

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 2007-01



Marc KRUIHOF

Deugdelijk Bestuur van
Instellingen voor Collectieve Belegging (ICB):
Governance als Invulling van de Loyauteit

Januari 2007

WP 2007-01

Marc Kruithof

Governance of Collective Investment Schemes (CIS):
Structural Support for Loyalty to Investors

Abstract

Until recently, structural measures of good governance in collective investment schemes (CIS) received less attention than corporate governance of publicly traded companies. As a result of the trading scandals in the US mutual fund industry that have occurred over the last few years, however, this has changed. International institutions, such as the OECD and IOSCO, have studied the governance structures of CIS in their member countries and issued guidance principles and some countries have introduced new legal rules to optimize governance in view of the principle that CIS have to be managed in the exclusive interest of CIS investors.

This paper, which is written in Dutch, discusses the governance structure of Belgian CIS from this perspective. Rules and practices relating to governance principles or instruments such as investor empowerment through general investor meetings, independence and autonomy of CIS management versus other actors in the financial markets, and, most importantly, the role of the depositary, are critically analyzed.

The main conclusion of this review is that it is not and never has been the role of the depositary of the CIS to function as a gatekeeper to ensure loyalty from the CIS managers to the interests of the investors. In practice, it is also impossible for the depositary to fulfill this function, as the manager of the CIS will never be prepared to share the necessary information relating to its own interests with a sufficiently independent financial institution acting as a depositary for the CIS. Therefore, the only solution lies in strengthening the independence of CIS day-to-day management versus actors with diverging interests, together with scrutiny by independent outside directors of decisions potentially influenced by conflicts of interest.

To be published in

M. TISON e.a. (ed.), *Verlagenboek IFR-dagen 2006* (working title), Serie Instituut Financieel Recht, Universiteit Gent, Antwerpen: Intersentia, forthcoming in 2007.

This paper is also available at the electronic library of the SSRN at <www.ssrn.com/abstract=961778>



© Financial Law Institute, Universiteit Gent, 2007



Deugdelijk Bestuur van Instellingen voor Collectieve Belegging (ICB): *Governance* als Invulling van de Loyauteit

MARC KRUTHOF

Werkleider, Departement Handelswetenschappen & Bestuurskunde, Hogeschool Gent
Praktijkassistent, Instituut Financieel Recht, Faculteit Rechtsgeleerdheid, Universiteit Gent

Inleiding	1
I. Situering van de Problematiek	2
§1. De Gestegen Belangstelling voor <i>Governance</i> van ICBs	2
§2. De Loyauteitsvereiste bij het Beheer van ICBs	7
§3. <i>Governance</i> als Invulling van de Loyauteitsvereiste	10
II. De Basisstructuur van het Beheer van ICBs	12
§1. Fondsen <i>versus</i> Vennootschappen: Verschillende Vorm op Papier	12
§2. Fondsen <i>versus</i> Vennootschappen: Identieke Beheersstructuur in Realiteit	15
§3. Reële Beheersstructuren van ICBs en Belangenconflicten	17
§4. Het Verschil tussen <i>Corporate Governance</i> en <i>Governance</i> van ICBs	20
III. Structurele Elementen van <i>Good Governance</i> van ICBs	23
§1. Interne Scheiding van Activiteiten van de Beheerder	23
§2. De Rol van de Bewaarder	25
§3. De Algemene Vergadering van Deelnemers	31
§4. Autonomie van het Operationeel Bestuur van de Beheerder	37
§5. Toezicht op het Operationeel Bestuur van de Beheerder	39
§6. Onafhankelijk Toezicht door een Loyauteitscomité?	43
Besluit	48

Inleiding

1. Algemeen geformuleerd is de centrale vraag bij discussies inzake het zogenaamde *governance* van een instelling hoe de structuur en de werkprocedures van het beheer van die instelling best kunnen worden georganiseerd om ervoor te zorgen dat het gevoerde beleid is gericht op de behartiging van de belangen die deze instelling geacht wordt te behartigen.¹ In tegenstelling tot bij “gewone” ondernemingen, waar er discussie heerst over welke belangen het management hoort te dienen,² bestaat er een consensus dat het beheer van een instellingen voor collectieve belegging (“ICB”) alleen mag en volledig moet zijn gericht op het belang van de deelnemers of, anders uitgedrukt, dat het beheer “loyaal” moet zijn ten aanzien van de belangen van de deelnemers.³ Wanneer de beheerder tegelijkertijd andere belangen heeft die kunnen worden geraakt door zijn handelen, bestaat natuurlijk de kans dat deze andere belangen zijn beslissingen mede zullen inspireren.⁴ In dat licht vereist *good governance* van een ICB dat het beheer ervan zo wordt gestructureerd dat het beslissingsproces in zoverre mogelijk wordt geïsoleerd van deze potentieel storende invloeden.⁵

2. In deze bijdrage wordt besproken hoe het beheer van ICBs is gestructureerd, welke elementen in deze organisatie zijn gericht op het waken voor de belangen van de deelnemers, en in hoeverre kan worden verwacht dat deze structuren volstaan om een loyaal beheer te verzekeren. Er zal ook worden stilgestaan bij mogelijks te overwegen wijzigingen aan deze beheersstructuren met het oog op een betere afstemming van het beheer op de belangen van de deelnemers. Maar eerst wordt het gebruik van *governance*-maatregelen gesitueerd in het kader van de globale invulling van de loyaleitsvereiste bij het beheer van ICBs.

¹ Zie bv. *OECD Principles of Corporate Governance*, Parijs: OECD, 2004, p. 11.

² Zie bv. C.W.L. HILL & T.M. JONES, “Stakeholder-Agency Theory”, *Journal of Management Studies*, vol. 29, nr. 2, 1992, 131-154. L.A. STOUT, “Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy”, *South California Law Review*, vol. 75, 2002, 1189-1209; in ons land, zie bv. A. FRANÇOIS, *Het Venootschapsbelang in het Belgische Venootschapsrecht. Inhoud & Grondslagen*, Antwerpen: Intersentia, 1999, p. 379 e.v. Overigens wordt de sinds de jaren zeventig gestegen belangstelling voor *corporate governance* onder meer toegeschreven aan de discussies over het toenmalige initiatief om naar Duits voorbeeld medebeheer door werknemers in te voeren in het kader van de Europese vennootschap. Zie O. WILLIAMSON, “Corporate Governance”, *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, 1197-1230, voetnoot 1 op p. 1197.

³ E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, “Belangentegenstellingen bij het Beheer van Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen”, *Bank & Fin.*, 1989/5, 303-321, nr. 4-5, p. 304; en instemmend: J.-L. DUPLAT, “Belangenconflicten bij het Beheer van Instellingen voor Collectieve Belegging. Het Standpunt van de Toezichthouder”, *Bank- & Fin.*, 1999/9, 447-453, p. 448, J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER, “Collective Investment Funds and Conflicts of Interest”, in J. STUYCK, F. ABRAHAM & E. TERRY (ed.), *Financial Services and Financial Markets in Europe: Changes and Adjustments*, Fortis Bank Chair Lectures 1998-1999, Leuven: Leuven University Press, 2000, 231-249, p. 237, en St. ROBBERECHTS, “Bevek & Bevak”, *T.R.V.*, 2002, 27-57 & 92-122, nr. 59, p. 97; zie hierover ook *infra* randnummer 10.

⁴ Voor de mogelijke belangenconflicten bij het beheer van ICBs, zie *Conflicts of Interest of CIS Operators*, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO PD108, 2000 (te vinden op de website van de IOSCO: <www.iosco.org>); E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF, (*supra* noot 3).

⁵ Zie OECD – COMMITTEE ON FINANCIAL MARKETS, “White Paper on Governance of Collective Investment Schemes (CIS)”, *Financial Market Trends*, nr. 88, maart 2005, 137-167, p. 139 (hierna: “OECD White Paper CIS”): “the governance regime of a CIS is designed to align the interests of the CIS with those of its investors [...]”; *Examination of Governance for Collective Investment Schemes – Part I*, Final Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO PD219, juni 2006, p. 3 (te vinden op de website van de IOSCO: <www.iosco.org>, hierna: “IOSCO Final Governance Report”): “CIS Governance can be defined as ‘a framework for the organization and operation of CIS that seeks to ensure that CIS are organized and operated efficiently and exclusively in the interests of CIS Investors, and not in the interests of CIS insiders.’”

I. Situering van de Problematiek

§1. De Gestegen Belangstelling voor *Governance* van ICBs

3. In vergelijking tot het zogenaamde *corporate governance* – het deugdelijk bestuur van al dan niet beursgenoteerde vennootschappen – werd tot nu toe minder gefocust op de deugdelijkheid van de structurele organisatie van het beheer van instellingen voor collectieve belegging.⁶ Daarin is recent verandering gekomen: op verschillende internationale fora worden discussies gevoerd met als specifiek thema *governance* van ICBs,⁷ en meerdere nationale toezichtautoriteiten of regelgevers hebben in het recente verleden maatregelen ter zake genomen of overwogen deze.⁸ Vier factoren die hebben bijgedragen tot deze toegenomen belangstelling kunnen worden geïdentificeerd.

4. Vooreerst is dit reglementair ontwaken een reactie op enkele gevallen van betwistbaar gedrag van ICB beheerders die ruime weerklank hebben gekregen.⁹ Zo waren er einde 2003 in de Verenigde Staten van Amerika de schandalen van het zogenaamde *market timing* en *late trading*, waarbij de gelijkheid van de verschillende deelnemers aan ICBs werd geschonden.¹⁰ Uit nader onderzoek is gebleken dat de bestaande reglementering in het algemeen en de beheersstructuren van ICBs in het bijzonder niet hadden volstaan om dergelijke misbruiken te voorkomen.¹¹ Als reactie werd niet alleen in de V.S.¹² maar ook op internationaal vlak en in

⁶ In ons land leidde de *corporate governance* beweging tot de Wet van 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van Vennootschappen alsook van de Wet van 2 maart 1989 op de Openbaarmaking van Belangrijke Deelnemingen in ter Beurze Genoteerde Vennootschappen en tot Reglementering van de Openbare Overnameaanbiedingen (B.S., 22 augustus 2002) en twee gedragscodes: de “Code Lippens” voor beursgenoteerde vennootschappen (COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Belgische Corporate Governance Code*, Brussel: Philippe Lambrecht, 9 december 2004, <www.corporategovernancecommittee.be>) en de “Code Buysse” voor niet-beursgenoteerde vennootschappen (COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE VOOR NIET-BEURSGENOTEERDE ONDERNEMINGEN, *Code Buysse: Corporate Governance Aanbevelingen voor Niet-Beursgenoteerde Ondernemingen*, Brussel: Unizo, september 2005, <www.codebuysse.be> en <www.behoorlijkbestuur.be>).

⁷ De IOSCO heeft een onderzoek van de *governance*-structuren afgerond (zie IOSCO Final Governance Report, *supra* noot 5), en heeft recent een consultatie gehouden over hoe deze structuren kunnen worden verbeterd specifiek met het oog op de onafhankelijkheid van het beheer van ICBs: *Examination of Governance for Collective Investment Schemes – Part II – Independence Criteria, Empowerment Conditions and Functions to be Performed by the Independent Oversight Entities*, Consultation Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO/DP220, juni 2006, p. 4 (te vinden op de website van de IOSCO: <www.iosco.org>, hierna: “IOSCO Independent Oversight Consultation Report”). De OECD heeft hierover een witboek gepubliceerd: zie OECD White Paper CIS (*supra* noot 5).

⁸ Zo bv. de Amerikaanse maatregelen met betrekking tot de raad van bestuur van *investment companies* (zie *infra* noot 319 en bijbehorende tekst), en de invoering van *independent review committees* in de Canadese *investment funds* (zie *infra* noot 298 en bijbehorende tekst). Zie ook het rapport van een Nederlandse commissie met vertegenwoordigers uit de sector onder leiding van Jaap Winter aan de Autoriteit Financiële Markten: AFM, *Rapport Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen*, Amsterdam, december 2004 (te vinden op de website van de AFM: <www.afm.nl>), hierna: “Winter Rapport”. *Governance* van ICBs was vorig jaar ook een onderwerp tijdens de “entretiens” met de Franse Autorité des Marchés Financiers: “Contrôle, transparence, gouvernance, jusqu’où aller?”, *Revue Mensuelle de l’Autorité des Marchés Financiers*, nr. 20, december 2005, 1-59.

⁹ Zie OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 138; A. PICHHADZE, “Mutual Fund Governance Reforms: A Commentary”, *Banking & Finance Law Review*, vol. 17, 2002, 67-98, p. 70; zie algemeen P. KLURER, “Mainsprings of Financial Services Regulations. Towards a Dynamic Model of Understanding Changes in Legal, Regulatory and Ethical Risks of the Financial Services Industry,” in R. WALDBURGER, CH.M. BAER, U. NOBEL, & B. BERNET (ed.), *Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts, Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag*, Bern: Stämpfli Verlag AG, 2005, 575-582, p. 578.

¹⁰ Zie over beide praktijken CBF, *Jaarverslag 2002-2003*, p. 191-192, en CBFA, *Jaarverslag 2004*, p. 84; zie ook bv. “Fiche pédagogique : Qu’est ce que le market timing et le late trading?”, *Revue Mensuelle de l’Autorité des Marchés Financiers*, nr. 15, juni 2005, 53-58; J.B. MCCALLUM, “Mutual Fund Market Timing: A Tale of Systemic Abuse and Executive Malfeasance”, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, vol. 12, nr. 2, 2004, 170-177; TH.R. SMITH Jr., “Mutual Funds under Fire: A Chronology [*sic*] of Developments Since January 1, 2003”, *Journal of Investment Compliance*, vol. 7, nr. 1, 2006, 4-33.

¹¹ Zie C. STEVANT, “Table ronde 3 : La gouvernance des fonds – Rapport introductif”, *Revue Mensuelle de l’Autorité des Marchés Financiers*, nr. 20, december 2005, 39-48, p. 41.

¹² Zie TH.R. SMITH Jr, “Mutual Funds under Fire: Reform Initiatives”, *Journal of Investment Compliance*, vol. 7, nr. 2, 2006, 4-27; TH.R. HURST, “The Unfinished Business of Mutual Fund Reform”, *Pace Law Review*, vol. 26, 2005, 133-154.

Europa onderzocht hoe deze problemen in de toekomst kunnen worden vermeden.¹³ En alhoewel in Europa tot nu toe geen dergelijke wantoestanden werden vastgesteld,¹⁴ waarschuwde het Committee of European Securities Regulators (CESR) dat

“this should not lead to complacency. Indeed, a key finding of the investigation was that internal processes of the management companies should be improved as this may be a source of potential weakness in the future which could lead to cases of mis-practices developing.”¹⁵

5. Een tweede reden voor de gegroeide belangstelling voor de structurele facetten van het collectieve portefeuillebeheer kan worden gevonden in het toegenomen en in de nabije toekomst waarschijnlijk nog toe te nemen belang van de sector van het collectieve beleggen, niet alleen in absolute omvang maar ook relatief in verhouding tot de gehele financiële sector en economie, ja zelfs in relatie tot onze samenleving in haar geheel. ICBs vormen een belangrijke formule voor risicobeleggingen door individuele huishoudens.¹⁶ In ruil voor een beperkte kostprijs bieden zij ook voor relatief kleinere belegde vermogens toegang tot professioneel beheer, een uitgebreid assortiment beleggingsstrategieën en portefeuillediversificatie.¹⁷ Als gevolg wordt een aanzienlijk aandeel van het spaartegoed in onze economie via de sector van de ICBs beheerd.¹⁸

Hierbij komt echter nog dat het individuele beleggen, waarbij de huishoudens rechtstreeks onderhevig zijn aan financieel risico, aan belang aan het winnen is en in de toekomst nog verder zal moeten groeien doordat de traditioneel in onze samenleving op collectieve leest georganiseerde verantwoordelijkheid voor bepaalde risico's in toenemende mate wordt afgeschoven op de schouders van het individu.¹⁹ De jongste jaren blijkt immers duidelijk dat eenieder meer en meer zelf verantwoordelijk wordt en zal worden voor het financieren van zijn eigen pensioen, gezondheidszorg en onderwijs (of het onderwijs van zijn kinderen), waardoor

¹³ Zie *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, Final Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCPD207, oktober 2005 (te vinden op de website van de IOSCO: <www.iosco.org>).

¹⁴ Zie THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *Investigations of Mis-Practices in the European Investment Fund Industry*, Report of the investigations by CESR's members, CESR/ 04-407, november 2004 (te vinden op de website van CESR: <www.cesr-eu.org>); in ons land hield de CBF hierover een enquête bij de promotoren van ICBs (zie CBF, *Jaarverslag 2002-2003*, p. 191-192), die geen problemen aan de oppervlakte bracht (zie CBFA, *Jaarverslag 2004*, p. 84).

¹⁵ “CESR Publishes the Results of Investigations of Mis-Practices in the European Investment Fund Industry”, CESR Press Release 04-593, 4 november 2004 (te vinden op de website van CESR: <www.cesr-eu.org>).

¹⁶ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report*, A Report by the International Capital Markets Department on Market Developments and Issues, September 2005, p. 77.

¹⁷ ICB maken het voor kleine beleggers mogelijk te genieten van de kansen die ontstaan uit de verschuiving van “financial intermediation [...] away from banks' on-balance sheet activities to securities markets while bond and equity markets in most OECD countries have yielded very attractive returns.” J.K. THOMPSON & S.-M. CHOI, *Governance Systems for Collective Investment Schemes in OECD Countries*, Financial Affairs Division Occasional Paper, No. 1, OECD, Directorate for Financial, Fiscal, and Enterprise Affairs, april 2001, p. 6. Voor een inleiding in het collectief beleggen, zie J.C. BOGLE, *Bogle on Mutual Funds – New Perspectives for the Intelligent Investor*, New York (New York) & Burr Ridge (Illinois): Irwin Professional Publishing, 1994, 320 p.

¹⁸ In 2004 beheerde de Europese ICB sector in haar geheel een vermogen van ruim €5 biljoen (COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN, *Groenboek over de Verbetering van het EU-Kader voor Beleggingsfondsen*, COM(2005) 314 definitief, 12 juli 2005, p. 2, hierna: “EU Groenboek ICBs”). Tijdens het jongste decennium is het vermogen dat door ICBEs wordt beheerd verviervoudigd; in 2004 beheerden 29.000 ICBEs samen €4 biljoen (EU Groenboek ICBs, *supra*, “Annex: Overview of the UCITS Market”, p. 15). Eind 2005 waren er in ons land 374 ICBs actief, waarvan 158 Belgische, 198 buitenlandse ICBEs en 18 buitenlandse ICBs die niet onder de ICBE-Richtlijn vallen (CBFA, *Jaarverslag 2005*, p. 72). Het netto-actief van de op de Belgische markt aangeboden ICBs bedroeg ongeveer €184 miljard, waarvan €112 miljard of 61% werd beheerd door Belgische ICBs met een veranderlijk aantal rechten van deelneming (CBFA, *Jaarverslag 2005*, p. 73). Terwijl Belgische huishoudens in 1995 slechts 8,54% van hun spaartegoeden aanhielden in ICBs, was deze fractie tegen einde 2005 al opgelopen tot 17,63% (Studie BEAMA, “De evolutie van de Instellingen voor Collectieve Belegging in België 1995-2005”, 23 oktober 2006, te raadplegen op de website van de Belgian Asset Managers Association, <www.beama.be>).

¹⁹ Zie INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Global Financial Stability Report*, A Report by the International Capital Markets Department on Market Developments and Issues, April 2005, p. 4 en 62 e.v.; zie ook J. WESTRUP, “The Politics of Financial Regulatory Reform”, CLPE Research Paper 8/2006, vol. 02 No. 02 (2006), p. 16 (beschikbaar in de elektronische bibliotheek van het Social Science Research Network op <www.ssrn.com/abstract=902653>).

het individueel sparen wel zal moeten toenemen.²⁰ In die context hoeft het geen verder betoog dat het vertrouwen dat beleggers bereid zijn te stellen in de ICBs en in de sector van het collectieve beleggen van cruciaal belang is binnen onze moderne financiële samenleving.²¹

6. Ten derde past de methode om problemen in het gedrag van ondernemingen aan te pakken via de hefboom van het *governance* perfect in het moderne “paradigma” van het financieel toezicht door de overheid.²² Ook al is de reglementering van ICBs en het erop gebaseerde overheidstoezicht natuurlijk in belangrijke mate gericht op het verzekeren dat ICBs in het belang van de deelnemers worden beheerd,²³ de CBFA beoordeelt niet de kwaliteit van het door de ICB gevoerde vermogensbeheer; ze gaat enkel globaal na of het gevoerde beleid overeenstemt met de wettelijke regels ter zake en met het statutair of contractueel vastgelegde beleggingsbeleid.²⁴ Teneinde de naleving van de financiële reglementering en het toezicht hierop efficiënter te organiseren, wordt meer en meer naast of soms zelfs in de plaats van het formuleren van uitgebreide en gedetailleerde gedragsregels op de naleving waarvan dan door de overheid moet worden toegezien, van de instellingen geëist dat zij intern goede beheersstructuren en beslissingsprocedures ontwikkelen en toepassen en zelf de naleving hiervan opvolgen. De overheid kan zich dan meer beperken tot een toezicht in tweede lijn: het nagaan of de interne organisatie en controleprocedures van de instellingen adequaat zijn.²⁵

7. Ten vierde sluit de aanpak van beheerproblemen in de sector van de ICBs door middel van *governance*-maatregelen aan bij de modernere opvattingen over wat ICBs in feite zijn.

De traditionele visie op ICBs vertrekt van de vaststelling dat de belegger gespaarde sommen aan de beheerder van de ICB overhandigt opdat deze ze voor rekening van de belegger belegt en deze belegging verder beheert. De positie van deze belegger is essentieel anders dan die van een aandeelhouder in een “gewone”, publieke of beursgenoteerde vennootschap: de deelnemer aan een ICB is geen financier van een ondernemingsactiviteit,

²⁰ Zie OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 137 & 139; COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN, *Witboek over de Verbetering van het Kader voor de Interne Markt voor Beleggingsfondsen*, COM(2006) 686 definitief, 15 november 2006, p. 2, hierna: “EU Witboek ICBs”.

²¹ Zie ook C. STEVANT, (*supra* noot 11), p. 42; A. PICHHADZE (*supra* noot 9), p. 69-70.

²² Een ander voorbeeld is de Tweede Pijler in het Basel II akkoord; zie BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards – A Revised Framework*, Basel: Bank for International Settlements, juni 2004 (te vinden op de website van de BIS: <www.bis.org>). Zie over dit model van financieel toezicht in het algemeen J. GRAY & J. HAMILTON, *Implementing Financial Regulation – Theory and Practice*, Chichester (West Sussex, UK): John Wiley & Sons Ltd., 2006, i.h.b. Hoofdstuk 2; over dit “paradigma” in het recht in het algemeen, zie O. LOBEL, “The Renew Deal: The Fall of Regulation and the Rise of Governance in Contemporary Legal Thought”, *Minnesota Law Review*, vol. 89, 2004, 262-390.

²³ Zie bv. Y. DOUXCHAMPS, “La Loi du 27 mars 1957 relative aux fonds communs de placement”, *J.T.*, 1957, 617-618, nr. 8, p. 618 (“D’une manière générale, la Commission se trouve chargée de veiller aux intérêts des participants en lieu et place de ceux-ci”); tijdens de discussie op de IFR-Dagen maakte ELS DE KEYSER, Hoofd Operations en Juridische Ondersteuning van KBC Asset Management, een gelijkaardige opmerking.

²⁴ Het door de CBFA uitgeoefende toezicht heeft niet de bedoeling beleggers te garanderen dat het vermogen van de ICB intact blijft of dat het gewenste resultaat effectief wordt bereikt; het betreft geen prudentieel toezicht. ICBs zijn dan ook niet onderworpen aan solvabiliteits- of liquiditeitsregels. Zie Wetsontwerp betreffende bepaalde Vormen van Collectief Beheer van Beleggingsportefeuilles, Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 2003-2004, nr. 0909/001 en 0910/001, p. 49-50 (hierna “Memorie van Toelichting 2004”); CBFA, *Jaarverslag 2004*, p. 80; OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 142; zie ook M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON, *Les Organismes de Placement Collectif en Belgique*, Brussel: Bruylant, 1994, nr. 126, p. 141.

²⁵ OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 140 en 144; CBFA, *Voorontwerp van Circulaire over de Prudentiële Verwachtingen van de CBFA inzake het Deugdelijk Bestuur van Financiële Instellingen*, CBFA Consultatiedocument, 21 april 2006, beschikbaar op de website van de CBFA op <www.cbfa.be>, p. 2 (“Toezichthouders kunnen ten aanzien van financiële instellingen die deugdelijk worden bestuurd, meer vertrouwen stellen in de interne controleprocessen van de financiële instellingen en hun toezicht – dat in belangrijke mate risicogerelateerd is – daarop afstemmen”) en p. 4 (“Een hoog risicoprofiel, bijvoorbeeld mede als gevolg van een zwakke bestuursstructuur, kan leiden tot hogere controlefrequenties in vergelijking met financiële instellingen die zich permanent inspannen om hun bestuursstructuur en organisatie in lijn te brengen met de best practices in de markt en de prudentiële verwachting van de CBFA”).

maar de ontvanger van een financiële dienst.²⁶ De ICB wordt hier gezien als een vehikel dat een juridische vorm of structuur biedt voor een transactie die economisch overeenstemt met de dienst vermogensbeheer,²⁷ waarbij de bundeling van de dienstverlening aan verschillende beleggers schaalvoordelen mogelijk maakt.

In de praktijk kunnen heel wat handelingen die een beheerder van ICBs kan stellen in feite minstens mede geïnspireerd zijn door de belangen van deze financiële instelling zelf.²⁸ Omdat dit echter niet verenigbaar is met de essentie van de dienst vermogensbeheer, impliceert deze visie dat de beheerder volledige loyauteit verschuldigd is aan de beleggers.²⁹ Om loyauteit juridisch af te dwingen, wordt in een contract van vermogensbeheer normaliter een privaatrechtelijke loyauteitsplicht opgelegd aan de beheerder. Dergelijke plicht houdt in dat de beheerder onder geen enkel beding de bij beleggers ingezamelde middelen voor andere doelen mag aanwenden dan voor de maximalisatie van de belangen van de beleggers.³⁰ De financiële instelling mag ook geen enkele opbrengst resulterend uit transacties met deze middelen voor zichzelf houden;³¹ het enige voordeel dat zij mag houden is de in ruil voor het beheer contractueel overeengekomen vergoeding.³² Consistent toegepast zal een strikte loyauteitsplicht de handelingsvrijheid van beheerders in de praktijk ernstig aan banden leggen. *In extremis* impliceert deze visie zelfs dat het beheer van ICBs door beheerders die deel

²⁶ Cf. bv. P. DE BEUS, “Iets over Investment Trusts en hun Oprichting in België, Juridisch Beschouwd”, *Ann.Dr.Sc.Pol.*, 1951, 7-39, p. 10, die over het onderscheid tussen ICBs en holdings Stevenson citeert: “holding companies have been usually formed for purposes of control rather than for those of pure investment, and the public has often been invited to participate more for the purpose of furnishing capital than for that of *receiving investment management*” (nadruk toegevoegd).

