandering voordoet in haar mogelijkheden om steeds het best mogelijke resultaat voor haar cliënten te behalen) dit beleid te evalueren en eventuele tekortkomingen in het beleid te corrigeren. Bij een dergelijke evaluatie gaat de beleggingsonderneming met name de kwaliteit van uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten van cliënten door de in dit beleid genoemde derden na.

Naast de regels met betrekking tot *best execution* bevat de Wft ook regels over het verwerken van orders voor cliënten.⁸³ Zo moet een beleggingsonderneming procedures en regelingen toepassen die een onmiddellijke, billijke en vlotte uitvoering van orders met betrekking tot financiële instrumenten van cliënten garanderen ten opzichte van orders van andere cliënten of de handelsposities van de beleggingsonderneming zelf (art. 4:90d lid 1 Wft). Het BGfo bevat uitvoerige regels met betrekking tot het verwerken van orders voor cliënten (artt. 164, 164a en 164b BGfo).

(13) Boekhouding, meldingen aan de AFM en rapportageverplichtingen aan DNB

Zes maanden na afloop van het boekjaar, moet de beleggingsonderneming haar jaarrekening, jaarverslag en overige gegevens als bedoeld in boek 2 BW aan de AFM toezenden (art. 4:85 Wft).⁸⁴ Tevens moet de beleggingsonderneming wijzigingen met betrekking een groot aantal onderwerpen melden aan de AFM.⁸⁵ Ook van de nevendiensten die een beleggingsonderneming verleent, dient de beleggingsonderneming melding te maken (art. 4:26 lid 7 Wft). De beleggingsonderneming moet de transacties die zijn verricht in tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten financiële instrumenten melden aan de AFM, uiterlijk aan het einde van de volgende werkdag (art. 4:90e lid 3 Wft).⁸⁶ Ook is een beleggingsonderneming die een redelijk vermoeden heeft dat een (opdracht tot een) transactie ter zake waarvan zij in of vanuit Nederland werkzaamheden verricht in strijd is met het verbod gebruik te maken van voorwetenschap (zoals bedoeld in art. 5: 56 lid 1 of lid 3 Wft) of

⁸³ Net als de *best execution* gelden ook de regels over het verwerken van orders niet voor een "in aanmerking komende tegenpartij" (art. 4:18b lid 1 jo. art. 4:90d Wft).

⁸⁴ Op grond van art. 4:82 lid 1 Wft geldt deze verplichting niet voor bank-beleggingsondernemingen. Voor bank-beleggingsondernemingen geldt immers reeds de verplichting om hun jaarrekening bij DNB in te dienen op grond van bepalingen uit deel 3 Wft. Zie tevens *Kamerstukken II 2005-06*, 29 708, nr. 19, p. 550.

⁸⁵ Art. 4:26 lid 1 jo. art. 2:99 lid 3 Wft en art. 4:26 lid 6 Wft jo. artt. 94, 95 en 96 BGfo.

⁸⁶ Daarnaast is de beleggingsonderneming verplicht om alle relevante gegevens over de door haar verrichte transacties te bewaren gedurende vijf jaar (art. 4:90e lid 1 Wft).

met het verbod van marktmanipulatie (zoals bedoeld in art. 5:58 lid 1 Wft) verplicht om dit vermoeden onverwijld aan de AFM te melden, de zgn. klikplicht (art. 5:62 lid 1 Wft).

In het kader van het prudentieel toezicht op beleggingsondernemingen, rusten er op beleggingsondernemingen tevens de nodige rapportageverplichtingen (art. 3:72 jo. artt. 3:81 Wft en 130 Bpr). Op grond hiervan moet de beleggingsonderneming aan DNB staten verstrekken die onder andere balans- en resultaatgegevens omvatten alsmede aanvullende financiële gegevens ten behoeve van het prudentieel toezicht en andere gegevens ten behoeve van het toezicht op de naleving van de regels met betrekking tot de solvabiliteit.