²⁷ Cf. Wetsontwerp betreffende de Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en tot Wijziging van het Wetboek der Zegelrechten en het Wetboek der met het Zegel Gelijkgestelde Taxes, Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Senaat, 1955-1956, nr. 162, 1-21, p. 9 (hierna: “Memorie van Toelichting 1957”): “De vestiging van deze controle op de gemeenschappelijke fondsen wordt [...] gebillijkt door het feit dat de beheerders van die fondsen niet hun eigen vermogen doch wel dit van een groot aantal spaarders administreren. Deze beheerders mogen dus niet worden gelijkgesteld met personen die hun eigen fortuin administreren doch veeleer met lasthebbers van een bijzonder type [...]”; J.-H. VERTENEUIL, “Le Statut Légal et Réglementaire des Fonds Communs de Placement en Belgique”, *Rev. Banque*, 1958, 373-386, 497-537, 664-689 en 760-788, en *Rev. Banque*, 1959, 142-183, 310-321, 414-469 en 525-536, hier 1958, nr. 10 op p. 502: “Généralement, les fondateurs de fonds communs se sont inspirés des règles qui président à l’exécution par des professionnels de mandats de gestion de fortune [...]”. De eerste *investment trusts* ontstonden overigens in Schotland in de 19^{de} eeuw precies toen mede-erfgenamen van grote fortuinen het beheer van hun gemeenschappelijke mede-eigendom toevertrouwden aan een *trustee*. Zie C. LAZARD, *Un Puissant Moyen de Financement Anglo-Saxon: L’Investment Trust*, Parijs: Librairie du Recueil Sirey, 1929, geciteerd in J.G. RENAULD, “A Propos des Investment Trusts”, *Rev. Prat. Soc.*, 1955, nr. 4488, 172-177, p. 173; cf. M. DECLÈVE, “Les Fonds de Placement au Service de L’Épargne”, *Rev. Banque*, 1967, 743-750, p. 743: “Les fonds commun de placement peut être considéré comme un nouveau service financier permanent que les organismes bancaires mettent à la disposition de leur clientèle”.

²⁸ Zie reeds *supra* noot 4.

²⁹ Cf. S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE, “Een Nieuw Kader voor Beleggingsinstellingen”, *T.R.V.*, 1990, 465-494, nr. 45, p. 482; zie ook P. WÉRY, “La Gestion de Fortune au Regard du Droit Commun du Mandat,” in B. TILLEMANS & B. DU LAING (ed.), *Bankcontracten*, Serie Recht en Onderneming nr. 9, Brugge: die Keure, 2004, 319-341, nr. 15 op p. 333; “Débats,” in L. THÉVENOZ (ed.), *Aspects Juridiques de la Gestion de Fortune – Legal Aspects of Investment Management*, Brussels: Bruylant en Berne: Stämpfli, 1999, p. 125-132.

³⁰ Cf. A. MEINERTZHAGEN-LIMPENS, “La Représentation et les Conflits d’Intérêts en Droit Comparé”, in *Les Conflits d’Intérêts*, Les Conférences du Centre de Droit Privé, U.L.B., vol. VII, Brussel: Bruylant, 1997, 261-295, nr. 11 op p. 271; W. VAN GERVEN, *Bewindsbevoegdheid. Rechtsvergelijkende Bijdrage tot een Algemeen Theorie van Bewind over Andermans Vermogen*, Brussel: Bruylant, 1962, nr. 96-97 en 100-112.

³¹ Zie Artikel 1993, B.W.; P.A. FORIERS, “Le Droit Commun des Intermédiaires Commerciaux: Courtiers, Commissionnaires, Agents”, in *Les Intermédiaires Commerciaux*, Brussel: Eds. Jeune Barreau, 1990, 29-142; p. nr. 52 op p. 68; J. VAN RYN & J. HEENEN, *Principes de Droit Commercial*, vol. IV, Brussel: Bruylant, 1988, nr. 27 op p. 24; C. PAULUS & R. BOES, *Lastgeving*, A.P.R., Gent-Leuven: Story-Scientia, 1978, nr. 168-170 op p. 103-104; L. FRÉDÉRICQ, *Handboek van Belgisch Handelsrecht*, vol. I, Brussel: Bruylant, 1976, nr. 233 op p. 268; H. DE PAGE, *Traité Élémentaire de Droit Civil Belge*, vol. V, Brussel: Bruylant, 1952, nr. 422, p. 415-417; B. TILLEMANS, *Lastgeving*, A.P.R., Gent-Leuven: Story-Scientia, 1997, nr. 234-237, p. 127-128.

³² En ook met betrekking tot deze vergoeding is het gemeenrecht bijzonder streng, zoals blijkt uit de rechtspraak in verband met de matiging van het loon van de lasthebber; zie M. KRUIJTHOF, “Bescherming van de Belegger bij Belangenconflicten in Multifunctionele Financiële Instellingen”, in M. TISON (Ed.), *Bescherming van de Belegger en de E-Belegger – La Protection de l’Investisseur et de l’E-Investisseur*, Cahiers AEDBF/ EVBFR-Belgium nr. 14, Brussel: Bruylant, 2002, 45-151, nr. 25 op p. 74.

uitmaken van een ruimere multifunctionele financiële groep quasi-onmogelijk wordt.³³ Vanzelfsprekend stoot dergelijke strenge aanpak op bezwaren vanuit de sector.

8. Recent trachten financiële instellingen dan ook een andere visie op ICBs te propageren. Hierbij wordt een ICB voorgesteld als een “product”.³⁴ Aan de belegger wordt hierbij niets meer beloofd dan een al dan niet bepaald rendement op basis van een vooraf bekendgemaakt beleggingsbeleid en -profiel.³⁵ De beheerder van de ICB is in deze opvatting niet zozeer een persoon die voor rekening van de belegger diens gespaarde middelen belegt zoals een loyale dienaar, maar eerder de “producent” van ICBs, die vervolgens worden “verdeeld” via distributiekkanalen.³⁶

Dergelijke benadering leidt tot fundamenteel andere juridische plichten voor de financiële instelling. De producent dient naast tot het naleven van het vooropgestelde beleggingsbeleid – *pacta sunt servanda* – tot niet veel meer dan voldoende informatieverstrekking te worden verplicht.³⁷ Een voldoende transparantie zal er immers voor zorgen dat de markt haar werk kan doen: als producent zal de beheerder met de belangen van de beleggers rekening houden, want deze bepalen de vraag waarop de financiële instelling haar producten afstemt.³⁸ Van een echte juridische loyauiteitsplicht in de hoger vermelde zin is hier echter geen sprake: zolang het beleggingsobject het rendement kent dat de belegger in redelijkheid op basis van de vooraf gepubliceerde informatie kon verwachten en het aangekondigde beleggingsbeleid werd nageleefd, heeft de beheerder aan zijn juridische verplichtingen voldaan.³⁹ Is de belegger niet tevreden, dan kan hij “stemmen met zijn voeten”,⁴⁰ vermits bij ICBs met een veranderlijk

³³ Cf. P.R. WOOD, “Financial Conglomerates and Conflicts of Interest,” in R.M. GOODE (ed.), *Conflicts of Interest in the Changing Financial World*, London: The Institute of Bankers & Centre for Commercial Law Studies, Queen Mary College, University of London, 1986, 59-80, p. 59; N.S. POSER, “Conflicts of Interest within Securities Firms,” *Brooklyn J. Int'l L.*, vol. 16, 1990, 111-123, p. 116.

³⁴ Zie over deze visie T. FRANKEL, “United States Mutual Fund Investors, Their Managers and Distributors”, in L. THÉVENOZ & R. BAHAR (ed.), *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, Alphen a/d Rijn: Kluwer Law International, 2007, 363-394, i.h.b. p. 381-384.

³⁵ Zie bv. OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 139, waar de “operation of a CIS” wordt omschreven als “a set of arrangements through which a CIS operator, inside an established legal, regulatory and market framework, offers the public a vehicle embodying a specified investment mandate, communicates essential facts about the CIS to investors and implements the investment strategy on an ongoing basis.”

³⁶ Het publiek assimileert deelrechten in ICBs vaak met bankproducten, onder meer doordat de ICBs de naam van de als promotor optredende kredietinstelling dragen, waardoor het verwacht dat de kredietinstelling instaat voor het goede resultaat van de belegging. Zie F. NAERT, “ICB's: De Vereiste van Autonoom Beheer”, *Bank- & Fin.*, 1998/ 4, 191-195, p. 192-193.

³⁷ Zo schrijft de Europese Commissie dat het “regelgevingskader [...] de beleggingsfondsen [moet] in staat stellen, enerzijds, degelijk gestructureerde en goed beheerde collectieve beleggingen aan te bieden die de hoogst mogelijke opbrengsten genereren welke aansluiten bij de financiële draagkracht en risicobereidheid van de individuele beleggers en, anderzijds, deze beleggers alle nodige informatie te verstrekken om de risico's en kosten in te schatten”; EU Groenboek ICBs (*supra* noot 18), p. 3. Cf. OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 138; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 111, p. 131.

³⁸ J.K. THOMPSON & S.-M. CHOI (*supra* noot 17), p. 5. Cf. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Background Paper*, Annex to the Green Paper on the Enhancement of the EU Framework for Investment Funds, Commission Staff Working Paper, COM (2005)314 final, 12 juli 2005, p. 13 (hierna: “Commission Staff Background Paper”): “The asset management firm [...] “creates” the products according to clients’ preferences, market tendencies and their own in-house specialisation.”

³⁹ Dit is zeker het geval bij indexfondsen. Zie E. WYMEERSCH, “Belgische Institutionele Beleggers en Corporate Governance”, *Bank- & Fin.*, 1998/ 4, 213-222, p. 221.

⁴⁰ Men kan ontevredenheid over een organisatie waarvan men deel uitmaakt of waarmee men zaken doet op twee manieren uiten: klagen terwijl men verbonden blijft in de hoop dat de zaken zullen veranderen (“*to voice*”), of de organisatie verlaten of de zakenrelatie stopzetten (“*to exit*”); zie A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1970. Een vlotte exit leidt daarom tot de conclusie dat er geen behoefte aan inspraak is. Zie bv. M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 63, p. 100 (“Le pouvoir du porteur de part d’un fonds de placement est principalement celui d’en sortir des le moment où il estime que cet investissement ne répond plus à son attente”); D. VAN DEN BROECK, Gedelegeerd Bestuurder Petercam Securities, in “Panelgesprek I: La Vision de Trois Professionnels – Banques et Société de Bourse”, *Bank- & Fin.*, 1998/ 4, 195-198, p. 197: “Het is precies deze mogelijkheid om op haast elk ogenblik tegen netto-inventariswaarde de vennootschap te kunnen verlaten die voor gevolg heeft dat de nood tot corporate governance op het niveau van de bevek niet aanwezig is zoals bij een publiek genoteerde vennootschap”.

aantal deelnemers de uittreding mogelijk is⁴¹ en bij ICBs met vast aantal deelnemers een verhandeling van de rechten van deelneming op de secundaire markt mogelijk is.⁴²

9. Het feit dat deze “realistische” visie van ICBs meer en meer terrein wint, neemt echter niet weg dat uiteindelijk het vertrouwen dat het publiek bereid is in de betrouwbaarheid van de financiële instelling te stellen van cruciaal belang blijft. De belegger heeft geen juridische bescherming tegen verliezen die resulteren uit de normale getrouwe uitvoering van het vooropgestelde beleggingsbeleid van de ICB.⁴³ Om bereid te zijn dit risico te dragen, dient de belegger dan ook wel te vertrouwen op een beheer van de ICB geïnspireerd door zijn belang.⁴⁴ De reglementering van ICBs erkent dit ook.

§2. De Loyauteitsvereiste bij het Beheer van ICBs

10. De ICBE-Richtlijn⁴⁵ schrijft voor dat de beheervenootschap van een beleggingsfonds “onafhankelijk en uitsluitend in het belang van de deelnemers” moet optreden.⁴⁶ Voor beleggingsvennootschappen vermeldt de ICBE-Richtlijn geen dergelijke verplichting voor het bestuur van de vennootschap, vermoedelijk omdat ervan wordt uitgegaan dat het gemeenschappelijk vennootschappenrecht al dergelijke verplichting oplegt.⁴⁷ De nieuwe Belgische Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles⁴⁸ stelt echter expliciet dat elke ICB, of het nu een fonds of een vennootschap is, moet worden bestuurd of beheerd “in het uitsluitende belang van de houders van effecten die zijn uitgegeven door de instelling voor collectieve belegging en op zodanige wijze dat een autonoom beheer van de instelling is

⁴¹ Artikel 73-74, Wet van 20 juli 2004 betreffende Bepaalde Vormen van Collectief Beheer van Beleggingsportefeuilles, *B.S.*, 9 maart 2005, hierna: “Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles” (*infra* noot 48); Artikel 96-112, K.B. van 4 maart 2005 met betrekking tot Bepaalde Openbare Instellingen voor Collectieve Belegging, *B.S.*, 9 maart 2005, hierna: “K.B. Openbare ICB”.

⁴² Artikel 75, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

⁴³ Zie *supra* noot 24. Cf. S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 68, p. 493, over het verschil tussen de belegger die zijn geld op een termijnrekening zet en de belegger die rechten van deelneming in een ICB koopt.

⁴⁴ Zie OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 147; cf. F. NAERT (*supra* noot 36), p. 192: “De situatie, zoals ze tot op vandaag is gegroeid, wordt vooral gekenmerkt door een ongemeen sterke verwevenheid van de ICB-structuren binnen de andere instellingen van de financiële sector. In de uitoefening van haar toezichtopdracht wordt de Commissie dientengevolge geconfronteerd met een aantal situaties, die – indien geen doeltreffende actie wordt gevoerd – vroeg of laat afbreuk dreigen te doen aan het beleggersvertrouwen.” Een studie van de Bank of New York rapporteerde dat 60% van de bevroegde financiële instellingen te kennen gaf dat het niveau van het vertrouwen van de cliënten de jongste tien jaar is gedaald, en 44% van de bevroegden was ervan overtuigd dat de sector van het collectief vermogensbeheer de jongste vijf jaar als rechtstreeks gevolg van het gebrek aan vertrouwen zakencijfer heeft verloren. Zie *Restoring Broken Trust – A Pan-European Study*, Bank of New York, juli 2004, geciteerd in Commission Staff Background Paper (*supra* noot 38), p. 29.

⁴⁵ Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot Coördinatie van de Wettelijke en Bestuursrechtelijke Bepalingen betreffende Bepaalde Instellingen voor Collectieve Belegging in Effecten (ICBEs), *Pb.L.* 375/3 van 31 december 1985, hierna: “ICBE-Richtlijn”. Zie voor algemene besprekingen G. WOLFF, “La Directive Relative aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (O.P.C.V.M.) 85/611/C.E.E.”, *Ann.Dr.*, 1990, 71-80; J.-P. FEVRE, “La Directive OPCVM 85/611/CEE”, *Banque & Droit*, 1989, 131-133; L. ROEGES, “Twee E.G.-Richtlijnen inzake Beleggingsfondsen en –vennootschappen”, *Bank- & Fin.*, 1986/6, 27-33; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 8-52, p. 27-79.

⁴⁶ Artikel 10(2), ICBE-Richtlijn.

⁴⁷ S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 44, p. 482. Dit is echter betwistbaar: bij vennootschappen wordt vaak gesteld dat het bestuur het vennootschapsbelang moet dienen en dit belang kan ruimer zijn dan alleen maar het financieel belang van de aandeelhouders; zie *supra* noot 2. Het is integendeel bij fondsen dat er minder behoefte is aan een reglementaire loyauteplicht, vermits deze reeds deel uitmaakt van de overeenkomst tussen de deelnemers en de beheerder. Zie M. KRUIHOF (*supra* noot 32), nr. 64, p. 112-113; cf. J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 448; zie ook *supra* noot 29.

⁴⁸ Zie *supra* noot 41; voor een algemenere bespreking, zie E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT, “UCITS III in België. ‘Un Train Peut en Cacher un Autre’”, *Bank- & Fin.R.*, 2005/II, 78-110; voor een korte voorstelling, zie M. DE GRAEVE, “Eén Wettelijk Kader voor de Instellingen voor Collectieve Belegging en voor de Beheervenootschappen van Instellingen voor Collectieve Belegging”, *T.v.W.*, 2005/6, 219-222; CBFA, *Verslag DC 2004*, p. 120-127.

verzekerd”.⁴⁹ Dit principe moet worden nageleefd, ongeacht de manier waarop het beheer van de ICB wordt gestructureerd.⁵⁰

Lijkt dit beginsel op algemeen niveau een duidelijke betekenis te hebben,⁵¹ dan blijkt het toch moeilijk de precieze invulling ervan uit te werken; er is grote consensus over het principe dat het beheer moet gericht zijn op de belangen van de deelnemers, maar wanneer dit algemeen uitgangspunt moet worden omgezet in specifieke juridische gedragsregels of structurele voorschriften blijkt de eensgezindheid al snel ver te zoeken. Bij nader inzien blijkt de reglementering dit algemene basisprincipe inzake het beheer van ICBs dan ook niet in te vullen als een echt strikte loyaleitsplicht. Twee voorbeelden kunnen dit aantonen.

11. Ten eerste eist de ICBE-Richtlijn dat de beheervenootschap zich bij haar bedrijfsuitoefening “op een loyale en billijke wijze” inzet voor de belangen van de door haar beheerde ICBEs.⁵² Zij moet ernaar streven belangenconflicten te voorkomen en wanneer deze onvermijdelijk zijn, dient de beheervenootschap ervoor te zorgen dat de door haar beheerde ICBEs “op billijke wijze” worden behandeld.⁵³ De Belgische Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles bevat zelf geen dergelijke formulering, maar verwijst voor de gedragsregels van toepassing op ICBs⁵⁴ en beheervenootschappen van ICBs⁵⁵ naar de gedragsregels opgenomen in de Wet Financieel Toezicht.⁵⁶ Op deze manier heeft de Belgische wetgever de basisgedragsregels van toepassing op het individuele vermogensbeheer en het collectieve vermogensbeheer geharmoniseerd, hiermee voorlopend op de EU regelgever.⁵⁷ Deze regels schrijven voor dat de financiële tussenpersonen “loyaal en billijk” moeten handelen volgens het beste belang van hun cliënten,⁵⁸ en alle “redelijke” maatregelen dienen te

⁴⁹ Artikel 9, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; cf. Artikel 79, §1, eerste lid, Wet van 6 april 1995 inzake het Statuut van en het Toezicht op de Beleggingsondernemingen, de Bemiddelaars en Beleggingsadviseurs, *B.S.*, 3 juni 1995 (hier de “Wet Beleggingsondernemingen” genoemd): “De beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die diensten van [individueel] vermogensbeheer [...] verstrekken, oefenen hun bedrijf uit in het uitsluitend belang van hun cliënten”, en Artikel 127, §1, Wet Beleggingsondernemingen: “De vennootschappen voor beleggingsadvies oefenen hun bedrijf uit in het uitsluitend belang van hun cliënten”, ingevolge Artikel 121, Wet Beleggingsondernemingen, ook van toepassing op beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die als beleggingsadviseur optreden.

⁵⁰ Zie Memorie van Toelichting 2004 (*supra* noot 24), p. 30.

⁵¹ “Cette notion va de soi”, schreven M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 57, p. 91.

⁵² Artikel 5*nonies* (a), ICBE-Richtlijn.

⁵³ Artikel 5*nonies* (d), ICBE-Richtlijn.

⁵⁴ Artikel 69, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

⁵⁵ Artikel 169, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

⁵⁶ Artikel 26, Wet van 2 augustus 2002 betreffende het Toezicht op de Financiële Sector en de Financiële Diensten, *B.S.*, 4 september 2002 (hier de “Wet Financieel Toezicht” genoemd). Artikel 26-27, Wet Financieel Toezicht, is nog niet in werking getreden. De Koning, die de bevoegdheid heeft gekregen te bepalen wanneer deze bepaling in werking zal treden (zie Artikel 149, Wet Financieel Toezicht), wacht hiermee tot deze bepalingen inhoudelijk zijn aangepast aan 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, *Pb.L.* 145/ 1 van 30 april 2004, doorgaans afgekort als de “MiFID” (“Market in Financial Instruments Directive”), en de bijbehorende Richtlijn 2006/ 73/ EG van de Commissie van 10 augustus 2006 tot uitvoering van Richtlijn 2004/ 39/ EG van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de door Beleggingsondernemingen in acht te nemen Organisatorische Eisen en Voorwaarden voor de Bedrijfsuitoefening en wat betreft de Definitie van Begrippen voor de Toepassing van Genoemde Richtlijn, *Pb.L.* 241/ 26 van 2 september 2006 (hierna: “MiFID Level 2”). Op dit ogenblik zijn financiële tussenpersonen dus nog steeds onderhevig aan de gedragsregels opgenomen in Artikel 36 van de Wet Beleggingsondernemingen, dat voorlopig nog in werking blijft. Artikel 241, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, bevat dezelfde overgangsregeling voor ICBs en beheervenootschappen.

⁵⁷ In de Europese regelgeving stemmen de gedragsregels van toepassing op het collectief vermogensbeheer (Artikel 5*nonies* en 13*ter*, ICBE-Richtlijn) overeen met de gedragsregels opgenomen in Artikel 11 van de ondertussen vervangen Richtlijn 93/ 22/ EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het Verrichten van Diensten op het Gebied van Beleggingen in Effecten, *Pb.L.* 141/ 27 van 11 juni 1993, de “ISD” (“Investment Services Directive”) genoemd. De gedragsregels inzake beleggingsdiensten werden ondertussen aangepast en uitgebreid in de MiFID en de bijbehorende implementatierichtlijn. Het valt te verwachten dat bij een toekomstige aanpassing van de ICBE-Richtlijn deze ook op dit punt zal worden gestroomlijnd met de MiFID. Zie EU Groenboek ICBs (*supra* noot 18), p. 7; zie ook CBFA, *Verslag DC 2005*, p. 99.

⁵⁸ Artikel 26, 1^o, Wet Financieel Toezicht.

nemen om belangenconflicten tussen henzelf en hun cliënten en tussen hun cliënten onderling te vermijden en indien dergelijke conflicten niet kunnen worden vermeden, zo met deze conflicten om te gaan dat hun cliënten “billijk worden behandeld”.⁵⁹

“Billijkheid” bestaat essentieel uit een afweging van belangen, in zekere zin zelfs een compromis tussen rechtmatige belangen, en leidt niet tot de exclusieve voorrang van het ene belang op het andere. Een in bepaalde omstandigheden als redelijk – lees: in verhouding tot de hierdoor behaalde voordelen – te beschouwen opoffering van het belang van bepaalde beleggers kan best billijk of redelijk zijn, het is echter per definitie niet loyaal in de hoger besproken betekenis.

12. Een tweede voorbeeld van een reglementaire tempering van de loyauteitsvereiste is de regeling met betrekking tot het optreden van de beheerder als tegenpartij bij transacties voor rekening van de ICB. Enerzijds lijkt de reglementering, conform een strikte loyauteitsplicht, een werkelijke *abstain rule* op te leggen: beheerverenootschappen en fysieke personen die ervan de leiding hebben of werknemer ervan zijn, mogen voor rekening van de beheerde ICB geen verrichtingen uitvoeren waarbij zij een persoonlijk belang hebben.⁶⁰ Anderzijds bepaalt het uitvoeringsbesluit echter dat, terwijl de beheerverenootschap, de onderneming die in feite het beheer van de ICB waarneemt, de bewaarder, en de leidinggevende personen van deze ondernemingen niet rechtstreeks noch onrechtstreeks als tegenpartij mogen optreden bij buitenbeursverrichtingen met betrekking tot effecten voor rekening van de ICB,⁶¹ het optreden als tegenpartij wel is toegelaten bij beursverrichtingen en bij andere dan effectenverrichtingen op voorwaarde dat deze plaatsvinden tegen marktvoorwaarden en achteraf in het jaarverslag worden besproken.⁶² Bovendien is ook toegestaan dat de ICB inschrijft op effecten waarvan het openbaar aanbod wordt verwezenlijkt door een van deze ondernemingen.⁶³ Blijkbaar bevat de reglementering dus niet alleen of misschien zelfs niet zozeer een verscherping van de gemeenrechtelijke loyauteitsplicht van toepassing op vermogensbeheerders, maar wel een specificering ervan die neerkomt op een versoepeling.⁶⁴

⁵⁹ Artikel 26, 4°, Wet Financieel Toezicht.

⁶⁰ Artikel 168, tweede lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Een zelfde regel is van toepassing op ondernemingen die de dienst individueel vermogensbeheer of beleggingsadvies aanbieden: zie Artikel 79, §1, tweede lid, en 127, §2, Wet Beleggingsondernemingen; zie hierover D. ROGER & M. SALMON, “Réflexions Relatives à la Responsabilité Contractuelle des Gérants de Fortune et des Conseillers en Placements”, *J.T.*, 1998, 393-402, nr. 28, p. 397; M. DE LUYCK & T. PAELINCK, “Het K.B. van 5 augustus 1991 betreffende het Vermogensbeheer en het Beleggingsadvies”, *T.R.V.*, 1992, 55-73, p. 69; M. KRUIHOF (*supra* noot 32), nr. 91, p. 132-133.

⁶¹ Artikel 64, §1, K.B. Openbare ICB; zie reeds Artikel 20, eerste lid, K.B. van 4 maart 1991 met betrekking tot Bepaalde Instellingen voor Collectieve Belegging, *B.S.*, 9 maart 1991 (hierna: “Oud K.B. ICB van 1991”). Het verbod geldt niet voor beursverrichtingen, omdat de regelgever er blijkbaar vanuit gaat dat de mechanismen van deze markt voldoende garanties inhouden voor een correcte prijsvorming. Zie J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 450.

⁶² Zie Artikel 65-66, K.B. Openbare ICB; zie reeds Artikel 20, derde en vijfde lid, Oud K.B. ICB van 1991 (*supra* noot 61).

⁶³ Artikel 64, §2, K.B. Openbare ICB; zie reeds Artikel 20, tweede lid, Oud K.B. ICB van 1991 (*supra* noot 61). Omdat deze transacties publiek zijn en plaatsvinden tegen uniforme voorwaarden, acht men het gevaar voor collusie blijkbaar niet aanwezig (zie J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1958, nr. 133 op p. 773). Dat dit betwistbaar is, hebben we reeds elders beargumenteerd. De meest waarschijnlijke verklaring van deze regel is dan ook dat de Belgische markt te klein is waardoor een verbod te beleggen in uitgiften verzorgd of gewaarborgd door een financiële instelling verbonden met de beheerder van de ICB de beleggingsmogelijkheden van de ICB al te zeer zouden beperken. Zie E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF (*supra* noot 3), nr. 38, p. 313.

⁶⁴ Strikt genomen is het feit dat het uitvoeringsbesluit uitzonderingen bevat op de *abstain rule* uit Artikel 168, tweede lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, merkwaardig. De bevoegdheid door de wetgever aan de Koning gegeven om bijzondere regels op te stellen is in Artikel 168, derde lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, expliciet beperkt tot het opleggen van regels die beheerverenootschap en andere bij het beheer betrokken personen moeten naleven “om belangenconflicten te vermijden”. Het toestaan bij bepaalde verrichtingen als tegenpartij op te treden kan geen belangenconflicten vermijden.

§3. *Governance* als Invulling van de Loyauteitsvereiste

13. Naast een concretisering van de loyauteitsvereiste door middel van gedragsregels die vastleggen welke transacties wel en welke niet zijn toegelaten en hoe beheerders zich moeten gedragen wanneer zij worden geconfronteerd met belangenconflicten, bevat de reglementering echter ook structurele voorschriften over de manier waarop een ICB moet worden beheerd. Als algemene regel moeten beleggings- en beheervennootschappen beschikken over een voor hun activiteiten passende beheerstructuur en over de in materieel, menselijk en technisch opzicht vereiste middelen voor een voor hun activiteiten passende administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie, met inbegrip van passende interne controleprocedures.⁶⁵ Zij moeten bovendien zo gestructureerd en georganiseerd zijn dat het risico dat belangenconflicten afbreuk zouden doen aan de belangen van effectenhouders tot een minimum wordt beperkt.⁶⁶ Identieke regels gelden voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, die via delegatie de taken van het beheer van een ICB kunnen waarnemen.⁶⁷ Op basis van deze wettelijke bepalingen kan de CBFA beoordelen of de ICB over geschikte beleidsstructuren beschikt die waarborgen dat deze op een autonome wijze en in het uitsluitend belang van de beleggers wordt beheerd.⁶⁸

14. De loyauteitsvereiste krijgt hier een invulling die in de moderne terminologie als een *governance*-strategie zou worden benoemd. Hierbij wordt het gedrag van de beheerders van ICBs indirect gestuurd door de structuren waarbinnen en procedures op basis waarvan de beslissingen van deze beheerders worden genomen zo te modelleren dat de belangen van de deelnemers voorop staan en eventuele andere belangen buiten beschouwing worden gelaten.⁶⁹ De sturing van het beheer van ICBs via *governance*-maatregelen lijkt een beloftevolle bijkomende route om de problematiek inzake belangenconflicten in multifunctionele financiële groepen aan te pakken. Berusten op gedragsregels alleen blijkt in deze immers niet realistisch: van buitenuit en achteraf kan men moeilijk tot helemaal niet vaststellen op welke beweegredenen de beslissingen van de beheerder van ICBs in feite waren gebaseerd; hierdoor kan niet worden aangetoond of de beslissing nu wel of niet door loyauteit was ingegeven.⁷⁰ Bovendien groeit de overtuiging dat te ver strekkende categorieke verbodsbepalingen en al te zeer gespecificeerde regels die voorschrijven hoe de beheerder moet handelen bij bepaalde transacties of in

⁶⁵ Zie Artikel 40, §1, eerste en derde lid (beleggingsvennootschappen) en 153, §1, eerste en derde lid (beheervennootschappen), Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; voor de EU regels, zie Artikel 5^{septies}, 1(a), (beheervennootschappen) en 13^{quater} (zelfbeheerde beleggingsvennootschappen), ICBE-Richtlijn.

⁶⁶ Artikel 40, §2 (beleggingsvennootschappen) en 153, §2 (beheervennootschappen), Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Voor de EU regel, zie Artikel 5^{septies} (1)(b), ICBE-Richtlijn; deze regel werd in de Richtlijn alleen geformuleerd voor beheervennootschappen omdat de Europese regelgever er vanuit gaat dat het probleem zich niet stelt bij beleggingsvennootschappen, die geen andere activiteiten mogen hebben (Artikel 13, ICBE-Richtlijn).

⁶⁷ Zie Artikel 20, Wet van 22 maart 1993 op het Statuut van en het Toezicht op de Kredietinstellingen, *B.S.*, 19 april 1993 (verder de “Bankwet” genoemd), en Artikel 22, 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), *Pb.L.* 177/1 van 30 juni 2006 (hierna: “Bankrichtlijn”); Artikel 62, Wet Beleggingsondernemingen, en Artikel 13, MiFID.

⁶⁸ CBFA, *Jaarverslag 2004*, p. 80.

⁶⁹ Zie ook IOSCO Final Governance Report (*supra* noot 5), p. 4: “a robust CIS Governance framework [...] should strive to ensure [...] above all that the CIS is operated in the investor’s best interest at all times.”

⁷⁰ Zie R. COOTER & B.J. FREEDMAN, “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences”, *New York University Law Review*, vol. 66, 1991, 1045-1075, in voetnoot 13 op p. 1051; cf. R. POSNER, *Economic Analysis of Law*, Boston & Toronto: Little, Brown and Company, 3^{de} uitgave, 1986, p. 418; F. NAERT (*supra* noot 36), p. 192: “In hun opvolging van de situatie en van de resultaten van de ICB’s stellen de diensten van de Commissie regelmatig vast dat verrichtingen worden afgesloten, waarvan het niet steeds evident is dat zij in het uitsluitend belang van de deelnemers werden aangegaan, zonder dat daarom kan worden aangetoond dat dit manifest niet het geval is geweest. Dit kan op het eerste gezicht een voor de promotoren vrij comfortabele positie lijken, vermits het nagenoeg onmogelijk is in rechte onweerlegbaar aan te tonen dat de basisregel van het beheer in het uitsluitend belang van de deelnemers werd miskend. Het is evenwel evengoed zo dat de beheerder en de promotor van de ICB het bijzonder moeilijk zouden hebben om objectief aan te tonen dat specifieke belangrijke verrichtingen wel degelijk naar dit criterium werden aangegaan.”

bepaalde omstandigheden het in de praktijk vaak moeilijk zullen maken een beleid tot stand te brengen dat effectief in alle gevallen het beste belang van de deelnemers dient.⁷¹ Een goede *governance*-structuur moet ervoor zorgen dat de personen die de beslissingen nemen sowieso zelf belangen hebben die nauwer aansluiten bij de belangen van de deelnemers of, anders uitgedrukt, zo weinig mogelijk andere belangen vertegenwoordigen die in strijd zouden kunnen komen met de belangen van de beleggers. En naarmate het opleggen van gedragsregels gericht op het invullen van de loyaleiteit van de beheerders moeilijker wordt aanvaard omdat ICBs meer en meer worden beschouwd als financiële producten,⁷² wordt de *governance*-structuur een belangrijke baken om ervoor te zorgen dat de belangen van de beleggers voldoende worden beschermd en hun vertrouwen niet wordt geschonden.

15. De band tussen *governance*-facetten en de loyaleiteitsvereiste van toepassing op het beheer van ICBs werd door de Belgische toezichthouder reeds expliciet erkend eind jaren negentig van de vorige eeuw, toen de CBF de stelling innam dat “een autonoom beheer, zoals door de wet vereist, de enige structurele waarborg inhoudt voor een beheer in het uitsluitend belang van de deelnemers.”⁷³ Na uitvoerig overleg met representatieve organisaties van bij de werking van ICBs betrokken financiële instellingen,⁷⁴ kwam de CBF tot een formele bevestiging van de volgens haar vereiste *governance*-kenmerken van ICBs, in het bijzonder met betrekking tot de modaliteiten van de delegatie van beheertaken door beleggings- en beheervennootschappen aan andere financiële instellingen enerzijds en de samenstelling van de raad van bestuur van de beleggings- en beheervennootschappen anderzijds in Circulaire ICB 1/2000.⁷⁵ Zoals geweten werd deze Circulaire door de Raad van State geschorst in een procedure waarin werd aangevoerd dat de CBF niet over de vereiste regelgevende bevoegdheid beschikte,⁷⁶ en daarop heeft de CBF de Circulaire zelf ingetrokken.⁷⁷ Naar verluidt heeft de CBF – en later de CBFA – de principes waarop deze Circulaire was gebaseerd echter wel verder toegepast in haar zogenaamd “praetoriaans” beleid ten aanzien van de erkenning van ICBs en beheervennootschappen.⁷⁸

⁷¹ Zie bv. K.B. DAVIS, Jr., “Judicial Review of Fiduciary Decisionmaking – Some Theoretical Perspectives”, *Northwestern University Law Review*, vol. 80, 1985, 1-99, p. 25-33; cf. EU Groenboek ICBs (*supra* noot 18), p. 10.

⁷² Zie *supra* randnummer 8.

⁷³ Zie F. NAERT (*supra* noot 36), p. 193 en ook p. 191, waar hij aangeeft dat de CBF hiermee heeft “willen bevestigen dat enkel een volwaardig autonoom beheer van ICB's de vrijwaring kan verzekeren van de wettelijke regel dat ‘elke ICB in het uitsluitend belang van zijn deelnemers dient te worden beheerd’ [...]”

⁷⁴ Zie St. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 60, p. 98. Binnen de Belgische Vereniging voor de Instellingen voor Collectieve Belegging (de BVICB) kon echter geen consensus worden bereikt. Zie CH. DAEMS, “De Circulaire met Betrekking tot de Beheersautonomie van Instellingen voor Collectieve Belegging”, *T.R.V.*, 2001, 633-637, p. 633; E. DE KEYSER, noot onder R.v.St., Arrest nr. 91.998 van 8 januari 2001, *Bank- & Fin. R.*, 2001/II, 115-120, nr. 1.4, p. 116.

⁷⁵ CBF, *Beheersautonomie – Voorkoming van Belangenconflicten*, Circulaire ICB 1/2000, 18 mei 2000; voor besprekingen van de inhoud van deze Circulaire, zie CBF, *Jaarverslag 1999-2000*, p. 102-106; F. NAERT (*supra* noot 36); J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3); J.-P. MAES & V. DE SCHRUYVER (*supra* noot 3), p. 237-241.

⁷⁶ R.v.St., Arrest nr. 91.998 van 8 januari 2001, *Bank- en Fin. R.*, 2001/II, 110-115 (met noot E. DE KEYSER), *T.R.V.*, 2001, 627-632 (met noot van CH. DAEMS). In het oorspronkelijke voorontwerp van de latere Wet Financiële Transacties en Markten van 1990 (*infra* noot 105), werden verschillende reglementerende bevoegdheden toegekend aan de CBF, naar analogie met de Wet Beleggingsfondsen van 1957, die een zeer ruime reguleringsdelegatie aan de Bankcommissie voorzag. Zie hierover J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1958, nr. 76-86, p. 666-674. Na het negatieve advies van de Raad van State (zie Wetsontwerp op de Financiële Transacties en de Financiële Markten, Advies van de Raad van State, *Parl. St.*, Kamer, 1989-1990, nr. 1156/1, 257-295, p. 257-259) werd dit gewijzigd, zodat in de uiteindelijke Wet van 1990 de uitvoeringsbevoegdheid bij de Koning wordt gelegd. Zie S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), voetnoot 4 op p. 466; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 178, p. 221-222.

⁷⁷ De CBF heeft Circulaire ICB 1/2000 op 12 juni 2001 ingetrokken (zie hierover CBF, *Jaarverslag 2000-2001*, p. 78), zodat de Raad van State in de procedure ten gronde heeft beslist dat annulatieberoep doelloos was geworden; zie R.v.St., Arrest nr. 103.708 van 18 februari 2002.

⁷⁸ E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), voetnoot 116 op p. 98.

16. Recent heeft de CBFA het initiatief genomen een voorontwerp van circulaire over deugdelijk bestuur van financiële instellingen te publiceren.⁷⁹ Na het afronden van de consultatie en de publicatie van een overzicht van de reacties op dit ontwerp, wordt verwacht dat de circulaire begin 2007 zal worden gepubliceerd en in werking zal treden in 2008.⁸⁰ Het voornemen is dat elke financiële instelling een Memorandum Deugdelijk Bestuur zal opstellen waarin de basisregels voor haar bestuursstructuur, organisatie en interne controle wordt vastgelegd en gedocumenteerd, waarvan de toepassing door de CBFA zal worden getoetst in het kader van haar prudentieel toezicht.⁸¹ Voor ICBs vormt deze algemene circulaire, die naast op andere financiële instellingen ook van toepassing is op de beheervenootschappen van ICBs,⁸² een hervormd herleven van de regulering inzake beheersautonomie van ICBs. Het is niet de bedoeling dit ontwerp van circulaire hier volledig te bespreken; sommige elementen eruit die specifiek van belang zijn voor het beheer van ICBs zullen in de volgende paragrafen wel ter sprake komen in de context waarin ze relevant zijn.⁸³ En alvorens in te gaan op specifieke *governance*-maatregelen voor ICBs gericht op het ondersteunen van de loyaleitsvereiste, lijkt het nuttig stil te staan bij de globale basisstructuur van het beheer van ICBs waarin het deugdelijk bestuur dient plaats te vinden.

II. De Basisstructuur van het Beheer van ICBs

§1. Fondsen *versus* Vennootschappen: Verschillende Vorm op Papier

17. ICBs kunnen algemeen worden omschreven als “pools of assets in which investors share in the results of a specific portfolio”.⁸⁴ De deelnemer⁸⁵ overhandigt aan een financiële instelling een som geld in ruil voor rechten van deelneming in de ICB.⁸⁶ De financiële

⁷⁹ CBFA, *Voorontwerp van Circulaire over de Prudentiële Verwachtingen van de CBFA inzake het Deugdelijk Bestuur van Financiële Instellingen*, CBFA Consultatiedocument, 21 april 2006, beschikbaar op de website van de CBFA op <www.cbfa.be> (hierna: “Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur”).

⁸⁰ Zie CBFA, *Feedback Statement van de CBFA over de Raadpleging “Deugdelijk Bestuur voor Financiële Instellingen”*, december 2006, beschikbaar op de website van de CBFA op <www.cbfa.be> (hierna: “Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur”).

⁸¹ Het Memorandum – en dus ook de erin beschreven *governance*-structuur – wordt opgesteld door de financiële instelling zelf; de CBFA toetst de inhoud ervan, en zal kunnen gebruik maken van haar prudentiële bevoegdheden. Zie Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 6 op p. 4 en nr. 34-36 op p. 34; Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 18 op p. 5. Omdat dit een belangrijk verschil inhoudt met de *corporate governance* codes voor genoteerde vennootschappen zoals bijvoorbeeld de Code Lippens (*supra* noot 6), waarvan de afdwinging steunt op transparantie, aandeelhouderscontrole en marktdiscipline, gebruikt de CBFA in deze context de term “prudentiële beginselen van deugdelijk bestuur” of “*internal governance*-beginselen” (“IG-beginselen”) en niet de term “*corporate governance*”. Zie Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 5 op p. 4; zie ook Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 19 op p. 5.

⁸² De Circulaire geldt voor kredietinstellingen, vereffeningsinstellingen en ermee gelijkgestelde instellingen, verzekeringsondernemingen, beleggingsondernemingen (inclusief vennootschappen voor beleggingsadvies), beheervenootschappen van ICBs, en derivatenspecialisten. Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 7 op p. 4.

⁸³ Zie *infra* randnummers 33, 50-52, 53-56 en 59-60.

⁸⁴ J.K. THOMPSON & S.-M. CHOI (*supra* noot 17), p. 4. Cf. het EU Witboek ICBs (*supra* noot 20), p. 2, dat in de Engelstalige versie misschien nog beter stelt dat het gaat om “investment vehicles [...] [through which] investors can buy exposure to a professionally managed and diversified basket of financial or other assets”; de Nederlandse versie stelt dat de beleggers een “deelneming in een professioneel beheerde en gediversifieerde pool van financiële of andere activa verwerven”, wat iets enger is. Algemeen gesteld hoeft er bij een ICB immers geen reële pool van activa te bestaan, zolang de deelnemers maar recht hebben op uittreding tegen de inventariswaarde die wordt berekend op basis van een referentiepool van activa. Dit is bijvoorbeeld het geval bij ICBs die kapitaalbescherming bieden, die in feite beleggen in deposito’s en schuldinstrumenten. Zie Artikel 68, §2, K.B. Openbare ICB.

⁸⁵ “Deelnemers” is de term die de Wet gebruikt om de beleggers die rechten van deelneming in een ICB aanhouden aan te duiden, ongeacht de privaatrechtelijke structuur van de ICB. Zie Artikel 3, 5°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

⁸⁶ “Rechten van deelneming in een instelling voor collectieve belegging” is de generieke benaming die de Wet gebruikt voor de waardepapieren met erin geïncorporeerd de deelnemingsrechten in een ICB ongeacht de privaatrechtelijke structuur van de ICB. Zie Artikel 3, 4°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

instelling belegt een bedrag equivalent aan wat zo bij alle deelnemers werd ingezameld,⁸⁷ en beheert vervolgens de zo belegde portefeuille.⁸⁸ Deze transactie kan privaatrechtelijk op twee manieren worden opgezet: de ICB kan worden ingericht als een beleggingsfonds of als een beleggingsvennootschap.⁸⁹ De *governance*-structuur van beide vormen lijkt op het eerste gezicht fundamenteel te verschillen.

18. Bij beleggingsfondsen worden de relaties tussen de partijen onderling contractueel geregeld.⁹⁰ Het beheerreglement, waarin de onderlinge rechten en plichten van de partijen worden gespecificeerd,⁹¹ kan worden beschouwd als een standaardcontract,⁹² waartoe de belegger toetreedt door zijn inschrijving op deelnemingsrechten in het fonds.⁹³ Inhoudelijk is dit beheerreglement een complexe meerpartijenovereenkomst tussen de deelnemer (de belegger), de beheervenootschap (de beheerder) en de bewaarder, waarin elementen van verschillende benoemde overeenkomsten terug te vinden zijn.⁹⁴

De contractuele relatie tussen de individuele belegger en de beheervenootschap wordt doorgaans gekwalificeerd als een lastgeving of waarschijnlijk beter als een commissie, vermits de beheerder bij transacties met derden toe te rekenen aan door hem beheerde collectieve portefeuilles in eigen naam optreedt.⁹⁵ In dit contract worden de wederzijdse rechten en plichten van de partijen vastgelegd, waaronder de precisering van de opdracht die aan de beheerder wordt gegeven. Meer specifiek bevat het beheerreglement de criteria waaraan het door de beheervenootschap voor de collectieve portefeuille gevoerde beleggingsbeleid moet voldoen.⁹⁶ De omvang van de discretionaire marge waarover de beheervenootschap bij het

⁸⁷ De financiële instelling die de ICB beheert of heeft opgericht hoeft niet noodzakelijk zelf volledig in te staan voor de inzameling van deze middelen bij het publiek of, anders uitgedrukt, de distributie van de rechten van deelneming; andere financiële instellingen kunnen als distributeur, tussenpersoon tussen de ICB of de beheerder van de ICB en de belegger, optreden. Zie hierover E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT, "Distributie van Deelbewijzen van ICB's en Informatieverplichtingen", *infra* in dit boek pp. ???-???, nr. I. §1-3 op p. ???.

⁸⁸ Zie W. VAN GERVEN, "La Forme Juridique d'un 'Investment Trust' en Belgique, en France et aux Pays-Bas", *Rev.Int.Dr.Comp.*, 1960, 527-558, nr. 1, 1^o, p. 528.

⁸⁹ De studie van het Technical Committee van de IOSCO over *governance*-modellen van CIS in verschillende landen herkent zo het "contractual model", waaronder zowel contractuele modellen zoals onze beleggingsfondsen als ICBs in de vorm van een Anglo-Amerikaanse *trust* worden gerekend, en het "corporate model", waarin er sprake is van een beleggingsvennootschap met rechtspersoonlijkheid. Zie IOSCO Final Governance Report (*supra* noot 5), p. 4.

⁹⁰ Zie Artikel 6, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Het beleggingsfonds was oorspronkelijk de enige in ons land gebruikte ICB-vorm. Over de geschiedenis van beleggingsfondsen in ons land, zie P. DE BEUS (*supra* noot 26), p. 15-16; J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1958, p. 375-377; R. LECLERCQ, "Archeologie van de Beleggingsfondsen in België", *Rev. Banque*, 1974, 635-643, p. 635. De Wet van 27 maart 1957 betreffende de Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en tot Wijziging van het Wetboek der Zegelrechten en het Wetboek der met het Zegel Gelijkgestelde Taxes, *B.S.*, 13 april 1957 (hierna: "Wet Beleggingsfondsen van 1957"), bevatte slechts een beperkte regeling voor deze fondsen. Voor een beknopt commentaar, zie BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1957-1958*, p. 107-138; J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27) geeft uitvoerig commentaar.

⁹¹ Zie Artikel 12, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

⁹² M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 61, p. 97: "Dans la pratique les règlements de gestion sont presque tous établis sur le même modèle, à tel point que pour accélérer les autorisations il a été question de prévoir des règlements standard".

⁹³ J.-M. DIDIER, "Les Rapports de Droit Existant au Sein des Fonds Communs de Placement Constitués Actuellement en Belgique", *Rev. Banque*, 1957, 249-275, 712-725 en 938-957, p. 255. Het beheerreglement, eenzijdig vastgesteld door de beheervenootschap, kan worden beschouwd als een aanbod gericht aan het publiek geldig tijdens de duur in het reglement als de levensduur van het fonds aangegeven. Zie W. VAN GERVEN (*supra* voetnoot 88), nr. 14, p. 541 en nr. 23, p. 552-553.

⁹⁴ Zie reeds J.G. RENAULD (*supra* noot 27), p. 175; J.-M. DIDIER (*supra* noot 93), p. 249-250; Y. DOUXCHAMPS (*supra* noot 23), nr. 2, p. 617; J. VAN RYN & J. HEENEN, *Principes de Droit Commercial*, vol. III, Brussel: Bruylant, 1981, nr. 143, p. 135; L. FREDERICQ, *Handboek van Belgisch Handelsrecht*, vol. II, Brussel: Bruylant, 1978, nr. 734, p. 66-67.

⁹⁵ Artikel 12, W.Kh.; zie L. CORNELIS & J. PEETERS, "De Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en -vennootschappen", in JAN RONSE INSTITUUT (ed.), *De Nieuwe Beurswetgeving – Commentaar bij de Wet van 4 December 1990 betreffende de Financiële Markten en de Financiële Verrichtingen*, Kalmthout: Biblio, 1991, 285-349, p. 297; zie ook reeds J.G. RENAULD (*supra* noot 27), p. 177; J.-M. DIDIER (*supra* noot 93), p. 252-253 en 256-257; L. FREDERICQ (*supra* noot 94), nr. 734, p. 67; W. VAN GERVEN (*supra* noot 88), nr. 15, p. 542; C. PAULUS & R. BOES (*supra* noot 31), nr. 8 op p. 7.

⁹⁶ Zie Artikel 12, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie ook S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 16, p. 471.

beheren van de portefeuille beschikt, zal dus afhangen van de mate waarin dit beleggingsbeleid vooraf wordt gespecificeerd.

De beheervenootschap vertegenwoordigt het fonds en dus de deelnemers tegenover derden.⁹⁷ Alle handelingen die de beheervenootschap stelt binnen de in het beheerreglement aan haar gegeven bevoegdheid zijn voor rekening van de deelnemers.⁹⁸ De door middel van het door de beheervenootschap gevoerde beleggingsbeleid gerealiseerde min- of meerwaarden op de portefeuille en de inkomsten gegenereerd door de instrumenten waarin werd belegd komen juridisch dus steeds toe aan de deelnemers.⁹⁹ De bij de verschillende beleggers ingezamelde middelen vormen een collectief belegde portefeuille, en de activa in deze portefeuille zijn onverdeelde mede-eigendom van alle deelnemers.¹⁰⁰ De relatie tussen de deelnemers onderling wordt opgevat als een contractuele onverdeeldheid tussen mede-eigenaars.¹⁰¹ Dit individuele mede-eigendomsrecht wordt geïncorporeerd in een titel, een waardepapier dat vaak certificaat wordt genoemd.¹⁰² De ICB bezit hier geen rechtspersoonlijkheid.

19. Een beleggingsvennootschap, daarentegen, is een in de vorm van een naamloze vennootschap (“NV”) of een commanditaire vennootschap op aandelen (“Comm.VA”) opgerichte ICB.¹⁰³ Indien het een ICB met een vast aantal rechten van deelneming betreft, dan wordt deze vennootschap een “BEVAK” genoemd,¹⁰⁴ is er een veranderlijk aantal rechten van deelneming – met andere woorden indien het kapitaal van deze beleggingsvennootschap zonder wijziging van haar statuten verandert naargelang zij nieuwe aandelen uitgeeft of haar eigen aandelen inkoopt – dan betreft het een “BEVEK”.¹⁰⁵ Voor zover in de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles geen bijzondere, afwijkende regels worden opgelegd, zijn deze beleggingsvennootschappen onderworpen aan het gemeenschappelijk vennootschappenrecht.¹⁰⁶

⁹⁷ Zie Artikel 11, §4, lid 3, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

⁹⁸ Zie de idee die ten grondslag ligt van de Artikelen 1993, 1996, 1998, 1999 en 2001, B.W. Zie ook J.-M. DIDIER (*supra* noot 93), p. 272: “Au cas où les instructions impératives ne seraient pas respectées par la société gérante, les participants pourraient théoriquement refuser de prendre l’opération à leur compte.”

⁹⁹ J.-M. DIDIER (*supra* noot 93), p. 257 & 266-267; L. FREDERICQ (*supra* noot 94), nr. 734, p. 67.

¹⁰⁰ J.-M. DIDIER (*supra* noot 93), p. 266; W. VAN GERVEN (*supra* noot 88), nr. 15, p. 540-541; Y. DOUXCHAMPS (*supra* noot 23), nr. 2, p. 617; L. FREDERICQ (*supra* noot 94), nr. 734, p. 67.

¹⁰¹ Zie L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 297 en 322.

¹⁰² Zie Artikel 11, §1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie ook reeds W. VAN GERVEN (*supra* noot 88), nr. 14, p. 540: “Des certificats, représentant le droit de propriété indivise, seront délivrés aux participants”; Y. DOUXCHAMPS (*supra* noot 23), nr. 2, p. 617; J. VAN RYN & J. HEENEN (*supra* noot 94), nr. 143, p. 135 en nr. 153, p. 142-143. Artikel 3, 4^o, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, noemt deze rechten van deelneming in beleggingsfondsen “effecten ter vertegenwoordiging van de onverdeelde rechten in een gemeenschappelijk beleggingsfonds”.

¹⁰³ Over de mogelijkheid om beleggingsvennootschappen de vorm van een Comm.VA te geven, blijkbaar om het voor financiële groepen mogelijk te maken de door hen opgerichte beleggingsvennootschappen te beschermen tegen een vijandige overname, zie M. KRUTHOF, “De Nieuwe Wetgeving op de Instellingen voor Collectieve Belegging in een Europees Perspectief”, in G. SCHRANS & E. WYMEERSCH (ed.), *Financiële Herregulering in België – 1990*, Antwerpen: Kluwer Rechtswetenschappen, 1991, 595-627, nr. 23, p. 610-611. Het is paradoxaal dat de wetgever het in dezelfde wet net mogelijk heeft willen maken om een beleggingsfonds over te nemen. Zie S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 47, p. 483-484; L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 339; zie ook *infra* voetnoot 252.

¹⁰⁴ Artikel 19, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 24, p. 473-474; St. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 13-15, p. 38.

¹⁰⁵ Artikel 14, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Dit vennootschapstype werd in ons recht ingevoerd door de Wet van 4 december 1990 op de Financiële Transacties en de Financiële Markten, *B.S.*, 22 december 1990 (hier de “Wet Financiële Transacties en Markten van 1990” genoemd), in navolging van de in Frankrijk en Luxemburg bestaande SICAVs. Zie S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 24, p. 473-474; St. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 9-12 op p. 35-38. Over de redenen waarom voordien in ons land geen *open-end* beleggingsvennootschappen konden worden opgericht, zie P. DE BEUS (*supra* noot 26), p. 11; Y. DOUXCHAMPS (*supra* noot 23), nr. 4-5, p. 617; W. VAN GERVEN (*supra* noot 88), nr. 6-7, p. 530-532; zie ook Memorie van Toelichting 1957 (*supra* noot 27), p. 6-7; Verslag van de Senaatscommissie van Financiën, belast met het Onderzoek van het Wetsontwerp betreffende de Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en tot Wijziging van het Wetboek der Zegelrechten en het Wetboek der met het Zegel Gelijkgestelde Taxes van de hand van J. VAN HOUTTE, *Parl. St.*, Senaat, 1955-1956, nr. 333, p. 7 (hierna: “Senaatsverslag 1957”).

¹⁰⁶ Artikel 15, §1, en 20, §1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

De beleggers, die aan de financiële instelling middelen bezorgen om gezamenlijk te worden belegd in een collectieve portefeuille, zijn hier de aandeelhouders van de beleggingsvennootschap.¹⁰⁷ De relatie tussen de deelnemers en de ICB is dus statutair van aard.¹⁰⁸ De beleggingsvennootschap, die rechtspersoonlijkheid heeft, is juridische de eigenaar van de collectieve portefeuille.¹⁰⁹ Het beheren van deze portefeuille is in principe de taak van het bestuur van de beleggingsvennootschap.¹¹⁰

20. In de praktijk blijkt dat, alhoewel de privaatrechtelijke structuur van beleggingsfondsen ernstig lijkt te verschillen van de structuur van beleggingsvennootschappen, geen van deze twee vormen inherent beter scoort op het vlak van de *good governance*.¹¹¹ De wijze waarop de privaatrechtelijke vorm van een ICB bijdraagt tot het behoorlijk bestuur ervan hangt namelijk af van de concrete, meer specifieke invulling van de beheersfuncties in de dagelijkse praktijk, en die blijkt niet noodzakelijk gedetermineerd te worden door het globale onderscheid tussen contractuele beleggingsfondsen en statutair georganiseerde beleggingsvennootschappen.¹¹²

§2. Fondsen *versus* Vennootschappen: Identieke Beheersstructuur in Realiteit

21. In het privaatrechtelijk basismodel wordt het beheer van een beleggingsfonds waargenomen door de beheervenootschap.¹¹³ Bij beleggingsvennootschappen zou men op basis van de hoger beschreven privaatrechtelijke structuur kunnen aannemen dat het beheer wordt gevoerd door de raad van bestuur of door personeel van de beleggingsvennootschap onder de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur, zoals dit bij gewone ondernemingen meestal het geval is. In de praktijk worden BEVEKs echter zelden tot nooit op die manier beheerd.