(14) Openbaarmakingsverplichting

Ten minste een keer per jaar maakt een beleggingsonderneming in beginsel specifieke gegevens openbaar die het oordeel of de beslissing van een ieder die zich op die gegevens baseert voor het nemen van beslissingen van financiële aard beïnvloeden of kunnen beïnvloeden (art. 3:74a Wft). Deze gegevens staan vermeld in bijlage XII delen 2 en 3 van de Herziene richtlijn banken en strekken zich onder meer uit tot de volgende onderwerpen: doelstellingen en gedragslijnen op het gebied van risicobeheer, eigen vermogen, en de berekening van de kapitaaltoereikendheid.

(15) Beleggerscompensatieregeling

Beleggingsondernemingen met zetel in Nederland die over een vergunning beschikken – met uitzondering van diegenen die uitsluitend beleggingsactiviteiten verrichten of beleggingsdiensten verlenen als bedoeld in onderdeel d van de definitie van “verlenen van een beleggingsdienst” (het in de uitoefening van beroep of bedrijf adviseren over financiële instrumenten) – nemen verplicht deel aan de beleggerscompensatieregeling (art. 8 Bbpm). De beleggerscompensatieregeling heeft tot doel personen die op grond van een beleggingsdienst hun geld of financiële instrumenten hebben toevertrouwd aan (onder andere) een beleggingsonderneming te compenseren ingeval de desbetreffende onderneming niet in staat is aan haar verplichtingen te voldoen voortvloeiende uit vorderingen die verband houden met die beleggingsdienst of nevendienst (art. 3:259 lid 1 Wft). De compensatie bedraagt momenteel ten hoogste EUR 20.000 per belegger (art. 26 lid 4 Bbpm). Deze regeling geldt onder andere niet voor gekwalificeerde beleggers en professionele beleggers. Dit brengt mee dat als een niet-professionele belegger op eigen verzoek door een beleggingsonderneming wordt behandeld als professionele belegger (via het hiervoor beschreven *opt-up* principe) de

beleggerscompensatieregeling niet langer op hem van toepassing is. Zoals wij eerder opmerkten, beschouwt DNB Nederlandse provincies, gemeenten en waterschappen als gekwalificeerde beleggers (en dus als professionele marktpartijen). Dit betekent dat openbare lichamen – in de visie van DNB – geen succesvol beroep kunnen doen op deze regeling.

Cliëntenovereenkomst

6.4 Ingeval beleggingsondernemingen beleggingsdiensten verlenen aan niet-professionele beleggers zijn zij verplicht om een schriftelijke cliëntenovereenkomst op te stellen. Deze overeenkomst moet in ieder geval de volgende elementen bevatten:

- (a) *de naar soort onderscheiden diensten die de beleggingsonderneming in het kader van de overeenkomst voor de cliënt zal verrichten;*
- (b) *een specificatie van de eventuele beperkingen met betrekking tot de markten waarop transacties in financiële instrumenten ten behoeve van de cliënt zullen worden afgewikkeld;*
- (c) *de naar soort onderscheiden kosten, anders dan de kosten ter zake van een aanbieding van effecten als bedoeld in hoofdstuk 5.1 van de wet, die aan de cliënt in rekening worden gebracht alsmede de aan die kosten ten grondslag liggende berekening;*
- (d) *de wijze waarop instructies van de cliënt en berichten van de beleggingsonderneming worden verstrekt en geadministreerd;*
- (e) *de wijze waarop gelden of financiële instrumenten van de cliënt worden verrekend, gedeponeerd en geadministreerd;*
- (f) *de wijze waarop over de rekeningen van de cliënt kan worden beschikt;*
- (g) *de regeling van de aansprakelijkheid van de beleggingsonderneming onderscheidenlijk de cliënt uit hoofde van de overeenkomst;*
- (h) *een verklaring van de cliënt dat hij heeft kennis genomen van de informatie die de beleggingsonderneming krachtens dit besluit aan hem dient te verstrekken en dat hij zich bewust is van de risico's die aan de belegging zijn verbonden;*
- (i) *het toepasselijke recht en de wijze van beslechting van geschillen; en*
- (j) *de omstandigheden waaronder de overeenkomst tussen de beleggingsonderneming en de cliënt een einde neemt, de omstandigheden waaronder de overeenkomst kan worden ontbonden en de wijze waarop op of na de datum van beëindiging nog lopende transacties worden afgewikkeld (art. 168 lid 1 BGfo).*