De raad van bestuur van de beleggingsvennootschap zelf beperkt zich meestal tot het eenmalig vaststellen van de strategische doelstellingen op langere termijn – voor zover deze niet al vóór de oprichting zijn vastgelegd in de statuten – en de globale controle *ex post* op het gevoerde beleid, terwijl het eigenlijke beheer van de beleggingsportefeuille en de administratie van de ICB wordt uitbesteed aan een financiële instelling.¹¹⁴ Deze delegatie kan juridisch worden ingekleed als een overeenkomst tussen de beleggingsvennootschap en de financiële instelling aan wie beheertaken werden toevertrouwd, maar hetzelfde kan worden bereikt door de effectief beherende financiële instelling zelf als lid van de raad van bestuur van de BEVEK

¹⁰⁷ L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 335.

¹⁰⁸ Artikel 6, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Bij vennootschappen voor belegging in schuldvorderingen (“VBS”) kunnen ook obligaties worden uitgegeven, en is de relatie tussen de beleggers die deze obligaties bezitten en de VBS dus contractueel (Artikel 27, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles), maar de houders van deze obligaties zijn technisch gezien geen “deelnemer”: zie Artikel 3, 5°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie *supra* noot 85.

¹⁰⁹ St. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 8, p. 32; L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 335.

¹¹⁰ Dit is de raad van bestuur bij een beleggingsvennootschap in de vorm van een NV, de werkende vennoot bij een beleggingsvennootschap in de vorm van een Comm.VA. Zie L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 335. De effectieve leiding van de beleggingsvennootschap moet worden toevertrouwd aan ten minste twee natuurlijke personen die de vereiste professionele betrouwbaarheid en ervaring bezitten, waarop de CBFA toezicht houdt. Zie Artikel 38, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

¹¹¹ OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 142 en 146; zie ook IOSCO Independent Oversight Consultation Report (*supra* noot 7), p. 4.

¹¹² Zie ook J.K. THOMPSON & S.-M. CHOI (*supra* noot 17), p. 4: “The legal structure of the CIS is only one factor determining the governance regime. CIS having the same legal form operate differently in different countries while some of those having different legal forms operate in a similar way.”

¹¹³ Zie *supra* randnummer 13.

¹¹⁴ Zie St. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 8, 3°, p. 33; J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 451; M. KRUIHOF (*supra* noot 103), nr. 27, p. 613; zie ook reeds S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 43, p. 482, die ten tijde van de invoering van het BEVEK-statuut in ons land schreven: “We stellen vast dat in het buitenland de beleggingsvennootschappen vaak werken met een adviesvennootschap.”

aan te stellen, ofwel door één of meer bestuurders fysieke personen die verbonden zijn met een financiële instelling als bestuurder aan te stellen, waarbij deze personen feitelijk in de uitoefening van hun functie worden ondersteund door de financiële instelling waar zij voltijds zijn tewerkgesteld.¹¹⁵

De oorspronkelijke ICBE-Richtlijn evenals de vroegere Belgische regeling in de Wet Financiële Transacties en Markten van 1990 bevatten geen bepalingen met betrekking tot dergelijke beheerdelegatie. Hierdoor was het bijvoorbeeld mogelijk voor de promotor van beleggingsvennootschappen om zijn aansprakelijkheid in feite te beperken en dreigde het toezicht op beleggingsvennootschappen te worden uitgehold.¹¹⁶ Om die reden wilde de CBF met Circulaire ICB 1/2000¹¹⁷ grenzen stellen aan deze delegaties, zoals ook gebeurde in de toenmalige Franse en Britse reglementering.¹¹⁸

22. De realiteit van dergelijke delegaties werd naar aanleiding van de herziening van de ICBE-Richtlijn in 2001 in de Europese harmonisatieregels expliciet erkend,¹¹⁹ en de hiervoor ontworpen regels vonden zo hun weg naar de huidige Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Een beleggingsvennootschap heeft nu de keuze tussen twee statuten: dit van zelfbeheerde beleggingsvennootschap en dit van beleggingsvennootschap die een beheervenootschap heeft aangesteld.¹²⁰ Een beleggingsvennootschap hoeft dus zelf geen afzonderlijk passende volledige organisatie voor het beheer op te richten indien een beheervenootschap wordt aangesteld om het geheel van de beheertaken uit te oefenen,¹²¹ net zoals alle beheertaken bij beleggingsfondsen – die zelf geen georganiseerde entiteit vormen en dus noodzakelijkerwijze voor hun beheer zijn aangewezen op een beheervenootschap. De BEVEK wordt dan volledig beheerd door de beheervenootschap, zonder dat de raad van bestuur van de beleggingsvennootschap hierop enige reële controle of invloed uitoefent.¹²² In dat geval rusten de verplichtingen die de wettelijke regeling en de uitvoeringsbesluiten aan de

¹¹⁵ Zie E. DE KEYSER (*supra* noot 74), nr. 1.3, p. 115; ST. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 8. 3°, p. 33; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 181, p. 225.

¹¹⁶ Zie *Delegation of Functions*, Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO PD 113, december 2000 (te vinden op de website van de IOSCO: <www.iosco.org>), p. 2-4; zie ook M. KRUIHOF (*supra* noot 103), nr. 27, p. 613.

¹¹⁷ *Supra* noot 75.

¹¹⁸ J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 452.

¹¹⁹ Zie Artikel 13*bis*-13*quater*, ICBE-Richtlijn, zoals gewijzigd door Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot Wijziging van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot Coördinatie van de Wettelijke en Bestuursrechtelijke Bepalingen betreffende Bepaalde Instellingen voor Collectieve Belegging in Effecten (ICBE's) met het Oog op de Reglementering van Beheermaatschappijen en Vereenvoudigde Prospectussen, *Pb.L.* 41/20 van 13 februari 2002 (hierna: "Richtlijn Beheervenootschappen en Prospectussen"). Voor een bespreking van deze zogenaamde UCITS III Richtlijn, zie V. DE SCHRYVER, "De Richtlijnen tot Wijziging van de Richtlijn 85/611/EEG tot Coördinatie van de Wettelijke en Bestuursrechtelijke Bepalingen betreffende Instellingen voor Collectieve Belegging in Effecten", *Bank- & Fin. R.*, 2002/II, 118-124; G. JACOBS, "Regulatory Changes in the Investment Management Industry: Update of the UCITS-Directive", *Euremedia – European Banking & Financial Law Journal – Revue européenne de Droit Bancaire & Financier*, 2001-2002/3, 437-453; V. DE SCHRYVER, "Beleggingsinstellingen in Grensoverschrijdend Perspectief", in M. TISON, C. VAN ACKER & J. CERFONTAINE (ed.), *Financiële Regulering: Op Zoek Naar Nieuwe Evenwichten – Volume II – Financiële Transacties, Financiële Markten, Prudentieel Recht*, Antwerpen-Groningen-Oxford: Intersentia, 2003, 181-224.

¹²⁰ Zie E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 82; M. DE GRAEVE (*supra* noot 48), p. 221.

¹²¹ De Belgische reglementering eist dat de statutaire zetel en het hoofdbestuur van de zo aangestelde beheervenootschap zich in België bevinden (Artikel 43, §2, lid 2, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles), net zoals geldt voor beheervenootschappen van beleggingsfondsen (Artikel 34, lid 2, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles). De andere Lid-Staten eisen hetzelfde, alhoewel dit niet strookt met het idee van een Europees paspoort voor beheervenootschappen ingevoerd door de Richtlijn Beheervenootschappen en Prospectussen (*supra* noot 119). Zie E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 97; Commission Staff Background Paper (*supra* noot 38), p. 16. Er zijn dan ook plannen om de ICBE-Richtlijn te wijzigen om het mogelijk te maken voor beheervenootschappen uit de ene Lid-Staat ook ICBs onderhevig aan de reglementering van een andere Lid-Staat te beheren. Zie EU Witboek ICBs (*supra* noot 20), p. 9.

¹²² Bij een niet-zelfbeherende BEVEK houdt de raad van bestuur geen met de aangestelde beheervenootschap concurrerende bevoegdheid inzake beheer over. De raad van bestuur van de beleggingsvennootschap zou dus geen richtlijnen kunnen geven aan de beheervenootschap of controle uitoefenen over diens activiteiten. Zie E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 97.

aangestelde beheervenootschap oplegt, op deze beheervenootschap.¹²³ In de praktijk worden de meeste BEVEKs volgens dit statuut opgericht,¹²⁴ zodat het beheer van ICBs, of het nu beleggingsvennootschappen of beleggingsfondsen zijn, grotendeels door dezelfde beheervenootschappen wordt gevoerd.

§3. Reële Beheersstructuren van ICBs en Belangenconflicten

23. Beleggingsvennootschappen mogen geen andere activiteiten uitoefenen dan deze verbonden aan het eigen beheer.¹²⁵ Tot voor kort mochten beheervenootschappen van ICBs zich met niets anders bezighouden dan het beheer van ICBs.¹²⁶ Alhoewel deze regels lijken te zijn gericht op het vermijden van belangenconflicten, is dit niet de oorspronkelijke bedoeling noch de huidige effectieve werking van deze scheiding van functies.

De regel die beheervenootschappen verbood andere activiteiten uit te oefenen, was oorspronkelijk ingegeven door de bezorgdheid dat de activa van de beheervenootschap, die gemeenschappelijk indirect de waarborg vormden voor de aansprakelijkheid van de beheerder jegens de deelnemers voor eventueel gemaakte beheersfouten,¹²⁷ onderhevig zouden zijn aan bijkomende risico's uit andere activiteiten, wat de zekerheid voor de beleggers zou aantasten.¹²⁸ Deze beperking had als gevolg dat een financiële groep haar activiteiten inzake vermogensbeheer minstens over twee afzonderlijke juridische entiteiten moest splitsen: een instelling die was erkend als beheervenootschap,¹²⁹ die zich uitsluitend bezighield met het beheer van beleggingsfondsen en soms ook van beleggingsvennootschappen, en een andere entiteit die was erkend als vennootschap voor vermogensbeheer,¹³⁰ beursvennootschap¹³¹ of

¹²³ Zie Artikel 43, §1, derde lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Hier wordt niet ingegaan op de discussie over de vraag of de aangestelde beheervenootschap een lasthebber of een orgaan van de beleggingsvennootschap is. Zie hierover E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 97; H. DE WULF, "Beheer en Bestuur van Beleggingsinstellingen Organisatierechtelijk Bekeken", *supra of infra* in dit boek, pp. ???-???, nr. ?? op p. ???.

¹²⁴ CBFA, *Verslag DC 2005*, p. 103. Voor de organisatievereisten waaraan een zelfbeheerde beleggingsvennootschap moet voldoen, zie Artikel 40-42, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, en CBFA, *Aanbevelingen van de CBFA over de Organisatie van de "Zelfbeheerde" Instellingen voor Collectieve Belegging*, Circulaire ICB 2/ 2006, 27 maart 2006, te vinden op de website van de CBFA: <www.cbfa.be>.

¹²⁵ Artikel 14, tweede lid, en 19, tweede lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie reeds Artikel 114, tweede lid, en 118, tweede lid, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990.

¹²⁶ Zie M. TISON, *De Interne Markt voor Bank- en Beleggingsdiensten. Een Rechtsvergelijkende Juridische Analyse van de Wederzijdse Erkenning als Techniek van Marktunificatie in de Europese Interne Markt*, Antwerpen: Intersentia, 1999, nr. 951, p. 464-465. Zie Artikel 6 in de oorspronkelijke versie van de ICBE-Richtlijn: "De werkzaamheden van de beheermaatschappij moeten beperkt zijn tot het beheer van beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen". Voor ons land, zie Artikel 111, §2, derde lid, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990: "De beheervenootschap mag geen andere werkzaamheden verrichten dan het beheer van beleggingsinstellingen". Vóór de wijziging van dit Artikel door de Wet van 5 augustus 1992 (*B.S.*, 9 september 1992) waren de toegelaten werkzaamheden van erkende beheervenootschappen zelfs beperkt tot het beheer van alleen beleggingsfondsen. Dit betekende dat de beheervenootschap van een bepaalde financiële groep wel het beheer kon waarnemen van de fondsen van die groep maar niet via delegatie kon worden aangesteld om beheertaken van BEVEKs van diezelfde financiële groep waar te nemen. Zie E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 100.

¹²⁷ Artikel 7-8, Hyp.W.

¹²⁸ L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 298.

¹²⁹ Dit was een erkenning op basis van het oude Artikel 120, §2, 1°, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990 (de erkenningsvoorwaarden waren vastgelegd in Artikel 3-5 van het Oud K.B. ICB van 1991 (*supra* noot 61), de Belgische omzetting van Artikel 4(2) van de oorspronkelijke ICBE-Richtlijn.

¹³⁰ Dit is de vergunning waarvan sprake in Artikel 47, §1, 2°, Wet Beleggingsondernemingen. Volgens Artikel 47, §3, Wet Beleggingsondernemingen, mogen de vennootschappen voor vermogensbeheer zich allicht inlaten met de beleggingsdienst die bestaat uit het per cliënt op discretionaire basis beheren van beleggingsportefeuilles op grond van een door de beleggers gegeven opdracht (Artikel 46, 1°, 3, Wet Beleggingsondernemingen). Naast de specifiek in hun vergunning toegelaten activiteiten, mogen vennootschappen voor vermogensbeheer echter geen andere activiteiten ontwikkelen, ook geen beheer van ICBs. Zie Artikel 75, Wet Beleggingsondernemingen.

¹³¹ Dit is de vergunning waarvan sprake in Artikel 47, §1, 1°, Wet Beleggingsondernemingen. Volgens Artikel 47, §2, Wet Beleggingsondernemingen, mogen de beursvennootschappen alle onder die Wet vallende beleggings- en nevendiensten verrichten, dus ook het individuele discretionaire vermogensbeheer. Naast de specifiek in hun vergunning toegelaten

kredietinstelling,¹³² die het individuele vermogensbeheer en het beleggingsadvies uitvoerde, waarbij soms ook het gedelegeerde beheer van beleggingsvennootschappen.

In de praktijk delegeerde de beheervenootschap echter vaak de beheertaken met betrekking tot ICBs aan een beleggingsonderneming of kredietinstelling uit de financiële groep die zich bezighield met vermogensbeheer.¹³³ De beheervenootschappen zelf waren dus grotendeels lege hulzen, die alleen om reglementaire redenen bestonden, maar die in de reële werking van de financiële groep geen afzonderlijke substantie hadden.¹³⁴ In de realiteit verhinderde deze regel dus geenszins dat het beheer effectief werd gevoerd door een onderneming die wel degelijk ook andere activiteiten had.

24. Met de bedoeling de financiële instellingen reglementair toe te staan zo schaalvoordelen te realiseren zonder deze omweg te hoeven bewandelen, werd de ICBE-Richtlijn in 2001 geamendeerd; voortaan werd toegestaan dat financiële instellingen al hun activiteiten inzake vermogensbeheer – of het nu collectief of individueel is – onderbrengen in één juridische entiteit.¹³⁵ De gewijzigde ICBE-Richtlijn geeft de Lid-Staten namelijk de mogelijkheid beheervenootschappen toe te laten naast het beheer van ICBs ook individueel vermogensbeheer, beleggingsadvies en bewaarneming en administratie van rechten van deelneming in ICBs uit te voeren.¹³⁶ De Belgische wetgever heeft van deze mogelijkheid gebruik gemaakt.¹³⁷ toegelaten zijn het uitoefenen van beheertaken voor ICBs – dit is het beheer van de beleggingsportefeuille van de ICB,¹³⁸ de administratie van de ICB,¹³⁹ en de verhandeling van de effecten van de ICB¹⁴⁰ – en eventueel ook individueel portefeuillebeheer¹⁴¹

activiteiten, en dat zijn hier alle onder de Wet Beleggingsondernemingen vallende diensten, mogen beursvennootschappen echter geen andere activiteiten ontwikkelen, ook geen beheer van ICBs. Zie Artikel 75, Wet Beleggingsondernemingen.

¹³² Dit is de vergunning waarvan sprake in Artikel 7, Bankwet. Alhoewel de Bankwet dit nergens expliciet vermeldt, wordt aangenomen dat kredietinstellingen de activiteit van het individueel vermogensbeheer mogen uitoefenen onder hun bankvergunning, omdat het vermogensbeheer in Artikel 3, §2, 11°, Bankwet, als werkzaamheid die in aanmerking komt voor wederzijdse erkenning in de EU wordt vermeld. De bijzondere vergunningsplicht vervat in Artikel 47, §1, Wet Beleggingsondernemingen, en van toepassing op elke onderneming waarvan het gewone bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van beleggingsdiensten voor derden, zoals bijvoorbeeld het vermogensbeheer (Artikel 44, Wet Beleggingsondernemingen), geldt dan ook niet voor banken (zie Artikel 45, 1°, Wet Beleggingsondernemingen).

¹³³ Zie CBF, *Jaarverslag 1997-1998*, p. 17. Door alle *asset management* activiteiten samen te brengen, streefden de instellingen schaalvoordelen na; zie *Delegation of Functions* (*supra* noot 116), p. 1. Cf. R. EVERAERT, “Branchevervaging of Branchevernieuwing: Een Toekomst Zonder Onderscheid Tussen Banken en Verzekeringsmaatschappijen?”, *Bank- & Fin.*, 1998/6, 326-330, p. 327, die een bijkomend schaalvoordeel door het samenvoegen van vermogensbeheer in de bancaire sector en in de verzekeringssector vermeldt.

¹³⁴ J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 451: “Aangezien in de praktijk geen enkele klassieke beheers- of beleggingsvennootschap over een eigen organisatie beschikt, worden de beheerstaken gedelegeerd”; zie ook J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER (*supra* noot 3), p. 239. Over de problematiek van de delegatie van beheertaken bij ICB in het algemeen, zie *Delegation of Functions* (*supra* noot 116), en over de problematiek van de delegatie in de bredere financiële sector in het algemeen THE JOINT FORUM: BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS en INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *Outsourcing in Financial Services*, IOSCO PD184, februari 2005 (te vinden op de website van de IOSCO: <www.iosco.org>).

¹³⁵ Zie Preambule 9 en Artikel 1(3), Richtlijn Beheervenootschappen en Prospectussen (*supra* noot 119).

¹³⁶ Zie het huidige Artikel 5(3), ICBE-Richtlijn, zoals gewijzigd. Dit werd aanvaardbaar gemaakt door het statuut van de beheervenootschappen zeer gelijklopend te maken aan het bestaande statuut voor beleggingsondernemingen. De tekst van de Wet Collectief Beheer Beleggingsondernemingen hierover is om die reden zeer nauw aansluitend bij de tekst van de Wet Beleggingsondernemingen. Zie Memorie van Toelichting 2004 (*supra* noot 24), p. 9.

¹³⁷ Zie Artikel 140, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Naast de op grond van haar vergunning toegestane werkzaamheden, mag een beheervenootschap geen andere activiteiten uitoefenen (zie Artikel 166, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles); eenzelfde regel geldt voor beleggingsondernemingen (Artikel 75, Wet Beleggingsondernemingen).

¹³⁸ Artikel 3, 9°, a), Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

¹³⁹ Dit omvat het boekhoudkundig beheer van de ICB, het verstrekken van inlichtingen aan deelnemers, de waardering van de portefeuille en de bepaling van de waarde van de effecten van de ICB, het bijhouden van het register van houders van effecten op naam, de bestemming van de inkomsten, de uitgifte en inkoop van rechten van deelneming van de ICB, de afwikkeling van de contracten, en de registratie van de verrichtingen en de bewaring van de desbetreffende stukken. Zie Artikel 3, 9°, b), Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

¹⁴⁰ Artikel 3, 9°, c), Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

en beleggingsadvies. De grote Belgische multifunctionele financiële instellingen of ondernemingsgroepen hebben deze optie gelicht en via een herstructurering hun activiteiten van vermogensbeheer samengebracht in een dochteronderneming erkend als beheervennootschap onder de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, die tevens toelating heeft gekregen om individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies te verrichten.¹⁴² Het resultaat is dat deze beheervennootschappen nu, in tegenstelling tot vroeger, wel degelijk over de eigen substantie beschikken om het volledige beheer van ICBs ook effectief zelf waar te nemen.

25. Door de combinatie van deze verschillende activiteiten in eenzelfde onderneming toe te laten, ontstaan vanzelfsprekend meer belangenconflicten. Bovendien kunnen bepaalde beheertaken van ICBs nog steeds door beheervennootschappen en zelfbeheerde beleggingsvennootschappen via een lastgeving of aannemingsovereenkomst worden gedelegeerd aan andere financiële instellingen.¹⁴³ In de meeste gevallen betreft het multifunctionele financiële instellingen die naast beheertaken inzake ICBs tevens allerlei andere financiële diensten verlenen. Hierdoor dient het interne bestuur en beheer van dergelijke multifunctionele financiële instelling diverse en vaak tegenstrijdige belangen te behartigen. Bij het uitoefenen van de gedelegeerde taken worden deze beheerders dan ook vaak geconfronteerd met belangenconflicten.¹⁴⁴ Tenslotte is de bestaande reglementering zeer liberaal in het toestaan van controlerelaties tussen verschillende soorten financiële instellingen: beheervennootschappen mogen gecontroleerd worden door kredietinstellingen of beleggingsondernemingen of tot dezelfde financiële groep behoren. Terwijl er binnen één dergelijke financiële instelling misschien geen of minder belangenconflicten lijken aanwezig te zijn, verschijnen deze wel op het niveau van het beheer van de gehele financiële groep.¹⁴⁵

Het resultaat is dus dat ICBs in de praktijk worden beheerd door de promotor zelf of door een tot dezelfde groep als de promotor behorende financiële instelling; deze zelfde financiële instelling of de tot dezelfde groep behorende kredietinstelling en haar netwerk van lokale kantoren verzorgt dan bovendien de financiële dienstverlening¹⁴⁶ en de distributie¹⁴⁷ voor de

¹⁴¹ Dit wordt omschreven als het per cliënt op discretionaire basis beheren van beleggingsportefeuilles met financiële instrumenten op grond van een door de cliënten gegeven opdracht. Zie Artikel 3, 10°, a), Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Op deze basis kunnen beheervennootschappen ook portefeuilles van verzekeraars beheren. Zie Memorie van Toelichting 2004 (*supra* noot 24), p. 11.

¹⁴² Zie de op basis van Artikel 145, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, door de CBFA opgestelde en op haar website (<www.cbfa.be>) gepubliceerde “Lijst van de Beheervennootschappen van Instellingen voor Collectieve Belegging met Vergunning in België”, die op 1 oktober 2006 als beheervennootschappen die tevens actief zijn inzake individueel portefeuillebeheer en beleggingsadvies opsomde Dexia Asset Management Belgium, Degroof Institutional Asset Management, Fortis Investment Management Belgium, ING Investment Management Belgium, en KBC Asset Management. Zie ook CBFA, *Verslag DC 2005*, p. 56. Het was de geëxpliciteerde bedoeling van de ontwerpers van de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles dat “bepaalde beleggingsondernemingen, gespecialiseerd in vermogensbeheer, zullen overstappen op het statuut van beheervennootschap van instellingen voor collectieve belegging” (zie Memorie van Toelichting 2004 (*supra* noot 24), p. 8-9). De overstap van het ene statuut op het andere wordt dan ook expliciet vermeld in Artikel 231, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

¹⁴³ Zie Artikel 41 en 154, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Een zelfbeheerde beleggingsvennootschap hoeft niet noodzakelijk alle taken die bij het beheer horen effectief met eigen personeel uitvoeren; gezien de omvang van de Belgische BEVEKs is dit overigens economisch niet leefbaar. Zie E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 94.

¹⁴⁴ Zie ook Commission Staff Background Paper (*supra* noot 38), p. 21: “Conflicts of interest may be more pervasive in situations where a number of functions or relationships are internalised in a single entity as is frequently the case in the European marketplace where fund management is, by and large, undertaken by entities which are subsidiaries of banking or bank-assurance groups (90% in continental Europe, 70% in the UK).” Over deze belangenconflicten, zie M. KRUTHOF (*supra* noot 32), nr. 2-3 op p. 47-52, en M. KRUTHOF, “Conflicts of Interest in Institutional Asset Management: Is the EU Regulatory Approach Adequate?”, in L. THÉVENOZ & R. BAHAR (*supra* noot 34), 277-335, p. 290-296.

¹⁴⁵ Zie Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr.30 op p. 33.

¹⁴⁶ De financiële dienst van een ICB omvat het doen van de uitkeringen aan de deelnemers en het uitgeven en inkopen van de rechten van deelneming. Artikel 73, §2, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles (zie ook Artikel 111, K.B. Openbare ICB) verplicht ICBs met een veranderlijk aantal rechten van deelneming een financiële instelling aan te duiden die voor deze

ICB.¹⁴⁸ In de realiteit verhindert het verbod voor beleggings- en beheervennootschappen om andere dan de in hun vergunning toegelaten activiteiten uit te oefenen dus geenszins dat het beheer van ICBs onderhevig is aan allerlei belangenconflicten.

§4. Het Verschil tussen *Corporate Governance* en *Governance* van ICBs

26. Het essentiële probleem waarvoor de principes van goed bestuur een antwoord proberen te bieden, is in economische zin altijd hetzelfde: hoe kan het beheer van een organisatie via interne structurele ingrepen best worden georganiseerd zodat het maximaal wordt afgestemd op de voor die organisatie pertinente belangen.¹⁴⁹ Zowel bij “gewone” ondernemingen die een beroep doen op de kapitaalmarkt als bij ICBs dragen de beleggers het residuele economische risico van het gevolgde beleid terwijl de controle of de macht over de beleidsbeslissingen bij het management ligt. Vermits de personen of instellingen die dit management uitoefenen zelf afwijkende belangen hebben zonder dat de belegger hiervan op de hoogte is, creëert de macht van het management wat in de economische literatuur een “*agency*” probleem wordt genoemd.¹⁵⁰ De managers zijn de *agents* wier handelingen de belangen van de beleggers, de *principals*, raken. Maar vermits de *principals* niet weten welke belangen de *agent* zelf heeft,¹⁵¹ en niet kunnen nagaan of de *agent* in feite abstractie heeft gemaakt van die eigen belangen bij het door hem gevoerde beleid,¹⁵² zal op basis van de marktwerking alleen misschien wel een evenwicht ontstaan, maar dit evenwicht zal niet optimaal zijn.

27. Het *agency*-probleem aanwezig bij het beheer van ICBs is in realiteit zeker niet te verwaarlozen.¹⁵³ Het gaat over zeer grote hoeveelheden activa die worden beheerd voor rekening van een zeer verspreide groep beleggers die systematisch over onvoldoende informatie beschikken, en de macht over deze activa ligt bij instellingen die bovendien

dienst instaat. Zie voor de inhoud van deze functie CBF, *Commercialisering in België van Rechten van Deelneming in Instellingen voor Collectieve Belegging*, Circulaire ICB/ 1/ 93, 20 juli 1993, beschikbaar op de website van de CBFA: <www.cbfa.be>.

¹⁴⁷ De distributie van rechten van deelneming in een ICB omvat het optreden als tussenpersoon bij de commercialisatie van deelbewijzen door voor rekening van de beleggingsvennootschap of de beheervennootschap orders tot inschrijving en verkoop van deelbewijzen van beleggers te ontvangen. Zie hierover E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 87).