Indien de overeenkomst betrekking heeft op individueel vermogensbeheer moet deze cliëntenovereenkomst tevens bepalen:

- (a) *de samenstelling van het beheerde vermogen naar soort financieel instrument en de waarde van het te beheren vermogen ten tijde van het sluiten van de overeenkomst;*
- (b) *de doelstellingen van de cliënt ter zake van het vermogensbeheer;*

- (c) *een specificatie van de eventuele kwalitatieve en kwantitatieve beperkingen ten aanzien van de financiële instrumenten of categorieën van financiële instrumenten waarin mag worden belegd;*
- (d) *de wijze waarop het beheer wordt gevoerd alsmede de betrokkenheid van de cliënt daarbij, daaronder een regeling van de machtiging aan de beleggingsonderneming; en*
- (e) *de frequentie van rapportage aan de cliënt (art. 168 lid 2 BGfo).*

Vermogensscheiding

- 6.5** Beleggingsondernemingen die financiële instrumenten en gelden onder zich houden die toebehoren aan een cliënt zijn verplicht om adequate maatregelen te treffen (i) ter bescherming van de rechten van cliënten op aan hen toebehorende gelden en financiële instrumenten en (ii) ter voorkoming van het gebruik van die gelden of financiële instrumenten voor eigen rekening door de beleggingsonderneming (art. 4:87 lid 1 onder a en onder b Wft).⁸⁷ Uit de wetsgeschiedenis blijkt dat deze maatregelen onder andere moeten voorzien in de bescherming van cliënten in geval van faillissement of surseance van betaling van de beleggingsonderneming.⁸⁸
- 6.6** Het BGfo en de NRGfo schrijven voor welke maatregelen een beleggingsonderneming moet nemen om aan de wettelijk vereiste vermogensscheiding te voldoen (artt. 165, 165a, 165b, 165c en 165d BGfo en artt. 6:14, 6:15, 6:16, 6:17, 6:18, 6:19 en 6:20 NRGfo). De regels met betrekking tot gelden en de regels met betrekking tot financiële instrumenten verschillen van elkaar.
- 6.7** Een beleggingsonderneming is verplicht de gelden die aan een cliënt toebehoren (en waarop de diensten van de beleggingsonderneming betrekking hebben) aan te houden op een of meer rekeningen ten name van de cliënt bij een kredietinstelling (art. 165 BGfo jo. art. 6:16 NRGfo). Voor de goede orde merken wij op dat ten aanzien van bank-beleggingsondernemingen geldt dat zij geen adequate maatregelen hoeven te treffen ter voorkoming van het gebruik van die gelden voor eigen rekening (art. 4:82 lid 1 jo. art. 4:87 lid 1 onder b Wft).⁸⁹ Uit de parlementaire geschiedenis volgt dat de reden hiervoor is dat een dergelijke eis niet gesteld kan worden aan banken die juist hun bedrijf maken

⁸⁷ Voor het gebruik van financiële instrumenten geldt dat dat gebruik wel is toegestaan indien de cliënt daarmee uitdrukkelijk heeft ingestemd. Uit de parlementaire geschiedenis volgt dat in een dergelijk geval de beleggingsonderneming de instemming zal moeten kunnen aantonen en dat zij deze dan ook schriftelijk of anderszins duurzaam zal moeten vastleggen (*Kamerstukken II 2005-06*, 29 708, nr. 19, p. 553).

⁸⁸ *Kamerstukken II 2005-06*, 29 708, nr. 19, p. 553.

⁸⁹ In art. 4:82 lid 1 Wft wordt abusievelijk nog verwezen naar het oude art. 4:87 lid 2 onder b Wft.

van het aantrekken en het uitzetten van gelden.⁹⁰

- 6.8** Een (bank)beleggingsonderneming is verplicht de financiële instrumenten die aan een cliënt toebehoren (en waarop de diensten van de (bank)beleggingsonderneming betrekking hebben) te bewaren en te administreren bij Euroclear Nederland (een handelsnaam van Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer B.V., de centrale instelling in de zin van de Wet giraal effectenverkeer (de “Wge”). Op die manier vallen die financiële instrumenten onder de bescherming van de Wge. Dit wordt hierna kort toegelicht.
- 6.9** De financiële instrumenten die toebehoren aan een cliënt en die een (bank-)beleggingsonderneming in bewaring geeft bij Euroclear Nederland komen terecht in een verzameldepot. Vanaf het moment dat de (bank-)beleggingsonderneming deze financiële instrumenten in bewaring geeft, wordt de cliënt deelgenoot van het verzameldepot (art. 12 Wge). Dit brengt mee dat de cliënt als deelgenoot gerechtigd is tot het verzameldepot. In geval van faillissement van de (bank)beleggingsonderneming is de curator belast met het beheer van het verzameldepot (art. 33 Wge). Hij brengt het verzameldepot tot verdeling met inachtneming van de relevante wettelijke bepalingen. De financiële instrumenten uit dit verzameldepot komen daarmee niet terecht in de failliete boedel van de bank-beleggingsonderneming. Let wel, de werking van de Wge geldt enkel ingeval Nederlands (goederen)recht in de gegeven situatie van toepassing is. Nederlands (goederen) recht is enkel van toepassing op (aanspraken ten aanzien van) effecten die zijn bijgeschreven op een effectenrekening die in Nederland wordt gehouden (art. 16 Wet conflictenrecht goederenrecht).⁹¹
- 6.10** Voor zover de Wge niet van toepassing is, dienen (bank)beleggingsondernemingen die zijn onderworpen aan Nederlands financieel toezicht, de rechten van effectenbezitters op een andere wijze te waarborgen. Over het algemeen brengen (bank)beleggingsondernemingen hiertoe (de aanspraken van effectenbezitters op) de door hen bewaarde financiële instrumenten onder in een bewaarinstelling.⁹² Deze bewaarinstelling moet aan een aantal wettelijke vereisten voldoen. Belangrijk is dat deze

⁹⁰ *Kamerstukken II* 2005-06, 29 708, nr. 19, p. 550.

⁹¹ De Wet conflictenrecht goederenrecht zal per 1 januari 2012 worden ingetrokken en integraal en vrijwel ongewijzigd deel gaan uitmaken van Boek 10 BW (afdeling 5). Zie voor de tekst van Boek 10 BW Vaststellings- en Invoeringswet Boek 10 Burgerlijk Wetboek (*Staatsblad* 2011, nr. 272) en voor de datum van inwerkingtreding het Besluit van 28 juni 2011 tot vaststelling van het tijdstip van inwerkingtreding van de Vaststellings- en Invoeringswet Boek 10 Burgerlijk Wetboek (*Staatsblad* 2011, nr. 340).

⁹² Strikte lezing van art. 6:18 NRgfo brengt met zich dat deze verplichting slechts geldt voor bank-beleggingsondernemingen. Een redelijke wetsuitleg dwingt echter tot een andere uitleg.

instelling een rechtspersoon is naar Nederlands recht en geen andere activiteiten mag verrichten dan het bewaren van financiële instrumenten.

Slotopmerking

- 7** Met vragen of opmerkingen over deze notitie kunt u zich uitsluitend per e-mail wenden tot mevrouw Mr F.M. Schlingmann, De Brauw Blackstone Westbroek N.V. (francine.schlingmann@debrauw.com).