¹⁴⁸ CBF, *Jaarverslag 1999-2000*, p. 102: “De Belgische sector voor instellingen voor collectieve beleggingen wordt gekenmerkt door het optreden van promotoren die meestal hetzij kredietinstellingen, hetzij beleggingsondernemingen zijn. In dergelijke gevallen staan de promotoren vaak niet enkel in voor het beheer van een beleggingsinstelling, maar zij fungeren tevens als haar bewaarder en commercialiseren haar rechten van deelneming. Daarnaast oefenen deze promotoren andere activiteiten uit en treden zij bijvoorbeeld op als bemiddelaar voor de beleggingsinstellingen.” Zie ook S. MATTHIAS, “Autonomie des OPC: Revue de la Situation Hors Frontières”, *Bank- & Fin.*, 1999/ 9, 444-446, p. 445; E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), voetnoot 116 op p. 98; E. DE KEYSER (*supra* noot 74), nr. 1.3, p. 115; ST. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 55, p. 92; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 109, p. 130; E. WYMEERSCH (*supra* noot 39), p. 221; J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER (*supra* noot 3), p. 233.

¹⁴⁹ Zie *supra* noot 1 en bijbehorende tekst.

¹⁵⁰ De *governance*-beweging is voor een groot deel gebaseerd op de inzichten gegroeid uit de economische *agency theory*. Het formuleren van het fundamentele probleem inzake het bestuur van vennootschappen als een *agency* probleem werd voorgesteld in M.C. JENSEN & W.H. MECKLING, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976/ 4, 305-360. Zie over de *agency theory* algemeen J.W. PRATT & R.J. ZECKHAUSER (eds.), *Principals and Agents: The Structure of Business*, Boston Massachusetts: Harvard Business School Press, 1985; K.M. EISENHARDT, “Agency Theory: An Assessment and Review”, *Academy of Management Review*, vol. 14, 1989, 57-74.

¹⁵¹ De *agent* beschikt over voor de *principal* verborgen informatie, wat potentieel zal leiden tot *adverse selection*: de normale marktwerking zal de “betere” aanbieders uit de markt verwijderen. Zie hierover het beroemde G.A. AKERLOF, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, 1970, 488-500.

¹⁵² De *agent* kan hierdoor overgaan tot voor de *principal* verborgen handelingen en heeft hier ook belang bij; er ontstaat wat *moral hazard* wordt genoemd. Zie hierover bv. L.S. FRIEDMAN, *The Microeconomics of Public Policy Analysis*, Princeton & Oxford: Princeton University Press, 2002, p. 260-261 & 729-730.

¹⁵³ Voor een beschrijving van de mogelijke *principal-agent* relaties aanwezig bij vermogensbeheer, zie BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Incentive Structures in Institutional Asset Management and Their Implications for Financial Markets*, Committee on the Global Financial System Working Group Report nr. 21, Basel: Bank for International Settlements, maart 2003, p. 16-18 (beschikbaar op de website van de BIS: <www.bis.org>).

aanzienlijke controle kunnen uitoefenen op de informatie die de beleggers bereikt. De twee essentiële elementen van een *agency*-probleem – macht in combinatie met asymmetrische informatie – zijn hier dus zeer prominent aanwezig.¹⁵⁴ Vermits het derde noodzakelijke element voor *agency*-problemen – de aanwezigheid van verschillende belangen in hoofde van de *principals* (de deelnemers van de ICB) en de *agent* (de beheerders van de ICB) – zich ook systematisch stelt, vooral bij ICBs beheerd en gepromoot door financiële groepen, vormen deze problemen in de sector van het collectief beleggen zelfs een reëlere en grotere dreiging dan bij gewone ondernemingen.

28. Er is echter een cruciaal verschil tussen de juridische context waarin de *governance*-vraag zich stelt bij “gewone vennootschappen” en bij ICBs.

Bij gewone vennootschappen bevindt de relevante economische *agency*-relatie zich tussen het management van de onderneming enerzijds, die de *agents* zijn en die juridisch gezien het dagelijks bestuur waarnemen en de gehele werking van de vennootschap beheren, en de beleggers anderzijds, de *principals* die juridisch aandeelhouder zijn van de vennootschap. De raad van bestuur van de vennootschap fungeert dan als waakhond, als monitor of waarnemer van het gedrag van de *agents* (het management) voor rekening van de *principals* (de aandeelhouder/ beleggers). De *principals*, de beleggers die aandeelhouders zijn, zijn verenigd in de algemene vergadering, waaraan de raad van bestuur rapporteert en die de raad van bestuur aanstelt, vervangt, en al dan niet kwijting verleent.

Bij een ICB bestaat de relevante economische *agency*-relatie ook tussen de personen die de ICB in feite beheren en de beleggers. Maar vermits de ICB in de realiteit geen eigen interne beheersstructuur heeft maar effectief wordt beheerd door een beheervenootschap of een andere financiële instelling waaraan het beheer werd gedelegeerd, zijn de beleggers/*principals* hier niet de aandeelhouders van de vennootschap waarvan het management of het dagelijks bestuur wordt waargenomen door de *agent*.¹⁵⁵ Het *agency*-probleem waarvoor de te ontwerpen *governance*-structuur een oplossing zou moeten bieden, bevindt zich dus niet in een juridische relatie tussen aandeelhouders en het dagelijkse bestuur van eenzelfde vennootschap maar wel tussen de “cliënten” van een vennootschap en het management van die vennootschap.¹⁵⁶

29. Dit verklaart waarom de gewone of standaard vennootschapsrechtelijke *governance*-maatregelen, die voornamelijk zijn gericht op het beschermen van de belangen van de aandeelhouders van een vennootschap in hun relatie met het management, niet noodzakelijk adequaat zijn om tot een deugdelijk bestuur van ICBs te komen. Om effectief te zijn, moet de *governance*-structuur van een organisatie immers zijn aangepast aan de specifieke *agency*-problemen waarmee deze entiteit wordt geconfronteerd.¹⁵⁷ De normale – bedoeld is de louter op het gemeenrechtelijk vennootschappenrecht gebaseerde – *governance*-structuur van de beheerder van de ICB is in eerste instantie gericht op het controleren van het management van deze financiële onderneming met het oog op het beschermen van de belangen van de

¹⁵⁴ Zie OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 139.

¹⁵⁵ Cf. de omgekeerde vorm waarin het bijzondere probleem van ICBs zich toont in de V.S.A., waar “Investment companies are unique in that they are organized and operated by people whose primary loyalty and pecuniary interest lie outside the enterprise.” *Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*, Division of Investment Management – United States Securities and Exchange Commission, mei 1992, p. 251 (hierna: “A Half Century of Investment Company Regulation”).

¹⁵⁶ Het woord cliënten wordt tussen aanhalingstekens geplaatst omdat het hier in een ruimere betekenis wordt gebruikt dan in de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, waar het alleen slaat op de beleggers voor wie de beheervenootschap diensten van individueel portefeuillebeheer of beleggingsadvies verricht. Zie Artikel 3, 13°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. De door de beheervenootschap beheerde ICBs en de deelnemers aan deze ICBs zijn in de terminologie van die Wet dus geen “cliënt” van de beheervenootschap (zie Memorie van Toelichting 2004 (*supra* noot 24), p. 24), maar in de commerciële betekenis die hier in de tekst wordt gebruikt wel, omdat zij de werkelijke gebruiker zijn van de dienst die de beheerder aanbiedt.

¹⁵⁷ Cf. M. BENZ & B.S. FREY, “Towards a Constitutional Theory of Corporate Governance”, juni 2006, p. 5 (beschikbaar in de elektronische bibliotheek van het Social Science Research Network op <www.ssrn.com/abstract=933309>).

aandeelhouders van deze beheerder, in de praktijk de financiële groep waartoe deze behoort, en dat volstaat hier niet.¹⁵⁸ Bij ICBs dient het dagelijks bestuur echter net omgekeerd over een waarborg van autonomie te beschikken ten aanzien van de controlerende aandeelhouders, de promotor, en dient de invloed van de promotor/ controlerende aandeelhouder in de raad van bestuur dus net te worden ingeperkt.¹⁵⁹

30. Zo geformuleerd vertoont het *governance*-probleem van ICBs gelijkens met de problematiek inzake de autonomie van het beheer van kredietinstellingen.¹⁶⁰ Reeds lang voert de financiële toezichthouder in ons land een beleid gericht op het beperken van de controle die de aandeelhouders van een bank kunnen uitoefenen op het door de bank gevoerde beleid, in 1959 via protocols gesloten met de portefeuillemaatschappijen die de controle hadden over de twee grootste banken in het land,¹⁶¹ en sinds 1974 door middel van de met de meeste in ons land actieve banken zelf afgesloten protocols over de autonomie van de bankfunctie.¹⁶² Deze protocols geven vorm aan de structuren waarbinnen het bankbeleid tot stand komt; zij vertrouwen het beleid toe aan organen die in zekere mate ontsnappen aan de controle die aandeelhouders van de bank op basis van de normale vennootschapsrechtelijke structuren zouden kunnen uitoefenen.¹⁶³ Het doel van de zo nagestreefde bankautonomie is het verzekeren dat “het beleid van de depositobank uitsluitend wordt gevoerd volgens de regels die door het technisch evenwicht van het bankbeleid en door de noodzakelijke objectiviteit van de kredietverlening worden opgelegd.”¹⁶⁴ De bankorganisatie mag dan ook niet gebonden zijn aan een van buitenuit bewogen machtstrategie, maar dient integendeel een eigen identiteit te hebben en los te staan van anderen die haar zouden willen of kunnen beïnvloeden of overheersen, in het bijzonder de aandeelhouders.¹⁶⁵ Dit wordt noodzakelijk geacht wegens de centrale rol die het bankwezen speelt in de economie: het is als het ware een dienst van algemeen nut, die elke economische functie en elke economische sector tot steun dient, en die bovendien nauw is verbonden met het monetair en economisch beleid van de overheid.¹⁶⁶ Het is de bedoeling dat deze protocols zullen worden vervangen door de nieuw voorgestelde regeling inzake de Memoranda Deugdelijk Bestuur.¹⁶⁷

¹⁵⁸ OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 158-159.

¹⁵⁹ F. NAERT (*supra* noot 36), p. 193.

¹⁶⁰ Het beleid van de CBF met betrekking tot de autonomie van het ICB bestuur was dan ook geïnspireerd door de ervaringen opgedaan inzake de bankautonomie. Zie F. NAERT (*supra* noot 36), p. 193.

¹⁶¹ Het betrof de Société Générale de Belgique, belangrijkste aandeelhouder van de Generale Bankmaatschappij, en anderzijds Brufina, de controlerende aandeelhouder van de Bank van Brussel. Zie BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1959-1960*, p. 30-34.

¹⁶² Over deze protocols over de autonomie van de bankfunctie in het algemeen, zie BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, 15-40; CBF, *Jaarverslag 1991-1992*, 21-27; PH. DE MÛELENAERE, “L’Autonomie de la Fonction Bancaire”, *Bank- & Fin.*, 1992/ 10, 545-552; R. WITTERWULGHE & D. PHILIPPE, “Le Protocole Bancaire, un Code de Comportement”, *Reflets et Perspectives de la Vie Economique*, 1978, vol. XVII, 347-358; PH. DEMAÏN, “L’Autonomie de la Fonction Bancaire en Belgique”, *Reflets et Perspectives de la Vie Economique*, 1976, vol. XV, 3-13; F.A. Smets, “L’Autonomie et la Stabilité des Banques”, *Rev. Banque*, 1976, 415-423.

¹⁶³ Voor de tekst van de protocols van 1 februari 1974, zie BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, 238-244 (Bijlage 5), en voor de tekst van de vervangende overeenkomst over de autonomie in de bankfunctie van 1992, zie CBF, *Jaarverslag 1991-1992*, 251-260 (Bijlage 15 en 15bis).

¹⁶⁴ BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, p. 15.

¹⁶⁵ BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, p. 16.

¹⁶⁶ Zie het eerste Algemene Principe in de tekst van de protocols van 1974 (*supra* noot 163), p. 238 en in de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 251-252; zie ook BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, p. 32-33 (waar wordt opgemerkt dat “de bankfunctie in haar geheel gezien dicht bij het openbaar belang staat”, waarbij ook de band tussen de banken en het algemene, monetaire of economische beleid van de overheid voorop stond) en p. 15 (waar de Bankcommissie zelfs zo ver ging te stellen dat de bankfunctie “moet worden uitgeoefend in omstandigheden welke vergelijkbaar zijn met die welke voor de overheidsdienst gelden”). Cf. R. HENRION, “La Concertation et l’Autonomie Bancaire”, *J.T.*, 1972, 293-296, p. 294, die verwijst naar hoe andere landen zoals Frankrijk, Italië en Oostenrijk na de tweede wereldoorlog hetzelfde probleem aanpakten door middel van nationalisatiemaatregelen; zie ook PH. DE MÛELENAERE (*supra* noot 162), p. 545 en 547: “L’autonomie est le corollaire de la mission d’intérêt général de la banque.”

¹⁶⁷ Zie *supra* randnummer 16. Sommige elementen van deze voorgestelde regeling zullen verder worden aangeraakt. Zie *infra* randnummers 33, 50-52, 53-56 en 59-60.

Maar niettegenstaande deze analogie mag men toch ook de verschillen niet uit het oog verliezen. Terwijl het bij de problematiek van de bankautonomie vooral te doen is om het afschermen van het dagelijks bankbeleid van de invloeden van de aandeelhouders van de bank – invloeden van buitenuit – is het er bij de vereiste autonomie van het beheer van een ICB om te doen het dagelijks beleid met betrekking tot elke beheerde ICB af te schermen van invloeden die niet alleen zouden kunnen komen van de aandeelhouders van de beheerder maar ook vanuit andere afdelingen van die beheerder of activiteiten door diezelfde financiële instelling uitgeoefend – invloeden van binnenuit. De verklaring voor dit verschil ligt in het feit dat een bank ten aanzien van de depositohouders en kredietnemers over het algemeen geen loyauteitsplicht heeft. De bankautonomie is dan ook geen invulling van een loyauteitsvereiste maar wel, zoals reeds vermeld, een invulling van de objectiviteitsvereiste van toepassing op de kredietverlening.¹⁶⁸ Bij het beheer van ICBs is het de bedoeling de beheersstructuren zo vorm te geven dat het gevoerde beleid loyaal zal zijn tegenover de deelnemers, en dit vereist niet alleen het weren van overwegingen op basis van de belangen van aandeelhouders maar ook het uitsluiten van de invloed van eventuele andere door de beheerder behartigde belangen.

III. Structurele Elementen van *Good Governance* van ICBs

§1. Interne Scheiding van Activiteiten van de Beheerder

31. Zoals reeds besproken, oefenen de financiële instellingen die in de praktijk de beheertaken inzake ICBs waarnemen tevens allerlei andere financiële activiteiten uit en deze combinatie van verschillende functies doet belangenconflicten ontstaan.¹⁶⁹ Een eerste manier waarop deze problemen via de organisatie van het beheer kunnen worden aangepakt, is het inbouwen van een interne organisatorische scheiding tussen de verschillende activiteiten.

32. Zo geldt als algemene norm dat beheervenootschappen moeten zorgen voor een “strikte scheiding tussen hun verschillende werkzaamheden”.¹⁷⁰ Eenzelfde regel bestaat voor beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die via delegatie het vermogensbeheer zouden waarnemen of die als beleggingsadviseur voor de ICB zouden optreden.¹⁷¹ In de nabije toekomst zullen ICBs ook de regels in het nog in werking te treden Artikel 27, Wet Financieel Toezicht, moeten naleven,¹⁷² en voor beheervenootschappen bevat de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles inhoudelijk gelijklopende voorschriften.¹⁷³ Deze regeling verplicht financiële tussenpersonen een interne gedragscode gericht op de naleving van de op hen

¹⁶⁸ Natuurlijk is het anders wanneer de kredietinstelling tevens beleggingsdiensten aanbiedt, vermits hierbij wel sprake zal kunnen zijn van een loyauteitsplicht. Een van de kenmerken van de reglementering van de beleggingsdiensten is net dat aan de financiële tussenpersoon een loyauteitsplicht wordt opgelegd, ook in gevallen waarin deze vroeger op basis van het gemeenrecht niet aanwezig werd geacht. Zie Artikel 26, 1°, Wet Financieel Toezicht; cf. Artikel 19(1), MiFID: “De lidstaten schrijven voor dat een beleggingsonderneming zich bij het voor cliënten verrichten van beleggingsdiensten en/of, in voorkomend geval, nevendiensten, op loyale, billijke en professionele wijze inzet voor de belangen van haar cliënten”; zie *supra* randnummer 11. Maar in dat geval zal er naast de traditionele vereisten inzake bankautonomie als invulling van de objectiviteit tevens een behoefte bestaan aan een autonoom beheer vormgegeven in het licht van de loyauteitsplicht. Beide vormen vereisen niet noodzakelijk precies dezelfde structurele ingrepen.

¹⁶⁹ Zie *supra* randnummers 23-25.

¹⁷⁰ Artikel 168, eerste lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

¹⁷¹ Artikel 79, §1, derde lid, en 127, §3, Wet Beleggingsondernemingen; zie ook Artikel 4, tweede lid, K.B. van 5 augustus 1991 over het Vermogensbeheer en Beleggingsadvies, *B.S.*, 20 augustus 1991; zie ook Artikel 13(3), MiFID, en Artikel 22(3), MiFID Level 2 (*supra* noot 56).

¹⁷² Artikel 70, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Zie over de inwerkingtreding van Artikel 27, Wet Financieel Toezicht, *supra* voetnoot 56.

¹⁷³ Zie Artikel 172, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Deze regels treden pas in werking wanneer Artikel 27, Wet Financieel Toezicht, in werking zal treden; zie Artikel 241, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

toepasselijke gedragsregels door hun mandatarissen en personeelsleden vast te stellen. Hierbij wordt specifiek voorgeschreven dat deze code niet alleen zogenaamde *Chinese Walls* moet bevatten,¹⁷⁴ maar ook aangepaste scheidingen moet aanbrengen tussen de verschillende activiteiten van de instelling die onderling aanleiding kunnen geven tot belangenconflicten.¹⁷⁵

33. Dergelijke regels kunnen ook worden beschouwd als een element van *good governance*: in het kader van het beginsel van deugdelijk bestuur dat elke financiële instelling de bevoegdheden en verantwoordelijkheden van alle geledingen van de organisatie vastlegt en de procedures en rapporteringslijnen preciseert en op hun toepassing toeziet,¹⁷⁶ dient volgens de CBFA waar mogelijk en verantwoord in het licht van de aard, omvang, complexiteit en risicoprofiel van de instelling, de taken van medewerkers en afdelingen te worden gescheiden om risico's op misbruik of inbreuken op prudentiële regels te verminderen.¹⁷⁷ In de interne gedragscode die mede gericht is op het behoud en de bescherming van de integriteit kan volgens de CBFA als middel om belangenconflicten te beheren worden voorzien dat conflicterende schakels in een ketting van transacties of diensten aan verschillende personen worden toevertrouwd en dat toezichtverantwoordelijkheden en rapporteringslijnen voor conflicterende activiteiten aan verschillende personen worden toegewezen. Bovendien dient te worden vermeden dat personen van binnen of buiten de instelling met conflicterende belangen ongepaste invloed uitoefenen op een activiteit van de instelling.¹⁷⁸

Volgens de invulling die de toezichthouder tot nu toe aan deze voorschriften heeft gegeven, betekent dit dat de activiteiten van vermogensbeheer moeten worden ondergebracht in een "afzonderlijke afdeling" of dat ten minste een directielid wordt aangesteld dat zich uitsluitend of toch voornamelijk met deze activiteit bezighoudt en dat verantwoording verschuldigd is aan het bestuursorgaan van de financiële instelling. Dit directielid mag in het bijzonder niet tevens verantwoordelijkheid dragen voor het beheer van de eigen portefeuille van de financiële instelling.¹⁷⁹

34. Het is echter onwaarschijnlijk dat dergelijke interne scheidingen op zich volstaan om problemen in verband met belangenconflicten te vermijden of op te lossen. Zij verhinderen immers geenszins dat de belangenconflicten in hoofde van de financiële instelling ontstaan,¹⁸⁰ noch vormen ze een techniek die kan verzekeren dat de belangen van de cliënt voorrang krijgen in geval van conflict.¹⁸¹ Dit werd onlangs ook erkend door het Hof van Beroep te

¹⁷⁴ Zie Artikel 27, §1, 1°, Wet Financieel Toezicht, en Artikel 172, §1, 1°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, dat deze *Walls* omschrijft als "procedures [...] teneinde de ongepaste verspreiding van voorkennis binnen de organisatie te vermijden". Zie over deze procedures in de context van belangenconflicten M. KRUIHOF (*supra* noot 32), nr. 45-50, p. 92-98; G. MCCORMACK, "Conflicts of Interest, Chinese Walls and Investment Management", *International and Comparative Corporate Law Journal*, vol. 1, 1999, 5-40; H. McVEA, *Financial Conglomerates and the Chinese Wall: Regulating Conflicts of Interest*, Oxford: Clarendon Press, 1993; N.S. POSER, "Chinese Wall or Emperor's New Clothes?", *The Company Lawyer*, vol. 9, 1988, 119-123, 159-168, en 203-209, ook gepubliceerd in *Michigan Yearbook of International Legal Studies*, vol. 9, 1988, 91-144.

¹⁷⁵ Zie Artikel 27, §1, 2°, Wet Financieel Toezicht, en Artikel 172, §1, 2°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

¹⁷⁶ Beginsel III, Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 12 op p. 7 en nr. 15 op p. 15.

¹⁷⁷ Zie Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 15 (III.4) p. 15.

¹⁷⁸ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 20 (VIII.4) op p. 26.

¹⁷⁹ Zie voor kredietinstellingen CBF, *Vermogensbeheer en Beleggingsadvies*, Circulaire B/ 92/ 4, 14 augustus 1992, nr. 6.1.1. op p. 14-15; voor Beleggingsondernemingen geldt de identieke Circulaire R92/ 2 van de CIF; beide zijn beschikbaar op de website van de CBFA: <www.cbfa.be>.

¹⁸⁰ Zie bv. P. GRAHAM, "The Statutory Regulation of Financial Services in the United Kingdom and the Development of Chinese Walls in Managing Conflicts of Interest", in E. MCKENDRICK (ed.), *Commercial Aspects of Trusts and Fiduciary Obligations*, Oxford: Clarendon Press, 1992, 43-53, p. 50; N.S. POSER (*supra* noot 174), p. 166.

¹⁸¹ Zie bv. P. FINN, "Fiduciary Law and the Modern Commercial World", in E. MCKENDRICK (*supra* noot 180), 7-42, p. 26 ("segregation is not a loyalty-engendering contrivance"); B. RIDER, "Conflicts of Interest: An English Problem?", in G. FERRARINI (ed.), *European Securities Markets – The Investment Services Directive and Beyond*, London – Den Haag – Boston: Kluwer Law International, 1998, 149-164, p. 163 ("The courts have shown no great enthusiasm for Chinese Walls and similar devices which, while they may serve to inhibit or at least control the flow of information within a multiple-function fiduciary, do not address the inherent conflict of interest"); H. McVEA (*supra* noot 174), p. 223 ("Chinese Walls are useful defense measures for

Brussel in het arrest *Barrack Mines*.¹⁸² Eigenlijk zou het scheiden van activiteiten, om als conflictenbeheersing effectief te zijn, vereisen dat alle loyaleitsbanden tussen de personen actief bij de ene dienstverlening en de motieven onderliggende aan andere activiteiten worden doorgesneden. Dit vergt dat elke afdeling een werkelijk volledig afzonderlijk *profit center* vormt binnen de instelling met enkel aan de eigen resultaten gekoppelde vergoedingsmechanismen voor het personeel, en dat er geen doorstroming is in het carrièreverloop van het personeel over de interne grenzen heen.¹⁸³ Eigenlijk wordt op die manier elk economisch voordeel dat de instelling nastreefde via de conglomeratie tenietgedaan, en had de activiteit van het vermogensbeheer net zo goed volledig van de groep kunnen worden afgescheiden.

§2. De Rol van de Bewaarder

35. De vraag welke structurele *governance*-kenmerken van ICBs in continentaal Europa specifiek zijn gericht op het beschermen van de belangen van de deelnemers, wordt steevast beantwoord door te wijzen op de cruciale rol van de bewaarder.¹⁸⁴

36. De oorsprong van de vereiste een bewaarder aan te stellen ligt echter niet zozeer bij de bezorgdheid over de loyaliteit van het beheer van ICBs aan de belangen van de deelnemers, maar wel bij het potentiële risico dat de beheerder aan de haal zal gaan met het spaargeld van de beleggers of dat dit spaargeld zal worden aangetast indien de beheerder zelf met economische moeilijkheden zou worden geconfronteerd.¹⁸⁵ Bij beleggingsfondsen mag dan voorop worden gesteld dat de deelnemers mede-eigenaars zijn van de portefeuille van het fonds, het risico is natuurlijk reëel dat de instrumenten in deze portefeuille in realiteit worden vermengd met de eigen activa van de financiële instelling die het fonds beheert en achteraf niet

conglomerates to protect themselves from liability in certain circumstances, but should not be relied upon as a means of discharging duties owed”).

¹⁸² Zie Brussel, 3 oktober 2006, *ING België v. B. et al.*, A.R. nr. 2004/ AR/ 369 (dit arrest zal nog worden gepubliceerd, onder meer in *Bank- & Fin. R.*), waarin het Hof overweegt dat indien een multifunctionele financiële instelling wegens de interne scheiding van activiteiten in de uitoefening van haar functie tegenover beleggers in bepaalde effecten niet over de informatie beschikte die zij nochtans wel bezat als kredietverlener aan de emittent van deze effecten en om die reden “haar rol niet kon spelen met inachtnaam van alle verplichtingen die een voorzichtige en vooruitziende leidende bank in acht heeft te nemen, [...] de conclusie hieruit alleen maar [kon] zijn dat ze zich afzijdig diende te houden bij de introductie en navolgende informatieverstrekking.” De uitspraak in eerste aanleg is Kh. Brussel, 17 oktober 2003, *D.A.O.R.*, 2004, 83-87, en de noot van S. DELAEY, “Barrack Mines: Prospectusaansprakelijkheid van de Kredietinstelling”, *D.A.O.R.*, 2004, 87-96.

¹⁸³ Zie M. KRUIHOF (*supra* noot 32), nr. 50 op p. 97.

¹⁸⁴ Zie bv. EU Groenboek ICBs (*supra* noot 18), p. 2: de beleggersbescherming in ICBs “wordt bewerkstelligd door icbe’s [...] er [...] toe te verplichten hun activa in bewaring te geven bij een onafhankelijk bewaarder, die ook met de controle van het fonds is belast”; S. MATTHIAS (*supra* noot 148) p. 444: “Comme la fonction de fonction de l’administrateur indépendant américain est assurée en Europe par le dépositaire, un tel administrateur n’y est pas nécessaire”; F. NAERT (*supra* noot 36), p. 192, alhoewel deze auteur op p. 194 toegeeft dat “de Commissie slechts zeer moeizaam zicht krijgt op de wijze waarop kredietinstellingen en beleggingsondernemingen zich in deze functie gedragen en derhalve op het antwoord op de vraag in welke mate de bewaardersfunctie thans een reële bijkomende waarborg inhoudt met het oog op een betere beleggersbescherming.” Zie ook IOSCO Final Governance Report (*supra* noot 5), p. 7-8, waar de depositary duidelijk wordt herkend als de bewaker voor de belangen van de deelnemers, overigens zowel in het contractuele model van beleggingsfondsen als in sommige beleggingsvennootschappen.

¹⁸⁵ Zie ook het Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 47: “De rol van de bewaarder is tot dusver beperkt tot het veiligstellen van de vermogensbestanddelen [...]. In het bijzonder om deze te beschermen tegen willekeurig handelen door een beheerder en tegen de gevolgen van een déconfiture van de beheerder of de beleggingsinstelling.” Zo is het bv. interessant op te merken dat kredietinstellingen en beursvennootschappen die de dienst individueel portefeuillebeheer bieden hiervoor geen bewaarder moeten aanstellen maar zich moeten aansluiten bij een beleggersbeschermingsregeling, voorzien in de Artikelen 112-116 van de Wet Beleggingsondernemingen. Beheervenootschappen met het statuut voorzien in de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles die eveneens de beleggingsdienst individueel vermogensbeheer aanbieden, dienen zich ook bij dergelijke beschermingsregeling aan te sluiten. Zie Artikel 157, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Vermits zij onder hun statuut niet de bevoegdheid hebben gelden of financiële instrumenten te bewaren, dienen zij ook voor de door hen verleende dienst van individueel vermogensbeheer een bewaarder in te schakelen (zie Artikel 171, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles), net zoals vennootschappen voor vermogensbeheer.

meer identificeerbaar zijn, waardoor hun eigendomsrecht effectief wordt uitgehouden. Om de beleggers toch te overtuigen dat zij beleggingsfondsen kunnen vertrouwen, hebben de financiële instellingen van bij het begin beseft dat het aangewezen was de activa van het fonds in bewaring te geven bij een andere rechtspersoon en zo effectief te scheiden van het eigen vermogen van de beheerder.¹⁸⁶ Deze praktijk bestond dus reeds voordat de reglementering dit eiste.¹⁸⁷ Vermits de financiële instelling die als promotor van het fonds optrad zelf geïnteresseerd was om de financiële dienst, de distributie en de bewaring van de activa voor het fonds waar te nemen, lag het voor de hand het beheer van de portefeuille toe te vertrouwen aan een speciaal daartoe opgerichte dochtervennootschap van de bank.¹⁸⁸ De reglementering die later werd ingevoerd heeft deze praktijk gevolgd,¹⁸⁹ en voorgeschreven dat de activa van de ICB aan een juridisch van de beheerder gescheiden bewaarder moesten worden toevertrouwd.¹⁹⁰

37. In Continentaal Europa en zeker in België werden ICBs in de praktijk op de markt gebracht onder de merknaam van de promotor/bewaarder/distributeur – dit zijn de zogenaamde “huisfondsen”¹⁹¹ – en die financiële instelling wenste de nodige controle uit te oefenen op het optreden van de beherende dochtervennootschap. Als waarborgende promotor wilden deze banken erop toezien dat de ICBs conform de reglementering werden beheerd. Hierdoor had de bewaarder van bij aanvang eigenlijk al een toezichtstaak, maar deze stond eerder in functie van de belangen van de bewaarder/promotor, met name het voorkomen van reputatieschade, dan dat deze gericht was op het waken over de belangen van de deelnemers.¹⁹²

¹⁸⁶ Dit mechanisme individualiseert de activa ten aanzien van het vermogen van de beheerder, waardoor de deelnemers eigendomsrechtelijke aanspraken op deze activa hebben; zie J. VAN RYN & J. HEENEN (*supra* noot 94), nr. 151, p. 141; OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 162-163: “The CIS is expected to select appropriate legal mechanisms to assure that the legal enforceability of the claims of investors on the assets of each CIS are as strong as possible. In particular the claim of the investor must not be affected by the financial position of the operator or any another related party. [...] The assets of each CIS must be segregated from the assets of all entities and held for the exclusive benefit of investors in the CIS.”

¹⁸⁷ L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 299; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 16, p. 43.

¹⁸⁸ Cf. P. BOEGLIN, “OPCVM: Nouvelle Réglementation”, *La Revue Banque*, nr. 499, november 1989, 999-1004, p. 1000.

¹⁸⁹ Zie R. LECLERCQ (*supra* noot 90), p. 643: “De wetgever had [...] praktisch alleen als taak het coördineren van wat was en het bijschaven of eventueel aanvullen van bestaande toestanden.”

¹⁹⁰ Onder het regime van 1957 werd de bewaargeving bij een bank opgelegd door Artikel 17 van het Reglement van de Bankcommissie van 3 april 1958 betreffende de Belgische Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen, goedgekeurd bij M.B. van 8 april 1958, *B.S.*, 23 april 1958 (hierna: “Reglement van de Bankcommissie van 1958”), later vervangen door Artikel 17 van het Besluit van de Bankcommissie van 18 maart 1986 tot Vaststelling van het Reglement voor de Belgische Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen (Open Fondsen met Veranderlijke Samenstelling), goedgekeurd bij M.B. van 22 april 1986, *B.S.*, 6 mei 1986 (hierna: “Reglement van de Bankcommissie van 1986”). De ICBE-Richtlijn van 1985 nam de verplichte bewaargeving van de activa van een ICBE uit verschillende bestaande nationale reglementeringen over (zie Artikel 7(1) en 14(1), ICBE-Richtlijn). In de Wet Financiële Transacties en Markten van 1990 werd voorzien dat de Koning kon bepalen welke ICBs een bewaarder moesten aanstellen en aan welke voorwaarden deze bewaarder moest voldoen (Artikel 120, §3, tweede lid, Wet Financiële Transacties en Markten in haar oorspronkelijke vorm van 1990), en voor alle ICBs die aan de ICBE-Richtlijn voldeden of die belegden in effecten en liquide middelen schreef Artikel 11, Oud K.B. ICB van 1991 (*supra* noot 61) voor dat een bewaarder werd aangesteld. Zie L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 325.

¹⁹¹ De markt van het collectief beleggen wordt in ons land, zoals elders in continentaal Europa, gedomineerd door ICBs van de grote banken, met een kleinere rol voor ICBs gepromoot door beursvennootschappen en een zeer klein marktaandeel voor ICBs verdeeld door middel van open architectuur. Zie Commission Staff Background Paper (*supra* noot 38), p. 9-10 en 13. De term huisfonds staat in de tekst tussen aanhalingstekens omdat deze wordt gebruikt als verzamelterm voor zowel beleggingsfondsen als beleggingsvennootschappen, BEVEKs.

¹⁹² Reglementair is niet voorzien dat de deelnemers genieten van een garantie van de promotor, maar de promotor draagt wel een “morele” verantwoordelijkheid voor de ICBs die onder zijn naam worden gecommmercialiseerd. Een gevestigde naam in de financiële wereld zal zich het niet kunnen permitteren dat vele beleggers verliezen lijden als gevolg van wanbeheer door de beheerder van diens huisfondsen. In de praktijk verstrekken diverse promotoren dan ook een contractuele garantie, ook al zijn ze daartoe reglementair niet gehouden. Cf. J. VAN RYN & J. HEENEN (*supra* noot 94), nr. 143, p. 135; S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELLE (*supra* noot 29), nr. 68, p. 492; M. DECLÈVE (*supra* noot 27), p. 749: “en Europe continentale [...] [les fonds de placement] ont été créés sous l’égide de banques importantes; ce système offre incontestablement plus de garanties du point de vue de la protection de l’épargne car les banques qui patronnent les fonds y attachent leur réputation”; J.-M. DIDIER (*supra* noot 93), p. 941-943: “La garantie, la surveillance ou, le cas échéant, la représentation exercées par l’organisme fiduciaire fondent en quelque sorte la confiance que les participants mettent dans la société de gestion”.

In de oorspronkelijke Wet Beleggingsfondsen van 1957 werd dit facet van de opdracht van de bewaarder niet gereguleerd.¹⁹³ Meer zelfs, uit de mogelijkheid die de Bankcommissie zichzelf voorbehield om de scheiding tussen de functie van beheerder en die van bewaarder op bepaalde punten te temperen “zo de depositaris alle verbintenissen van de gerant tegenover de deelnemers garandeert”,¹⁹⁴ blijkt dat de reglementering de taak van de bewaarder toch vooral zag in het kader van het beschermen van de deelnemers tegen vermogensvermenging en economische risico's bij de beheerder. Die risico's worden immers vanzelfsprekend minder belangwekkend wanneer een gerenommeerde bank bereid is zich garant te stellen voor de verbintenissen van de beheerder. Wanneer men de bewaarder echter vooral ziet als een waakhond voor de belangen van de deelnemers, dan is de scheiding tussen bewaarder en beheerder essentieel en zou deze zelfs wanneer de bank zich garant stelt niet mogen worden getemperd.¹⁹⁵

38. De echte controletaak van de bewaarder verscheen pas expliciet in onze reglementering bij de omzetting van de ICBE-Richtlijn, die aan de depositaris naast een bewarende taak tevens een toezichtstaak toebedeelde.¹⁹⁶ Deze controletaak werd in België ingevoerd door het uitvoeringsbesluit van 1991.¹⁹⁷ In de huidige Belgische reguleringsdienen ICBs die beleggen in financiële instrumenten en liquide middelen hun activa in bewaring te geven bij een bewaarder.¹⁹⁸ De opdracht van deze bewaarder bestaat enerzijds uit de taken die klassiek bij de bewaargave van activa kunnen worden gerekend,¹⁹⁹ en anderzijds een aantal specifieke controletaken.²⁰⁰ De vraag is echter of deze toezichtstaak van de bewaarder het waken over

¹⁹³ Zie de beperkte taak van de bewaarder beschreven in Artikel 19 van het Reglement van de Bankcommissie van 1958 (*supra* noot 190), ongewijzigd gebleven in Artikel 19 van het Reglement van de Bankcommissie van 1986 (*supra* noot 190).

¹⁹⁴ BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1957-1958*, p. 129.

¹⁹⁵ Cf. E. WYMEERSCH, “L'Action de la Communauté Européenne dans le Domaine des Valeurs Mobilières”, *R.D.A.I.*, 1988, 365-394, p. 388; zie ook M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 18, p. 46: “Le contrôle de l'activité du gestionnaire par le dépositaire serait illusoire s'il s'agissait d'une même personne, d'où l'interdiction de cumul”; F. NAERT (*supra* noot 36), p. 194: “Inzonderheid kan een bewaarder zijn toezichtverantwoordelijkheid slechts volwaardig opnemen, indien hij niet zelf (geheel of gedeeltelijk) instaat voor het administratief beheer van de betrokken ICB, a fortiori voor het intellectueel beheer”; J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER (*supra* noot 3), p. 235.

¹⁹⁶ Zie Artikel 7(3) en 14(3), ICBE-Richtlijn. De nationale regelingen geven verschillende opdrachten aan de bewaarder en de ICBE-Richtlijn harmoniseert dit niet. Zie Commission Staff Background Paper (*supra* noot 38), p. 22-23; zie ook Mededeling van de Commissie aan de Raad en het Europees Parlement: *Reglementering van Bewaarders van ICBE's in de Lidstaten: Stand van Zaken en Mogelijke Toekomstige Ontwikkelingen*, COM(2004) 207 definitief, 20 maart 2004. De Commissie overweegt geen Europees paspoort voor ICB-bewaarders: “De eventuele marginale voordelen die nog kunnen worden behaald, wegen geenszins op tegen de omvang van de wijzigingen die in de richtlijn zouden moeten worden aangebracht om de verantwoordelijkheden en taken van de bewaarder te harmoniseren.” EG Witboek ICBs (*supra* noot 20), p. 11.

¹⁹⁷ Artikel 11, Oud K.B. ICB van 1991 (*supra* noot 61). Opmerkelijk is dat in de oorspronkelijke versie Artikel 120, §3, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990, niet uitdrukkelijk aan de Koning de bevoegdheid gaf de opdracht van de bewaarder in te vullen (zie M. KRUIHOF (*supra* noot 103), nr. 46, p. 623), terwijl het besluit dit wel deed. Dit werd gecorrigeerd naar aanleiding van de invoering van de wettelijke regeling voor de effectivering van schuldvorderingen (Wet van 5 augustus 1992 tot Wijziging van de Instellingen voor Belegging in Schuldvorderingen Betreft, van de Wet van 4 december 1990 op de Financiële Transactie en de Financiële Markten, *B.S.*, 9 september 1992), waarbij de soorten personen die als bewaarder kunnen optreden werden uitgebreid (zie *infra* noot 219) en meteen in de tekst werd opgenomen dat de Koning de opdracht van de bewaarder bepaalt.

¹⁹⁸ Artikel 8, eerste lid, K.B. Openbare ICB. Artikel 48, §1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, geeft de Koning de bevoegdheid te beslissen welke ICBs een bewaarder moeten aanstellen en wat de opdracht van deze bewaarder is.

¹⁹⁹ Artikel 9, §1, K.B. Openbare ICB: de bewaarder dient de activa te bewaren, in opdracht van de ICB de transacties met betrekking tot deze activa uit te oefenen, de dividenden en interesten uit deze activa te innen en de inschrijvings- en toekenningsrechten eraan verbonden uit te oefenen, en elke instructie van de ICB uit te voeren, tenzij deze in strijd is met de reglementering, het beheerreglement of de statuten, of het prospectus.

²⁰⁰ Artikel 9, §2, K.B. Openbare ICB: de bewaarder dient erop toe te zien dat (1) de transacties met de activa tijdig worden vereffend, (2) de activa in bewaring overeenstemmen met deze vermeld in de boekhouding van de ICB, (3) het aantal rechten van deelneming in omloop overeenstemt met het aantal vermeld in de boekhouding van de ICB, (4) de verhandeling van de rechten van deelneming gebeurt conform de reglementering, het beheerreglement of statuten en het prospectus, (5) de netto-inventariswaarde van de rechten van deelneming correct wordt berekend, (6) de beleggingsbeperkingen in de reglementering, het beheerreglement of statuten en het prospectus worden nageleefd, (7) de provisies en kosten correct worden berekend en toegepast, en (8) de opbrengsten een juiste bestemming krijgen.

het nastreven van het beste belang van de deelnemers bij het nemen van beheersbeslissingen van de ICB omvat.

39. Op het eerste gezicht zijn er aanwijzingen dat de toezichtrol van de bewaarder ook is gericht op het waken voor de belangen van de deelnemers. Dit zou bijvoorbeeld de verklaring zijn waarom in de ICBE-Richtlijn de rol van de bewaarder bij een beleggingsvennootschap beperkter is dan bij een beleggingsfonds. Terwijl de bewaarder bij een fonds moet verifiëren dat de waarde van de rechten van deelneming op een correcte manier wordt berekend en de aanwijzingen van de beheervenootschap alleen moet uitvoeren wanneer deze niet in strijd zijn met de wet of het fondsreglement, heeft de bewaarder bij een beleggingsvennootschap deze taak niet.²⁰¹ De hiervoor gegeven verklaring is dat enerzijds de deelnemers bij een beleggingsvennootschap reeds voldoende bescherming genieten dankzij het gemeen vennootschappenrecht, op basis waarvan zij een directe controle zouden kunnen uitoefenen op het bestuur van hun vennootschap, terwijl deelnemers bij een fonds over het algemeen geen controle op het beleid van de beheervenootschap zouden hebben, en anderzijds het soort belangenconflicten die in een fonds kunnen ontstaan tussen de belangen van de beheervenootschap en deze van de deelnemers zich in een beleggingsvennootschap niet zouden stellen.²⁰²

40. Hiertegenover staat echter dat het in de bestaande werkverdeling binnen een ICB niet de taak van de bewaarder is om een oordeel te vellen over de door de beheerder gekozen beleggingen. Dergelijke inmenging zou, integendeel, zelfs kunnen worden beschouwd als het compromitteren van de door de reglementering terecht nagestreefde zelfstandige besluitvorming van de beheervenootschap,²⁰³ in het bijzonder ten aanzien van de bewaarder.²⁰⁴ De activiteit van de bewaarder hoort op zich niet tot het beheer of het bestuur van de ICB.²⁰⁵ Wel voorziet de reglementering dat de bewaarder moet weigeren de instructies van de beheervenootschap uit te voeren wanneer deze in strijd zijn met wet of het fondsreglement,²⁰⁶ en stelt de Belgische reglementering specifiek dat de bewaarder moet controleren of de beleggingsbeperkingen in de reglementering, het beheerreglement of statuten en het prospectus worden nageleefd.²⁰⁷ Deze taak is echter een normaal gevolg van het feit dat de bewaarder contractueel tegenover de deelnemers is gebonden door het beheerreglement, en het uitvoeren van dergelijke onrechtmatige instructie van de beheerder zou daarom ook in hoofde van de bewaarder een contractbreuk inhouden.²⁰⁸ De bewaarder heeft dus wel een *ex post* controletaak gericht op de legaliteit van de handelingen van de beheerders, maar geen *ex*

²⁰¹ Vergelijk Artikel 7(3), ICBE-Richtlijn (beleggingsfondsen), met Artikel 14(3), ICBE-Richtlijn (beleggingsvennootschappen).

²⁰² Zie COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES, *Vers un Marché Européen pour les Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières. Commentaire des Dispositions de la Directive 85/611/CEE du Conseil du 20 décembre 1985*, Luxemburg: Office des Publications Officielles des Communautés Européennes, 1988, p. 30; zie ook M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 21, p. 48-49. Dit verschil tussen fondsen en vennootschappen is echter louter theoretisch en in de realiteit niet aanwezig: beide vormen van ICBs worden binnen dezelfde structuren beheerd (zie *supra* randnummers 21-22), in beide gevallen hebben de deelnemers geen controle over het gevoerde beheer (zie *infra* randnummer 49), en het beheer van beide vormen van ICBs is op dezelfde manier onderhevig aan belangenconflicten (zie *supra* randnummers 23-25).

²⁰³ Zie over de zelfstandigheid van de besluitvorming binnen het beheer van de ICB, *infra* randnummer 50 e.v.

²⁰⁴ Zie het Advies van het Economisch en Sociaal Comité inzake een Voorstel voor een Richtlijn van de Raad tot Coördinatie van de Wettelijke en Bestuursrechtelijke Bepalingen betreffende Instellingen voor Collectieve Belegging in Effecten, *Pb.C.* 75/ 10 van 26 maart 1977, nr. 2.7.1. op p. 12.

²⁰⁵ Zie S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 44, p. 482.

²⁰⁶ Artikel 7(3)(c), ICBE-Richtlijn; Artikel 9, §1, 3°, K.B. Openbare ICB.

²⁰⁷ Artikel 9, §2, 6°, K.B. Openbare ICB. Zie ook M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 16, p. 44: "Il y a donc un contrôle constant effectué par le dépositaire pour tout ce qui touche l'activité administrative du fonds et le respect des règles légale sou contractuelles."

²⁰⁸ Zie ook Advies van het Economisch en Sociaal Comité (*supra* noot 204), nr. 2.7.4. op p. 12.

ante toezichtsfunctie gericht op de opportuniteit van de beheersdaden door beheerders gesteld.²⁰⁹

Nu kan men natuurlijk argumenteren dat, vermits de loyaleitsvereiste in het beheer van ICBs een wettelijke norm is,²¹⁰ het toezicht op de naleving ervan tot de legaliteitscontrole behoort en dus tot de kerntaak van de bewaarder. Dit lijkt echter een wat geforceerde conclusie. Het beoordelen van loyaleit, de essentie van de problematiek van de belangenconflicten, situeert zich eigenlijk op de grens van de legaliteits- en opportuniteitsbeoordeling of, misschien beter uitgedrukt, bevindt zich tegelijkertijd langs beide kanten van die grens.²¹¹

41. Bovendien is de bewaarder in de praktijk zelden voldoende onafhankelijk ten opzichte van de zelfbeheerde beleggingsvennootschap, de beheervenootschap of de gedelegeerde vermogensbeheerder om de rol van bewaker van de belangen van de deelnemers geloofwaardig uit te oefenen.²¹² De historische bindingen die bestonden tussen de beheerders en de bewaarders werden door de reglementering tot nu toe niet volledig verboden.²¹³ Zoals reeds vermeld, is de oorsprong van de vereiste een bewaarder aan te stellen een bezorgdheid over de effectieve afdwingbaarheid van de aanspraken van de deelnemers op deze activa indien de beheerder wordt geconfronteerd met economische moeilijkheden.²¹⁴ Daartoe volstaat het vereisen dat de activa in bewaring worden gegeven bij een financiële instelling die een afzonderlijke rechtspersoon is ten opzichte van de beheerder. Hiertoe is niet vereist dat er geen banden mogen bestaan tussen de promotor van de ICB, de feitelijke beheerder van de portefeuille en de bewaarder. Daarom verzet de reglementering zich niet tegen een ICB

²⁰⁹ Cf. F. BUSSIÈRE, “De l’Intérêt de Porteurs dans la Gestion Collective pour le Compte de Tiers”, in *Mélanges en l’Honneur de Dominique Schmidt – Liber Amicorum*, Parijs: Joly éditions, 2005, 109-130, p. 126; C. STEVANT, (*supra* noot 11), p. 48. Zie ook het ontwerp Artikel 333-4 van het Franse Règlement Général de l’AMF “Dépositaires d’Organismes de Placement Collectif”, in AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Présentation de la Consultation de l’AMF sur son Projet de Règlement Général Relatif à l’Activité de Dépositaire d’OPC*, 10 juli 2006, Annexe 2, p. 2 (beschikbaar op de website van de AMF op <www.amf-france.org>): “Au titre du contrôle de la régularité des décisions de l’OPC ou de la société de gestion, le dépositaire veille au respect des dispositions législatives et réglementaires applicables à l’OPC ainsi qu’au respect des règles de bonne conduite et obligations professionnelles applicables à la société de gestion. Ce contrôle s’effectue *a posteriori* et exclut tout contrôle d’opportunité”; de te vervangen *Instruction de Novembre 1993 relative aux Missions et Moyens du Dépositaire d’OPCVM* van de vroegere COB (beschikbaar op <www.amf-france.org>) zei over de controlefunctie van de bewaarder dat “Cette fonction porte sur la régularité des décisions de l’OPCVM à l’exclusion de tout contrôle d’opportunité. Elle s’exerce *a posteriori*” (p. 3).

²¹⁰ Zie Artikel 10 en 17, ICBE-Richtlijn; Artikel 9, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie *supra* randnummer 10.

²¹¹ Precies omdat het moeilijk is om te verifiëren of een loyaleitsplicht werd nageleefd, hanteert het Anglo-Amerikaanse *fiduciary law* in veel situaties een *no conflict rule*: in plaats van achteraf onmogelijk door een rechter op basis van een loutere legaliteitscontrole te beslechten dispuuten te laten ontstaan over welke de werkelijke motieven waren voor de handelingen die de *fiduciary* heeft gesteld, wordt de *fiduciary* eenvoudigweg verboden te handelen wanneer deze wordt geconfronteerd met een belangenconflict. Dit soort regel kan door rechters wel gemakkelijk in een legaliteitscontrole worden toegepast, vermits het volstaat na te gaan of de *fiduciary* heeft gehandeld en of deze tegelijkertijd zelf belangen had die konden worden beïnvloed door zijn handelen. Zie D.A. DEMOTT, “Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation”, *Duke L. J.*, 1988, 879-924, p. 882; K.B. DAVIS, Jr. (*supra* noot 71), p. 42 (1985); R. COOTER & B.J. FREEDMAN (*supra* noot 70), p. 1048 en 1053-55.

²¹² Cf. F. NAERT (*supra* noot 36), p. 192 en 194; zie ook J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER (*supra* noot 3), p. 235.

²¹³ Wel mag de bewaarder niet zelf deelnemen aan de leiding van de beleggings- of beheervenootschap of aan het beheer van de ICB. Zo mag het portefeuillebeheer niet aan de bewaarder worden gedelegeerd. Artikel 41, §1, 8°, en 154, §1, 8°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; Artikel 5octies (1)(e) en 13ter, ICBE-Richtlijn. Bestuurders van de beheer- of beleggingsvennootschap benoemd op voordracht van de bewaarder mogen niet aan de effectieve leiding deelnemen. Artikel 50, §1, tweede lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles (dit was ook reeds zo voorzien in Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), II.D.1 op p. 7; zie ook *infra* noot 283 en bijbehorende tekst). De CBFA vindt het eigenlijk onwenselijk dat de promotor die zelf als bewaarder is aangesteld direct of indirect via vertegenwoordigers in de raad van bestuur van de beheer- of beleggingsvennootschap zetelt. Een niet met de promotor verbonden bewaarder mag volgens de CBFA alleen een bestuursmandaat uitoefenen indien dit de uitoefening van de controletaken niet in het gedrang brengt en in dat geval mag de bewaarder slechts occasioneel en bovendien enkel tegen marktvoorwaarden optreden als bemiddelaar voor of als tegenpartij van de ICB. Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), II.B. op p. 4. Zie onder de oude regeling CBF, *Jaarverslag 1995-1996*, p. 134 (“Een specifiek probleem rijst uiteraard in geval van beheersdelegatie aan de bewaarder, wiens toezichtfunctie door dergelijke delegatie volledig kan worden uitgehold. De Commissie stelt uitdrukkelijk als voorwaarde dat zeer strikte regels van functiescheiding tussen beheers- en bewaarfunctie worden ingevoerd indien dergelijke beheersformule wordt toegepast”).

²¹⁴ Zie *supra* randnummer 36.

waarbij de beheerder en de bewaarder tot dezelfde financiële groep behoren of de beheerder zelfs een dochtervennootschap is van de bewaarder/ promotor.²¹⁵

Alleen als promotoren en beheerders van ICBs bereid zouden zijn een bewaarder te kiezen die helemaal geen banden heeft met de eigen financiële groep, zou dit euvel kunnen worden verholpen.²¹⁶ In dat geval zou de bewaarder als *gatekeeper* een geschikte plaats innemen om het toezicht uit te oefenen.²¹⁷ de dagelijkse contacten en onderlinge transacties die de bewaarder met de beheerder onderhoudt geven de bewaarder immers een uniek inzicht in het functioneren van de ICB en de beste gelegenheid om anomalieën op te merken en problemen voorkomend in te grijpen.²¹⁸ Maar het is commercieel onrealistisch te verwachten dat de financiële groepen een werkelijk onafhankelijke bewaarder zouden toelaten het nodige toezicht uit te oefenen, en de Belgische wetgever blijkt tot nu toe wel oren te hebben naar de wens van de financiële instellingen om niet gedwongen te worden concurrenten als bewaarder aan te stellen.²¹⁹ Het voor een bewaarder mogelijk maken de werkelijke onderliggende motieven bij elke verrichting voor rekening van de ICB te verifiëren en na te gaan of deze verrichting niet zou kunnen zijn ingegeven door andere belangen van de beheerder of de financiële groep waartoe de beheerder behoort – en dit is wat vereist is bij het waken voor de belangen van de deelnemers – zou vereisen dat de beheerder aan de bewaarder niet alleen alle informatie over de beleggingsbeslissingen moet meedelen maar tevens moet bekendmaken welke belangen deze beheerder en de ermee verbonden financiële instellingen allemaal zouden kunnen hebben die kunnen worden beïnvloed door deze beleggingsbeslissingen. Dit omvat informatie waarvan mag worden aangenomen dat financiële instellingen ze niet willen bekendmaken aan concurrenten.²²⁰

Het lijkt dan ook niet realistisch al te veel hoop te stellen op de bewaarder als element in de *governance*-structuur van ICBs om effectief te waken over de naleving van de loyaleitplicht van de beheerder jegens de deelnemers. De bewaarder kan als monitor allerlei problemen

²¹⁵ Dit blijkt zo te zijn in verschillende landen. Zie OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 162; zie ook M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 18, p. 46, die schrijven dat het cumulatieverbod “vaut uniquement sur le plan juridique, il n’a pas été possible de prévoir une interdiction visant les liens financiers.”

²¹⁶ Zie Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 47: “Om een meer algemene controlerende taak te kunnen vervullen zouden bewaarders in ieder geval onafhankelijk moeten functioneren van de beheerder en de groep van ondernemingen waarvan deze uitmaakt [*sic*].” Cf. OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 166: “it is an important task to make sure that those in [oversight roles] have the necessary independence to exercise such functions effectively as well as the incentives to act independently.”

²¹⁷ Over *gatekeepers* in het algemeen, zie R. KRAAKMAN, “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy”, *J. L. Econ. & Org.*, vol. 2, 1986, 53-104.

²¹⁸ Zoals de diensten van de EG Commissie opmerken: “No significant operation (trading, rebalancing) involving the assets of the fund can be done without its assent (passive or active). This gives the depositary a unique position to perform its oversight controls.” Zie Commission Staff Background Paper (*supra* noot 38), p. 23.

²¹⁹ Zo werd naar aanleiding van het invoeren van het statuut van de instellingen voor belegging in schuldvorderingen (zie *supra* voetnoot 197) de lijst met personen die als bewaarder kunnen optreden uitgebreid zodat ook niet-kredietinstellingen bewaarder kunnen zijn. De regering wilde zo vermijden dat “een kredietinstelling die schuldvorderingen overdraagt om ze te effectiseren, noodzakelijkerwijs een van haar concurrenten [zou] moeten vragen op te treden in de hoedanigheid van bewaarder voor de schuldvorderingen die ze overdraagt.” (Ontwerp van Wet tot Wijziging, wat de Instellingen voor Belegging in Schuldvorderingen Betreft, van de Wet van 4 december 1990 op de Financiële Transacties en de Financiële Markten, Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Senaat, 1990-1991, nr. 1377-1, p. 12). Pas later werd in het K.B. van 7 april 1995 tot Wijziging van het Koninklijk Besluit van 29 november 1993 op de Instellingen voor Belegging in Schuldvorderingen (*B.S.*, 3 mei 1995) de functie van bewaarder voor effectiseringsinstellingen opgesplitst in enerzijds een bewaarder, welke functie wel kan worden waargenomen door de cedent zelf, en anderzijds een “toezichtvennootschap”, een functie die niet door de cedent of een met de cedent verbonden onderneming kan worden uitgeoefend. De eerste instellingen voor belegging in schuldvorderingen werden in ons land pas na deze wijziging opgericht. Zie CBF, *Jaarverslag 1995-1996*, p. 131.

²²⁰ Eén voorbeeld: om na te gaan of de beslissing om voor rekening van een ICBs in bepaalde aandelen te beleggen niet is ingegeven door de belangen van de financiële groep waartoe de beheerder behoort omdat de emittent van deze aandelen op het punt staat te beslissen of deze andere zaken zal doen met de bank in de financiële groep, dient de controlerende bewaarder niet alleen informatie over de beleggingsbeslissing zelf te ontvangen maar ook op de hoogte te zijn van het feit dat die bank onderhandelt met deze emittent. Welke financiële groep wil of kan dergelijke informatie delen met een concurrent?

opsporen en voorkomen en zo de deelnemers beschermen,²²¹ maar een echte loyaliteitsstoets behoort niet tot zijn mogelijkheden.²²²

§3. De Algemene Vergadering van Deelnemers

42. In een vennootschap is het orgaan dat bij uitstek waakt voor de belangen van de aandeelhouders de algemene vergadering. Heel wat *governance*-strategieën betreffen dan ook het zogenaamde “actieve aandeelhoudersschap”, voornamelijk van institutionele aandeelhouders.²²³ Terwijl een BEVEK of BEVAK wegens hun vennootschapsrechtelijke vorm altijd een algemene vergadering van deelnemers hebben, was dat bij beleggingsfondsen niet noodzakelijk het geval. Hierdoor bood de structuur van beleggingsfondsen aan de deelnemers geen mechanisme voor juridisch medezeggenschap over of invloed op het gevoerde beheer, en dat werd van meetafaan als een potentieel probleem erkend.²²⁴ Een van de voor de hand liggende maatregelen van deugdelijk bestuur lijkt dan ook het verplicht stellen van een algemene vergadering voor alle ICBs, zodat de deelnemers zelf hun stem kunnen laten horen.

43. De eerste reglementering van ICBs in ons land, de Wet Beleggingsfondsen van 1957, voorzag geen algemene vergadering van deelnemers voor beleggingsfondsen.²²⁵ Bij de beoordeling van het wetsontwerp dat die Wet zou worden, had de Raad van State wel geopperd dat zo een vergadering aangewezen zou kunnen zijn om te beslissen over de toekomst van het gemeenschappelijk vermogen in het geval de Bankcommissie de erkenning van een beheervenootschap zou intrekken.²²⁶ In de Senaat werd een amendement ingediend dat een algemene vergadering van deelnemers zou verplichten voor het verstrijken van de geldingstermijn van de Beleggingsfondsenwet van 1957,²²⁷ die immers enkel een tijdelijke wet

²²¹ De scheiding van de rol van de beheerder en de bewaarder van een ICB kan, in plaats van als een regeling met het oog op het verzekeren van loyaliteit, eerder worden gezien als een mechanisme ter bestrijding van gewone fraude, vergelijkbaar met de scheiding van functies gebruikelijk in vele organisaties die ervoor zorgt dat de persoon die bevoegd is om te beslissen een betaling uit te voeren niet tegelijkertijd bevoegd is om de betaling effectief uit te voeren en omgekeerd. Zie J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1959, nr. 180 op p. 147.

²²² Op zich betekent dit dus geenszins dat de bewaarders hun werkelijk mogelijke functies niet naar behoren zouden uitoefenen; het blijkt alleen niet mogelijk om in een ICB in een contractuele vorm één enkele entiteit de volledige taak en verantwoordelijkheid te geven over het toezicht met betrekking tot alle mogelijke relevante facetten van het beheer. Cf. IOSCO Independent Oversight Consultation Report (*supra* noot 7), p. 4: “for the contractual structure, [...] there seems to be no single entity that can take full responsibility for all aspects of Governance under such a scheme.”

²²³ Zie bv. R.J. GILSON & R. KRAAKMAN, “Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors”, *Stanford Law Review*, vol. 43, 1991, 863-906; P. NOTHOMB & E. BORMANS, “Les OPC et le Corporate Governance”, *Bank- & Fin.*, 1998/ 4, 223-228; E. WYMEERSCH (*supra* noot 39).

²²⁴ Zie reeds P. DE BEUS (*supra* noot 26), p. 23, die hierbij opmerkt dat “tegen dit nadeel [...] de verplichting om de gemeenschappelijke portefeuille te beheren als een ‘goed huisvader’” staat. Ons inziens is het niet de zorgvuldigheidsplicht van de beheerder tegenover de deelnemers maar wel de vereisten van loyaliteit waaraan vorm wordt gegeven door voorschriften inzake *governance*. Zie *supra* randnummers 13-15.

²²⁵ Zie hierover Y. DOUXCHAMPS (*supra* noot 23), nr. 8, p. 618; L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 299.

²²⁶ Wetsontwerp betreffende de Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en tot Wijziging van het Wetboek der Zegelrechten en het Wetboek der met het Zegel Gelijkgestelde Taxes, Advies van de Raad van State, *Parl. St.*, Senaat, 1955-1956, nr. 162, 27-37, p. 30 (hierna: “Advies Raad van State 1957”). De Raad stelde dat een algemene vergadering geen permanent orgaan mocht worden en een uitzonderlijke procedure moest blijven, want anders zou het beleggingsfonds kunnen worden gekwalificeerd als een burgerrechtelijke vennootschap. Alhoewel de Wet Beleggingsfondsen van 1957 geen regeling van de algemene vergadering bevatte, eiste de Bankcommissie achteraf, zelfs indien niet voorzien in het beheerreglement, een uitspraak van een speciaal samengeroepen algemene vergadering van deelnemers over een fusievoorstel als voorwaarde om een fusie van twee gemeenschappelijke beleggingsfondsen toe te laten. Zie BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1974-1975*, p. 192.

²²⁷ Wetsontwerp betreffende de Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en tot Wijziging van het Wetboek der Zegelrechten en het Wetboek der met het Zegel Gelijkgestelde Taxes, Amendement voorgesteld door de H. WIARD, *Parl. St.*, Senaat, 1956-1957, nr. 19: “Vóór 31 December 1961 roepen de beheerders de eigenaars in onverdeeldheid in algemene vergadering bijeen om te beraadslagen over de maatregelen die moeten worden genomen voor het verdere beheer, de eventuele verandering in naamloze vennootschap of de vereffening van het fonds.”

was met de bedoeling deze te vervangen door een voor later geplande organieke wetgeving.²²⁸ Het voornemen was blijkbaar ook de deelnemers de mogelijkheid te geven om hun desiderata en eventuele kritiek ter kennis van de beheerders te brengen.²²⁹

De regering vond het opleggen van een verplichte algemene vergadering echter niet opportuun in het kader van deze tijdelijke wetgeving, die enkel tot doel had de controle op de beleggingsfondsen te regelen en het belastingstelsel vast te stellen. Dergelijke procedure zou verschillende vraagstukken opwerpen, en deze konden volgens de regering beter worden onderzocht in het kader van de latere uitwerking van een globale organieke wetgeving.²³⁰ De Senaatscommissie Financiën gebruikte een minder overtuigend argument om af te zien van het opleggen van een algemene vergadering, met name de overweging dat in een ICB waar de onderlinge relaties tussen de deelnemers contractueel geregeld zijn een meerderheid de minderheid niet zou kunnen binden.²³¹ Deze overweging is gebaseerd op het uitgangspunt dat overeenkomsten alleen kunnen worden gewijzigd mits toestemming van alle contractspartijen.²³² Dit lijkt echter geen volledige weergave van het toepasselijke gemeenrecht ter zake. Contractueel voorzien dat het voorwerp van de overeenkomst tijdens de looptijd ervan kan worden gewijzigd door een beslissing van één of meerdere (maar niet alle) van de partijen – het voorwerp overlaten aan een partijbeslissing,²³³ dus – wordt als aanvaardbaar en bindend beschouwd.²³⁴ In de financiële wereld is dit ook zeer gebruikelijk, bijvoorbeeld wat betreft de algemene bankvoorwaarden.²³⁵ Dergelijke beslissingen kunnen wel naar redelijkheid worden getoetst op basis van het principe dat overeenkomsten te goeder trouw moeten

²²⁸ België was toen het eerste continentaal Europese land dat een juridisch en reglementair statuut voor fondsen uitwerkte. (zie J. THIERRY, “La Place des Fonds de Placement dans la Structure Financière”, *Rev. Banque*, 1967, 707-711, p. 708). De wetgever achtte het, in het licht van de korte ervaring die tot op dat ogenblik bestond, te vroeg om een organieke wetgeving te ontwerpen. De Wet Beleggingsfondsen van 1957 werd daarom een tijdelijke wet waarvan de gelding zou verrijken eind 1961. Een volledig statuut moest volgen in een later ontwerp, dat mede rekening zou houden met de ervaringen onder deze wet (Memorie van Toelichting 1957 (*supra* noot 27), p. 1; Senaatsverslag 1957 (*supra* noot 105), p. 8-9; zie ook J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1959, nr. 394-395 op p. 528-529). De Wet van 28 december 1961 houdende Wijziging van de Wet van 27 maart 1957 betreffende de Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en tot Wijziging van het Wetboek der Zegelrechten en het Wetboek der met het Zegel Gelijkgestelde Taxes (*B.S.*, 18 januari 1962) beperkte zich echter tot het verlenen van een blijvende aard aan de Wet Beleggingsfondsen van 1957, zonder het beloofde statuut uit te werken. De regering vond het bij gebrek aan doctrine en rechtspraak moeilijk een juridisch statuut vast te stellen (zie Ontwerp van Wet Houdende Wijziging van de Wet van 27 maart 1957, Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Senaat, 1961-1962, nr. 27, p. 1).

²²⁹ Zie het Senaatsverslag 1957 (*supra* noot 105), p. 18.

²³⁰ Memorie van Toelichting 1957 (*supra* noot 27), p. 14; Senaatsverslag 1957 (*supra* noot 105), p. 18.

²³¹ Senaatsverslag 1957 (*supra* noot 105), p. 18; zie ook J. VAN RYN & J. HEENEN (*supra* noot 94), nr. 148, p. 140.

²³² Artikel 1134, tweede lid, *B.W.*; zie bv. *Cass.*, 11 september 1989, *Arr.Cass.*, 1989-1990, 28, *Pas.*, 1990, I, 26, *R.W.*, 1989-1990, 437; W. VAN GERVEN, *Verbindenissenrecht*, Leuven/ Voorburg: Acco, 2^{de} uitgave, 2006, p. 254.

²³³ Strikt juridisch heeft elke deelnemer in een fonds een afzonderlijk contract met de beheerder gesloten; de inhoud van al de zo door de beheerder met verschillende deelnemers gesloten overeenkomsten moet echter noodzakelijk identiek zijn, behoudens de uitzonderingen voorzien in Artikel 8, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. De wijziging van de inhoud van de overeenkomst met een deelnemer zonder dat deze ermee heeft ingestemd is dus een wijziging door een partijbeslissing van de tegenpartij – de beheerder – ook al wordt dit in het contract afhankelijk gesteld van de instemming van een meerderheid van andere deelnemers, die juridisch geen partij zijn bij dit contract. Cf. J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1959, nr. 220-221 op p. 164-165. De geldigheid van een partijbeslissing kan door de partijen immers afhankelijk worden gemaakt van een aantal voorwaarden. Zie K. VANDERSCHOT, “De Sanctiëring van Abusieve Partijbeslissingen Genomen bij Contractuele Wanprestatie: De Verschillende Gedaantes van de Matigende Werking van de Goede Trouw”, *T.B.B.R.*, 2005, 87-99, nr. 5, p. 90.

²³⁴ Zie J. RONSE, “Marginale Toetsing in het Privaatrecht”, *T.P.R.*, 1977, 207-222, p. 211 e.v.; R. KRUIHOF, “Overzicht van Rechtspraak (1974-1980) Verbindenissen”, *T.P.R.*, 1983, 495-717, nr. 69-70 op p. 569-571; M.E. STORME, “De Bepaling van het Voorwerp van een Verbindenis bij Partijbeslissing”, *T.P.R.*, 1988, 1259-1293; R. KRUIHOF, H. BOCKEN, F. DE LY & B. DE TEMMERMAN, “Overzicht van Rechtspraak (1981-1992) Verbindenissen”, *T.P.R.*, 1994, 171-721, nr. 136-137 op p. 365-371. Eventuele beperkingen opgelegd door regels van consumentenbescherming, zoals Artikel 32, *W.H.P.C.*, worden hier buiten beschouwing gelaten.

²³⁵ Zie hierover onder meer M. TISON & J.-P. BUYLE (ed.), *Algemene Bankvoorwaarden – Les Conditions Générales Bancaires*, Cahiers AEDBF/ EVBFR-Belgium nr. 17, Brussel: Bruylant, 2005; E. WYMEERSCH, M. DAMBRE & K. TROCH, “Overzicht van Rechtspraak (1992-1998) Privaat Bankrecht”, *T.P.R.*, 1999, 1779-2034, nr. 275-276 op p. 1975-1979.

worden uitgevoerd.²³⁶ In dat licht lijkt het niet meer dan redelijk aan te nemen dat men contractueel kan voorzien dat het voorwerp van de overeenkomst kan worden gewijzigd bij meerderheidsbeslissing.²³⁷

In de praktijk bevatten de beheerreglementen van heel wat fondsen die ten tijde van de invoering van de eerste reglementering in ons land bestonden clausules die het mogelijk maakten om niet-essentiële clausules in het beheerreglement te wijzigen bij meerderheidsbeslissing.²³⁸ Impliciet aangevend dat dergelijke clausules geldig zijn,²³⁹ voorzag de Wet Belegingsfondsen van 1957 dat de goedkeuring van de toezichthouder nodig was voor elke wijzigingen van de rechten van de deelnemers.²⁴⁰ Deze vereiste kan worden gezien als een bijkomende profylactische – want *ex ante* – aanvulling op de gemeenrechtelijke – enkel *ex post* voorziene – redelijkheidstoetsing van partijbeslissingen bij beheerreglementen, gericht op het vermijden van misbruiken.²⁴¹

44. Wat er ook van zij, de algemene vergadering was historisch dus geen aan beheervennootschappen opgelegde maatregel die het voor de deelnemers mogelijk moest maken toezicht en controle te houden op het beheer van de ICB om zo de vereiste loyaliteit te ondersteunen. Het was integendeel een instrument dat de beheerders van fondsen zelf nuttig en zelfs nodig vonden als antwoord op de privaatrechtelijke moeilijkheden contracten te wijzigen zonder instemming van alle partijen. De combinatie van een toestemming van een meerderheid van de deelnemers en een goedkeuring door de toezichtsautoriteit moest als het ware een *safe harbor* bieden tegen de *ex post* controle van de redelijkheid van de inhoud van de wijzigingsbeslissing door de hoven en rechtbanken, die op basis van het gemeenrecht mogelijk zou zijn. De kans dat een individuele ontevreden deelnemer een volgens de zo voorziene procedure genomen wijzigingsbeslissing met succes kan aanvechten, wordt hierdoor geminimaliseerd.²⁴²

45. Tegen die achtergrond is het merkwaardig dat de wetgever het naar aanleiding van de herziening van de regulering van ICBs in 1990 over een andere boeg gooide, en niet alleen een wettelijke regeling voor de algemene vergadering van deelnemers voor beleggingsfondsen invoerde maar tevens bepaalde beslissingen van de beheervennootschap verplicht onderwierp aan de goedkeuring door deze vergadering,²⁴³ een regeling die door de nieuwe Wet Collectief

²³⁶ Artikel 1134, derde lid, B.W.; zie J. RONSE, (*supra* noot 234), p. 212; R. KRUIHOF (*supra* noot 234), nr. 69, p. 569; R. KRUIHOF, H. BOCKEN, F. DE LY & B. DE TEMMERMAN (*supra* noot 234), nr. 136, p. 365; M.E. STORME (*supra* noot 234), nr. 3-9, p. 1262-1270; W. VAN GERVEN (*supra* noot 232), p. 135; K. VANDERSCHOT (*supra* noot 233), nr. 3, p. 89 en nr. 5-7, p. 90-93.

²³⁷ Dit moet vooraf wel door de partijen worden afgesproken. Zonder contractuele clausule die hiervan afwijkt, kan een wederkerige overeenkomst alleen worden gewijzigd mits toestemming van alle partijen. Het feit dat de Wet Belegingsfondsen van 1957 de instemming van de Bankcommissie vereiste voor de wijziging van de rechten van deelnemers veranderde hier niets aan. Zie J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1958, nr. 104, p. 688-689; W. DECAMP & J. VERTENEUIL, “Quelques Réflexions sur le Statut Légal des Fonds Communs de Placement en Belgique”, *Rev. Banque*, 1967, 721-728, p. 728; R.P.D.B., Complément V, Brussel: Bruylant, 1977, tw. “Epargne Publique”, nr. 951 op p. 650.

²³⁸ L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 300.

²³⁹ J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1959, nr. 223 op p. 165-166.

²⁴⁰ Zie oud Artikel 3, §1, 2°, Wet Belegingsfondsen van 1957. Er was hier sprake van een goedkeuring van de wijziging van de rechten van de deelnemers en niet van het beheerreglement omdat deze onder de Wet Belegingsfondsen van 1957 geen goedkeuring vereisten (zie hierover J.-H. VERTENEUIL (*supra* noot 27), 1958, nr. 81 op p. 670-671). Doordat de publicaties van fondsen wel aan de goedkeuring waren onderworpen (Artikel 3, §1, Wet Belegingsfondsen van 1957), kon er in feite wel toezicht worden uitgeoefend op de inhoud van het beheerreglement. Zie M. KRUIHOF (*supra* noot 103), nr. 34, p. 617.

²⁴¹ Cf. J. VAN RYN & J. HEENEN (*supra* noot 94), nr. 146, p. 138, en nr. 155, p. 144.

²⁴² Zoals Van Houtte het stelde in het verslag van de Senaatscommissie Financiën in 1956: “De enige waarborg voor alle deelgerechtigden is de volstreekte liquiditeit van de maatschappij, zodat de houder van het certificaat te allen tijde uitbetaling kan eisen, met andere woorden, dat hij te allen tijde een eind kan maken aan het contract van bewaargeving-mandaat dat hem aan de zaakwaarnemer bindt.” Senaatsverslag 1957 (*supra* noot 105), p. 19.

²⁴³ Zie oud Artikel 113 en 117, §1, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990; zie hierover M. KRUIHOF (*supra* noot 103), nr. 19-21, p. 608-609; L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 323-324.

Beheer Beleggingsportefeuilles nog verder werd uitgebreid.²⁴⁴ De huidige regulering ziet de algemene vergadering van deelnemers bij beleggingsfondsen dan ook niet alleen als een procedurele vereiste bij wijziging van het beheerreglement, maar blijkbaar ook als een instrument van *good governance*.

46. Deze wettelijke regeling houdt vooreerst in dat de raad van bestuur van de beheervenootschap en de commissaris van het fonds telkens wanneer zij dit nuttig of nodig achten een algemene vergadering van deelnemers kunnen bijeenroepen.²⁴⁵ Het beheerreglement kan voorschrijven in welke gevallen of voor welke beslissingen dit verplicht is.²⁴⁶ Er zijn een aantal beslissingen waarvoor de wet zelf de instemming van de algemene vergadering oplegt.²⁴⁷ Bovendien dient sinds de inwerkingtreding van de nieuwe wettelijke regeling jaarlijks één algemene vergadering te worden gehouden om het jaarverslag en het verslag van de commissarissen over de jaarrekening te horen en te beslissen over de goedkeuring van de jaarrekening, inclusief over de bestemming van het resultaat van het gemeenschappelijk beleggingsfonds.²⁴⁸ Daarnaast wordt de instemming van de algemene vergadering van deelnemers geëist voor elke beslissing tot wijziging van het beheerreglement.²⁴⁹ De minimuminhoud van beheerreglementen wordt reglementair vastgesteld.²⁵⁰ Door voor te schrijven dat bepaalde facetten van het beheer van beleggingsfondsen moeten worden opgenomen in het beheerreglement, bepaalt de regelgever dus meteen ook dat elke wijziging hiervan aan de goedkeuring van de algemene vergadering wordt onderworpen.²⁵¹

47. Vanuit de *governance*-benadering lijkt echter het belangrijkste dat de deelnemers kunnen eisen dat een algemene vergadering wordt bijeengeroepen om te beslissen over de mogelijke vervanging van de beheervenootschap van het fonds.²⁵² Dit werd expliciet beschouwd als een

²⁴⁴ Artikel 13, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie hierover E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 101.

²⁴⁵ Zie Artikel 13, §2, lid 1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie reeds oud Artikel 113, §1, lid 1, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990.

²⁴⁶ Zie Artikel 13, §2, 3°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie reeds oud Artikel 113, §1, 3°, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990.

²⁴⁷ Vooreerst is de toestemming van de algemene vergadering van deelnemers vereist voor een wijziging van de categorie van voor het fonds toegelaten beleggingen, voor de beslissing tot inbreng van de activa van het fonds in een andere ICB, of voor het besluit het fonds te vereffenen (zie Artikel 13, §2, 2°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie reeds oud Artikel 113, §1, 2°, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990). Sinds de invoering van de nieuwe Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles is de goedkeuring van de algemene vergadering ook vereist voor de aanstelling van een bedrijfsrevisor als commissaris (zie Artikel 13, §2, 4°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles). Voor de aanstelling en hernieuwing van de opdracht van commissarissen en plaatsvervangende commissarissen in ICBs is de voorafgaande instemming van de CBFA vereist (zie Artikel 86, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles).

²⁴⁸ Zie Artikel 13, 1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles.

²⁴⁹ Zie Artikel 12, lid 2, en Artikel 13, §2, 2°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; oud Artikel 112, lid 2, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990. Ook de goedkeuring door de toezichtsautoriteit (*supra* in voetnoot 240), ondertussen de CBFA, werd behouden: zie Artikel 45, lid 2, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; oud Artikel 140, §4, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990. De vergadering beslist dus onder opschortende voorwaarde van goedkeuring. M. KRUIHOF (*supra* noot 103), nr. 34, p. 617; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 95, p. 121.

²⁵⁰ Artikel 44, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, geeft de Koning de bevoegdheid de minimuminhoud van het beheerreglement en de statuten vast te stellen. Deze minimuminhoud werd vastgesteld in Bijlage 2. D bij het K.B. Openbare ICB; Artikel 4, K.B. Openbare ICB. De regelgever wilde voor een aantal punten een eenvormige regeling vaststellen voor alle beleggingsfondsen, en wenste te vermijden dat beheersreglementen op essentiële elementen een hiaat zouden bevatten. S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 17, p. 471.

²⁵¹ Het beheerreglement dient bv. de berekeningswijze en het maximale tarief van de provisies en kosten te bevatten, evenals de identiteit van de begunstigde(n) van elk van de provisies en kosten. Zie punt 9, lid 2, Bijlage 2. D bij het K.B. Openbare ICB. In bepaalde omstandigheden kunnen kostenverhogingen dus moeilijker worden doorgevoerd. Cf. E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 87), nr. II. §2 op p. 77.

²⁵² Dergelijk verzoek tot bijeenroeping, gericht aan de raad van bestuur van de beheervenootschap of de commissaris van het fonds, moet worden gesteund door een groep deelnemers die samen één vijfde van het bedrag van de circulerende rechten van deelneming vertegenwoordigen en die het bezit ervan sinds drie maanden kunnen bewijzen. Artikel 13, §2, 1°, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie reeds Artikel 113, §1, 1°, Wet Financiële Transacties en Markten van 1990. Deze laatste vereiste is opgelegd vanuit de bezorgdheid dat dit anders kan worden gebruikt als overnametechniek. Zie Wetsontwerp op de

reglementair gecreëerde mogelijkheid voor de deelnemers om de beheerders van het fonds ter verantwoording te roepen.²⁵³ Het voorzien van de mogelijkheid om de beheerders van zijn vermogen te vervangen is inderdaad een essentiële maatregel van beleggersbescherming. Ook al is het waar dat deelnemers bij een open ICBs hetzelfde kunnen verwezenlijken door uit te treden,²⁵⁴ toch zijn er omstandigheden denkbaar waarbij de uittreding geen efficiënte sanctie vormt tegen misbruiken in het beheer van ICBs, vooral wanneer hieraan relatief hoge kosten verbonden zijn.²⁵⁵ Bovendien is het mogelijk dat bepaalde problemen, zeker problemen inzake belangenconflicten, bij alle vergelijkbare ICBs aanwezig zijn. In dat geval beperkt het enige reële alternatief voor de belegger zich tot het niet langer in ICBs beleggen. In het licht van de globale doelstelling van de regulering van ICBs – het bevorderen van het collectieve beleggen onder andere om zo meer financiële middelen beschikbaar te maken voor productieve aanwending – is het dus verdedigbaar dat de reglementering in deze mogelijkheid voorziet.²⁵⁶

48. Maar dit neemt niet weg dat niet veel moet worden verwacht van de bescherming die de algemene vergadering in de realiteit zal brengen. De bevoegdheid van de algemene vergadering van beleggingsfondsen is in de reglementering duidelijk minimaal gehouden, zodat het mechanisme enkel in extreme – zich in de praktijk zelden tot nooit voordoende – situaties nut zal hebben. Er wordt wel beweerd dat de macht de beheerder te vervangen een krachtig middel vormt om het beleid van de beheersvennootschap te beïnvloeden,²⁵⁷ maar het lijkt waarschijnlijker dat het voorzien van alleen maar een “nucleaire respons” de beheerders net de veiligheid geeft dat het al ernstig mis moet lopen alvorens deze optie door de beleggers ook werkelijk gelicht zal worden.²⁵⁸ De algemene vergadering heeft in feite geen enkele rol op het

Financiële Transacties en de Financiële Markten, Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 1989-1990, nr. 1156/ 1, 1-135, p. 60 (hierna “Memorie van Toelichting 1990”); zie ook S. DEWULF-VERSTRAETEN & J.P. KEPPELNE (*supra* noot 29), nr. 19, p. 472, en nr. 47, p. 483-484; L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), voetnoot 168 op p. 323; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 63, p. 100.

²⁵³ Memorie van Toelichting 1990 (*supra* noot 252), p. 60; M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 63, p. 99-100.

²⁵⁴ Zie *supra* noot 41 en noot 242 en bijbehorende tekst. Dit is ook de reden waarom de Nederlandse Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen het niet nodig en te vergaand vond om voor open-end beleggingsinstellingen te eisen dat de deelnemers de beheerder moeten kunnen ontslaan. Zie Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 46.

²⁵⁵ Zie reeds E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF (*supra* noot 3), nr. 55, p. 317; zie ook M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 63, p. 99. Overigens is het ontstaan van de *corporate governance* beweging aangestuurd door een actievere houding van institutionele beleggers ten aanzien van de vennootschappen waarvan ze aandelen in portefeuille houden ten dele te verklaren door het feit dat de gegroeide kapitalisatie van deze institutionelen en de werking van aan indexen gebonden portefeuilles het in een kleinere markt meer en meer onmogelijk maakten om alleen maar te stemmen door middel van de zogenaamde “*Wall Street Walk*”, het verkopen van de aandelen. Zie P. NOTHOMB & E. BORMANS (*supra* noot 223), p. 223.

²⁵⁶ Zie M. KRUIHOF (*supra* noot 103), nr. 21, p. 609.

²⁵⁷ Zie Memorie van Toelichting 1990 (*supra* voetnoot 252), p. 60: “Het leek niet nodig om aan deze algemene vergadering andere beslissingsbevoegdheden toe te kennen; op deze wijze beschikt deze algemene vergadering nl. Al over een zeer belangrijk instrument om de beheersvennootschap ter verantwoording te roepen over haar beheer.”

²⁵⁸ Zo is de mogelijkheid die de raad van bestuur van een Amerikaanse *investment company* heeft om de *investment advisor* van het *mutual fund* te vervangen op het eerste gezicht een krachtig wapen om de belangen van de deelnemers te beschermen, maar in de praktijk blijkt iets anders: “In the history of the mutual funds industry, this situation has only occurred twice and the outcomes had sever consequences for the independent directors. In both cases, which involved the Yackman Fund and the Navellier Aggressive Small Cap Equity Fund, the independent directors sought to replace the established fund investment adviser with an outside adviser. The directors solicited proxies, management opposed the replacement, and ultimately shareholders voted in favour of retaining the funds’ investment adviser. In both cases, management of the investment adviser dismissed the directors, cancelled or failed to renew their insurance and in one case filed a lawsuit against the outgoing directors claiming damage to the business.” R.F. RADIN & W.B. STEVENSON, “Comparing Mutual Fund Governance and Corporate Governance”, *Corporate Governance – An International Review*, vol. 14, 2006, 367-376, p. 370. Zie ook D.B. Johnsen, “Mutual Funds, Conflict of Interest, and Regulatory Error: A Property Rights Approach”, George Mason Law & Economics Working Paper nr. 05-37, november 2005 (beschikbaar in de elektronische bibliotheek van het Social Science Research Network op <www.ssrn.com/abstract=847865>): “Although fund advisers are all but vertically integrated with their managed funds, the ICA maintains the fiction that the fund contracts in the market for advisory services, with the fund’s outside directors required to ensure the contract terms resemble what would likely prevail in an arms-length transaction.”

vlak van het toezicht op het gewone, dagelijkse beheer van de portefeuille, het terrein waar de problemen inzake belangenconflicten zich meestal stellen.²⁵⁹

49. Maar zelfs al had de algemene vergadering de nodige bevoegdheden, dan nog zou zij in de praktijk de rol van bewaker van het belang van de deelnemers om zo inhoud te geven aan de loyaleitsvereiste niet kunnen spelen. De deelnemers beschikken immers niet over de nodige informatie, tijd en bekwaamheid om het beheer op te volgen en te beoordelen.²⁶⁰ Dat is precies een van de redenen waarom ze voor collectieve belegging hebben gekozen. De belangrijkste reden waarom een algemene vergadering bij ICBs dan ook weinig nut heeft, is dezelfde waarom dergelijke vergadering bij vennootschappen waarvan de aandelen onder het publiek zijn verspreid weinig bijdraagt tot het afstemmen van het beleid op de belangen van de kleine individuele beleggers, namelijk het notoire absentisme op dergelijke vergaderingen.²⁶¹ Is het al erg gesteld met de aanwezigheid van kleine beleggers op algemene vergaderingen van beursgenoteerde “gewone” vennootschappen,²⁶² dan is het helemaal irrealistisch te verwachten dat beleggers die kiezen voor collectief beheer van hun spaargelden ooit de moeite zouden doen of reëel in de mogelijkheid zouden verkeren om actief aan het beheer deel te nemen.²⁶³ De regulering houdt hiermee wel rekening door een quorumregeling te voorzien,²⁶⁴ maar dit betekent in de realiteit dat bijna altijd twee bijeenroepingen nodig zullen zijn. Uiteindelijk lijkt

²⁵⁹ M. VAN DE PUTTE & J.-A. BOON (*supra* noot 24), nr. 63, p. 100: “Cette assemblée générale n’est pas le pouvoir souverain que représente l’assemblée générale des actionnaires d’une société qui, dans les conditions de quorum et de majorité voulues, dispose de tous les pouvoirs.”

²⁶⁰ C. STEVANT, (*supra* noot 11), p. 47; cf. J.-M. DIDIER (*supra* noot 93), p. 949-950: “pourquoi imposer aux participants de se réunir en une quelconque assemblée de contrôle alors qu’ils ont précisément choisi cette forme de placement pour se débarrasser de tous soucis ?”

²⁶¹ Zie Wetsontwerp betreffende de Gemeenschappelijke Beleggingsfondsen en tot Wijziging van het Wetboek der Zegelrechten en het Wetboek der met het Zegel Gelijkgestelde Taxes, Advies van de Raad van State, *Parl. St.*, Senaat, 1955-1956, nr. 162, 27-37, p. 30-31: de regering wijst er volgens de Raad van State op dat “Wegens het welbekend absentisme van de houders van effecten [...] de beslissingen van de vergadering immers kunnen uitgaan van een kleine minderheid van eigenaars in het onverdeelde die met de beheerders samenwerken”; zie ook P. DE BEUS (*supra* noot 26), p. 23, die reeds in 1951 over het ontbreken van enige vorm van medezeggenschap van de deelnemers in een beleggingsfonds erop wees dat “ook bij de naamloze vennootschap met eigen portefeuille [...] niet [mag] verwacht worden dat alles volmaakt zou zijn: de belangstelling van de aandeelhouders voor de algemene vergadering van een naamloze vennootschap, bijzonder wanneer het aantal der vennoten betrekkelijk groot is, laat doorgaans veel te wensen over. De meesten wonen die vergadering niet bij”; cf. recent E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 87), nr. II. §3 op p. ???.

²⁶² Zie C. VAN DER ELST, “Attendance of Shareholders and the Impact of Regulatory Corporate Governance Reforms – An Empirical Assessment of the Situation in Belgium”, *European Business Organization Law Review*, vol. 5, 2004, 471-510; zie ook E. WYMEERSCH & C. VAN DER ELST, “De Werking van de Algemene Vergadering van Aandeelhouders in de Belgische Beursgenoteerde Vennootschappen: Een Empirisch Onderzoek”, *T.B.H.*, 1997, 72-92.

²⁶³ Zie ook E. WYMEERSCH (*supra* noot 39), p. 222: “het is algemeen bekend dat [de algemene vergadering bij BEVEKs] een zeer geringe belangstelling van de beleggers geniet. De vraag rijst derhalve of men dit democratisch instrument moet activeren, dan wel veeleer alternatieve wegen moet onderzoeken om de verantwoording van het bestuur tegenover de beleggers te versterken.” Zie ook het Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 20, waarin de Commissie tot de conclusie is gekomen dat een *comply or explain* aanpak bij ICBs geen zin heeft omdat er geen adequaat functionerende algemene vergadering is en de deelnemers onvoldoende belang hebben zich actief met de toepassing of afwijking te bemoeien en beleidsbepalers indien nodig ter verantwoording roepen. Zie reeds *A Study of Mutual Funds*, Prepared for the Securities and Exchange Commission by the Wharton School of Finance and Commerce, H.R. Rep. nr. 2274, 87th Congress, 2d Session, augustus 1962, p. 8 (hierna: “Wharton Rapport”), p. 7-8: “the very concept of shareholder control through the exercise of voting rights may be contrary to the realities of the mutual fund business. Shareholder attendance at annual meetings has been low, and shareholder voting has been carried out almost exclusively by proxy. Under these conditions management control has been a virtually automatic consequence of possession of the corporate proxy machinery by the promoting management group.”

²⁶⁴ De Raad van State had het door de regering ingebrachte bezwaar tegen haar voorstel op een algemene vergadering in te stellen op basis van het te verwachten absentisme geantwoord dat daarin “[t]en hoogste [...] een verantwoording [zou] kunnen liggen voor de eis, dat een bepaald quorum wordt bereikt om geldig te beslissen.” Zie Advies Raad van State 1957 (*supra* noot 226), p. 31. De in 1990 ingevoerde quorumregeling is geïnspireerd door de regeling van toepassing op naamloze vennootschappen. Zie Artikel 13, §4, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie reeds oud Artikel 113, §3, Wet Financiële Transacties en Markten 1990; zie ook L. CORNELIS & J. PEETERS (*supra* noot 95), p. 323, voetnoot 171.

de verplichte algemene vergadering bepaalde beslissingen dus alleen maar duurder te maken,²⁶⁵ zonder te leiden tot een toegenomen loyauteit.²⁶⁶

§4. Autonomie van het Operationeel Bestuur van de Beheerder

50. Vermits blijkt dat noch de bewaarder, noch de deelnemers verzameld in de algemene vergadering in staat zijn effectief te beoordelen of het beheer van ICBs voldoet aan de loyauteitsvereiste, komt de taak om te waken over de belangen van de deelnemers in de huidige stand van zaken dus terecht bij de beheerder zelf. Dit is op zijn minst paradoxaal te noemen, gegeven de dubbele *agency* relatie die bestaat, enerzijds tussen de beheerder en de gemeenschap van deelnemers aan de ICB en anderzijds tussen de beheerder en de aandeelhouders van deze onderneming of de financiële groep waartoe deze behoort.²⁶⁷ Het is in het licht van dit probleem dat de mate waarin het beheer van ICBs in ons land in de praktijk wordt gedomineerd door dezelfde financiële groep die tevens als bewaarder en als distributeur voor deze ICBs optreedt,²⁶⁸ reeds langer een aandachtspunt is in de discussie over belangenconflicten in de financiële wereld.²⁶⁹ Een van de hiervoor gesuggereerde oplossingen bestaat uit maatregelen die ervoor moeten zorgen dat het bestuur van de ICBs “autonomer” wordt van de rest van de financiële groep waartoe de beheerder behoort.²⁷⁰

Zoals reeds vermeld, heeft de CBF ter zake Circulaire ICB 1/2000 uitgevaardigd.²⁷¹ Hiermee wilde de CBF concrete inhoud geven aan de reglementaire verplichting van beheer- en beleggingsvennootschappen te beschikken over een voor een autonoom beheer passende organisatie.²⁷² Deze aanpak was een schoolvoorbeeld van het gebruik van *governance* van ICB als remedie tegen belangenconflicten, vermits deze beoogde “door de invoering van een aantal structurele maatregelen meer autonomie in het beheer van beleggingsinstellingen te verwezenlijken en belangenconflicten in dit verband te voorkomen of te beheersen.”²⁷³ Ook al

²⁶⁵ Cf. E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), p. 101. In deze context is het leerzaam dat het ontbreken van een verplichte algemene vergadering voor fondsen in Frankrijk door sommigen wordt aangehaald als de verklaring waarom het marktaandeel van beleggingsvennootschappen daalt ten voordele van beleggingsfondsen. Zie bv. M.-C. LOPEZ, “La Fin Annoncée des SICAV”, *Tribune*, 17 september 2004, geciteerd in C. STEVANT, (*supra* noot 11), voetnoot 39 op p. 47. Analoog heeft de sector in de Verenigde Staten snel gereageerd op de liberalisering van het vennootschappenrecht in sommige staten waardoor een meerderheid van de ICBs nu gevestigd is in staten die niet vereisen dat een jaarlijkse algemene vergadering wordt gehouden. Zie A Half Century of Investment Company Regulation (*supra* noot 155), p. 273, en zie ook p. 274-282 voor een kosten-batenanalyse van verschillende verplichte goedkeuringen door de algemene vergadering.

²⁶⁶ Zelfs de traditionele verplichting van een jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders bij beursgenoteerde vennootschappen wordt om die reden meer en meer bekritiseerd. Zie bv. W.K. SJOSTROM, Jr., “The Case Against Mandatory Annual Director Elections and Shareholders’ Meetings”, te verschijnen in het *Tennessee Law Review*, vol. 74, 2006 (beschikbaar in working paper versie in de elektronische bibliotheek van het Social Science Research Network op <www.ssrn.com/abstract=907474>). Pleidooien om de algemene vergadering bij ICBs af te schaffen, bestaan al langer. Zie bv. R.M. PHILLIPS, “Deregulation under the Investment Company Act – A Reevaluation of the Corporate Paraphernalia of Shareholder Voting and Boards of Directors”, *The Business Lawyer*, vol. 37, 1982, 903-913, p. 908-910.

²⁶⁷ C. STEVANT, (*supra* noot 11), p. 47.

²⁶⁸ Zie *supra* noot 148 en bijbehorende tekst.

²⁶⁹ Zie E. WYMEERSCH & M. KRUIHOF (*supra* noot 3), nr. 14 op p. 307; zie ook F. NAERT (*supra* noot 36), p. 191: “Het blijkt overigens steeds meer dat de afwezigheid van een reglementair of conventioneel kader, dat op geloofwaardige wijze de beheersautonomie van ICB’s verzekert, een belemmering vormt voor de internationale uitbouw en erkenning van de ICB’s naar Belgisch recht”, en vooral op p. 192: “buitenlandse toezichhouders [vragen] vanwege de CBF een attestatie [...] dat [...] [Belgische] ICB’s wel degelijk op een autonome en professionele manier worden beheerd. In de mate waarin de diensten van de Commissie zelf vragen hebben bij deze autonomie, kunnen zij uiteraard moeilijk aan de leden van de CBF voorstellen dergelijke attestatie ook daadwerkelijk af te leveren”; J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 447: “Het bestaan van mogelijke belangenvermenging in hoofde van Belgische beleggingsinstellingen – of minstens de indruk dat zij bestaan – wordt blijkbaar vaak beschouwd als een minpunt voor de Belgische sector”.

²⁷⁰ J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 451-453; F. NAERT (*supra* noot 36); cf. St. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 60, p. 97.

²⁷¹ Zie *supra* noot 75.

²⁷² Zie *supra* randnummer 13.

²⁷³ CBF, *Jaarverslag 1999-2000*, p. 102.

werd deze Circulaire achteraf door de CBF ingetrokken nadat ze door de Raad van State was geschorst,²⁷⁴ de inhoud ervan blijft ook vandaag nog ten dele relevant. Immers, niet alleen vormde deze regeling in feite een consecratie van wat de grotere spelers op de Belgische markt reeds in de praktijk toepasten,²⁷⁵ naar verluidt past de CBF en later de CBFA dezelfde beginselen ook nu nog altijd toe bij haar individuele beslissingen inzake de erkenning van beleggings- en beheersvennootschappen.²⁷⁶ Recent heeft de CBFA het initiatief genomen een nieuwe circulaire te ontwerpen bedoeld om de principes inzake deugdelijk bestuur in alle types aan haar toezicht onderworpen financiële instellingen op globale wijze te ordenen.²⁷⁷ Hierin is vanzelfsprekend ook een regeling opgenomen met betrekking tot de autonomie van het bestuur, vermits deze nieuwe regeling het bestaande regime van de protocols inzake de bankautonomie zal vervangen.²⁷⁸

51. Een eerste element dat in de structuur van het beheer van ICBs werd ingevoerd, is het onttrekken van het management van het operationeel beleid van de beheerder aan de directe controle van diens aandeelhouders. Daartoe maakt het wettelijk regime van toepassing op financiële instellingen die aan het beheer van ICBs kunnen deelnemen het mogelijk om in de statuten van de instelling toe te staan dat alle of een deel van de in Artikel 522, §1, eerste lid, W.Venn.,²⁷⁹ bedoelde bevoegdheden van de raad van bestuur worden overgedragen aan een directiecomité, voor zover deze delegatie niet slaat op de vaststelling van het algemeen beleid of op handelingen die volgens het W.Venn. zijn voorbehouden voor de raad van bestuur zelf.²⁸⁰ Deze bevoegdheidsdelegatie gaat dus verder dan het louter dagelijkse bestuur.

Sinds de invoering van de protocols inzake de bankautonomie vormt een variatie op het duale bestuursmodel, waarbij het operationeel beleid exclusief wordt toevertrouwd aan een directiecomité samengesteld uit voltijdse professionals zonder bindingen met de aandeelhouders, de standaard inzake *governance* van kredietinstellingen.²⁸¹ Dit model kan ook worden teruggevonden in de ondertussen ingetrokken Circulaire ICB 1/ 2000 voor de hierin beschreven “autonome *asset management* vennootschappen”.²⁸² Deze voltijdse

²⁷⁴ R.v.St., Arrest nr. 91.998 van 8 januari 2001 (*supra* noot 76); CBF, *Jaarverslag 2000-2001*, p. 78.

²⁷⁵ De grote Belgische financiële groepen hadden reeds voor de invoering van Circulaire ICB 1/ 2000 hun activiteiten inzake individuele vermogensbeheer ondergebracht in een afzonderlijke entiteit die voldeed aan de richtlijnen in die Circulaire. Zie CBF, *Jaarverslag 1997-1998*, p. 17; CBF, *Jaarverslag 2000-2001*, p. 78. Dit gebeurde in de praktijk vooral onder druk van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, die wantrouwig stonden tegen de verstrengeling van het vermogensbeheer met andere financiële functies bij instellingen in ons land. Zie P.-Y. GOEMANS, Chief Executive Officer van FIMAGEN Belgium, in “Panelgesprek I: La Vision de Trois Professionnels – Banques et Société de Bourse”, *Bank- & Fin.*, 1998/ 4, 195-198, p. 196; J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 447; J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER (*supra* noot 3), p. 231-232; zie ook CH. DAEMS (*supra* noot 74), p. 637; E. DE KEYSER (*supra* noot 74), nr. 3.1., p. 119-120.

²⁷⁶ E. DE KEYSER & J. VANDER STUYFT (*supra* noot 48), voetnoot 116 op p. 98. Zie ook CBF, *Jaarverslag 2000-2001*, p. 78: “De intrekking van de circulaire brengt uiteraard niet met zich mee dat de Commissie, bij de behandeling van dossiers, geen aandacht meer zou moeten schenken aan de autonomie van het beheer van beleggingsinstellingen en aan de problematiek van de voorkoming en/ of beheersing van belangenconflicten bij dit beheer.”

²⁷⁷ Zie Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79).

²⁷⁸ *Supra* randnummer 30.

²⁷⁹ Het betreft hier alle handelingen die nodig of dienstig zijn tot verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behoudens die waarvoor volgens de wet alleen de algemene vergadering bevoegd is.

²⁸⁰ Artikel 161, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, Artikel 26, Bankwet, en Artikel 69, Wet Beleggingsondernemingen.

²⁸¹ Zie hierover afdeling B.1. in de tekst van de protocols van 1974 (*supra* noot 163), p. 240-241 en in de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 253-254; zie hierover ook BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, p. 33-38; zie ook PH. DE MÚELENAERE (*supra* noot 162), p. 547-548. De protocols in de versie van 1992 vermelden expliciet dat de “aandeelhouders [...] zich niet [mogen] mengen in het bankbeheer en inzonderheid niet in de kredietverlening en het effectenbedrijf.” Zie het Algemene Principe 2.c) in de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 252; zie hierover ook PH. DE MÚELENAERE (*supra* noot 162), p. 551.

²⁸² Ten tijde van het invoeren van deze ondertussen ingetrokken Circulaire ICB 1/ 2000 was het statuut van autonome *asset management* vennootschap bedoeld voor de vennootschap van vermogensbeheer van de financiële groep waaraan de beheervenootschap of de BEVEKs gepromoot door de groep hun beheer in feite zouden uitbesteden (zie over deze structurele regeling van het bestuur van ICBs in de praktijk *supra* randnummers 21 en 23). Zoals hoger besproken (zie

vermogensbeheerders oefenen geen andere functies uit in de organisatie van de promotor, de bewaarder of een met een van beide verbonden onderneming.²⁸³ Dit ondertussen dus klassiek geworden stramien wordt ook gevolgd in de nieuwe door de CBFA voorgestelde prudentiële verwachtingen inzake deugdelijk bestuur van financiële instellingen.²⁸⁴

52. De wetgeving verplicht de financiële instellingen niet om dit *governance*-model te volgen: het is in principe de instelling zelf die haar beleid en procedures voor selectie van leiders vaststelt.²⁸⁵ Het prudentieel statuut van deze instellingen verplicht hen echter wel te beschikken over leiders met een voor hun activiteiten gepast profiel.²⁸⁶ Deze geschiktheid van leiders omvat de vereiste van onafhankelijkheid ten aanzien van andere dan de door de financiële instelling bij het uitoefenen van haar activiteiten te behartigen belangen.²⁸⁷ Vermits de CBFA toezicht kan houden op de geschiktheid van de uitvoerende leiders van deze instellingen,²⁸⁸ kan ze dus ook nagaan of deze personen voldoende onafhankelijk zijn ten aanzien van potentieel met de belangen van de cliënten strijdige belangen.

§5. Toezicht op het Operationeel Bestuur van de Beheerder

53. Een tweede element van *good governance* betreft de controle op het operationeel beleid, het eigenlijke beheer van de ICBs. Toezicht op het dagelijks bestuur wordt algemeen als taak van de voltallige raad van bestuur beschouwd. Om deze monitoring effectief en geloofwaardig te maken, dient deze echter in eerste instantie te worden uitgeoefend door niet-uitvoerende

randnummer 24), werd de reglementering ondertussen aan de realiteit aangepast zodat althans voor beheerverenootschappen dergelijke delegatie minder nodig zal zijn, omdat de financiële groepen hun activiteiten inzake vermogensbeheer hebben geconsolideerd in één enkele entiteit onder het statuut van beheerverenootschap. De analoge toepassing van de principes waarop Circulaire ICB 1/ 2000 was gebaseerd op de huidige situatie betekent dus dat het de beheerverenootschappen zijn die zelf moeten voldoen aan het statuut van autonome *asset management* venootschap. Voor groepen die geen beheerverenootschap bevatten en die dus enkel zelfbeheerde BEVEKs promoten, gelden de vereisten inzake autonomie voor de vermogensbeheerder waaraan het beheer van de portefeuille wordt gedelegeerd.

²⁸³ Circulaire ICB 1/ 2000 (*supra* noot 75), II.B. op p. 4 en II.D.2.b)(ii) op p. 9-10; zie ook J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 451. De nieuwe Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles voorziet dat de personen die op voordracht van de bewaarder in de raad van bestuur van een beleggings- of beheerverenootschap zetelen, niet aan de effectieve leiding ervan mogen deelnemen. Artikel 50, §1, tweede lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles. Deelnemen aan de effectieve leiding van de ICB is immers onverenigbaar met de toezichtsfunctie die de bewaarder verondersteld wordt waar te nemen. Zie *supra* noot 213.

²⁸⁴ Volgens Beginsel II in het Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 12 op p. 7 en nr. 14 op p. 9 (zie ook Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 34 op p. 9) dient binnen de leiding van een financiële instelling een onderscheid te worden gemaakt tussen personen belast met het leiden van de ondernemingsactiviteit en de personen die op hen toezicht uitoefenen. Bij instellingen die zijn opgericht in de vorm van een naamloze venootschap impliceert dit dat de managementfunctie wordt uitgeoefend door uitvoerende bestuurders verenigd in een directiecomité. Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 14 (II.3) op p. 10; Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 34 op p. 9. Beheerverenootschappen moeten verplicht worden opgericht in de vorm van een NV (Artikel 148, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles), terwijl beleggingsondernemingen en kredietinstellingen in gelijk welke vorm van een handelsvenootschap met uitzondering van een door één persoon opgerichte BVBA kunnen worden opgericht (Artikel 57, Wet Beleggingsondernemingen; Artikel 15, Bankwet). In de praktijk blijken echter 78% van de banksector en 86% van de sector van de beleggingsondernemingen te hebben gekozen voor de rechtsvorm van een NV (Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), voetnoot 19 op p. 10).

²⁸⁵ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 18 (VI.4) op p. 20.

²⁸⁶ Artikel 151, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; Artikel 60, Wet Beleggingsondernemingen; Artikel 18, Bankwet; zie ook Artikel 5bis(1)(b), ICBE-Richtlijn; Artikel 9, MiFID; Artikel 11, Bankrichtlijn.

²⁸⁷ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 18 (VI.3 en VI.4) op p. 20 en (VI.7) op p. 23.

²⁸⁸ Iedere vervanging van de leidende personen wordt in de praktijk vooraf aan de CBFA gemeld, zodat deze de geschiktheidstoetsing kan uitvoeren voorafgaand aan hun aanstelling. Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 18 (VI.5) op p. 21. De geldende wetgeving vereist echter niet dat de aanstelling van effectieve leiders aan de voorafgaande goedkeuring van de CBFA moet worden voorgelegd. De CBFA is daarom voorstander van een wetswijziging die dit wel regelt. Zie Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 37 op p. 10.

leiders.²⁸⁹ Daarom wenst de CBFA dat de raad van bestuur bij financiële instellingen die in de vorm van een NV zijn opgericht in meerderheid uit niet-uitvoerende bestuurders bestaat, en dat de functie van voorzitter van die raad wordt gesplitst van de functie van voorzitter van het directiecomité en wordt uitgeoefend door een niet-uitvoerend bestuurder.²⁹⁰ De vereiste van een raad van bestuur die onafhankelijk is van het dagelijks bestuur en het management van de ICB bestaat in verschillende landen.²⁹¹

54. En hier duikt het cruciale probleem op voor de *governance*-structuur van ICBs in het licht van de loyauteitsvereiste. De toezichtsfunctie van de raad van bestuur van de beheerder staat normaliter – bedoeld is volgens het algemene vennootschapsrechtelijke stramien – ten dienste van de belangen van deze beheerder zelf en van diens aandeelhouders.²⁹² Het te controleren beleid dient echter te zijn ingegeven door loyauteit aan de belangen van de deelnemers in de ICB, de (indirecte) cliënten van de beheerder. Om geloofwaardig te zijn, dient het toezicht dus niet alleen onafhankelijk te zijn van het operationele beheer van de ICB maar ook van de belangen van de met de beheerder verbonden partijen, in het bijzonder de financiële groep waartoe deze behoort.²⁹³

Dit probleem wordt in de Amerikaanse reglementering opgevangen door te eisen dat elke ICB, ongeacht of deze rechtspersoonlijkheid heeft of niet, een *board of directors* heeft, los van de *advisor* waaraan het beheer van de portefeuille werd gedelegeerd.²⁹⁴ Van oudsher dienen deze *boards* een aantal van de *advisor* onafhankelijke bestuurders te bevatten.²⁹⁵ Dit orgaan vervult de klassieke functie van een *trustee*: in het belang van de begunstigde het beheer uitbesteden en erop toezien dat deze opdracht correct en exclusief in het belang van de beleggers wordt uitgevoerd.²⁹⁶ Vergelijkbaar is het systeem in Australië, waar elk *managed investment scheme* waarvan niet minstens de helft van de leden van de raad van beheer extern zijn een afzonderlijk *compliance committee* dient op te richten dat minstens drie leden moet tellen en voor een meerderheid moet bestaan uit externe leden.²⁹⁷ In Canada werd onlangs een nieuw systeem ingevoerd waarbij elk *investment fund* een *independent review committee* moet hebben, samengesteld

²⁸⁹ Zie ook IOSCO Independent Oversight Consultation Report (*supra* noot 7), p. 10: “There should not be any confusion between responsibilities of the Independent Oversight Entities when exercising their oversight function on the one side and the CIS Operator in its asset management role over the CIS on the other side.”

²⁹⁰ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 14 (II.3) op p. 10 en (II.5) op p. 13; Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 28-29 op p. 7; zie reeds afdeling B.2.b) en c) in de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 254-255, en afdeling B.2. in de tekst van de protocols van 1974 (*supra* noot 163), p. 241.

²⁹¹ OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 165.

²⁹² Zie *supra* randnummers 28-29.

²⁹³ Cf. IOSCO Independent Oversight Consultation Report (*supra* noot 7), p. 6, waar wordt voorgesteld de vereiste onafhankelijkheid te omschrijven als: “a set of arrangements that provide Independent Entities with appropriate legal conditions and autonomy to exercise their powers and functions without constraints or interferences from the CIS Operator or its related parties, and allow adequate and objective oversight of the CIS and CIS Operator’s activities, with the objective of protecting CIS Investors and their assets.”

²⁹⁴ Zie A Half Century of Investment Company Regulation (*supra* noot 155), p. 252. Voor een historisch overzicht van de totstandkoming van de reglementering van ICBs in Amerika, zie W.P. NORTH, “A Brief History of Federal Investment Company Legislation”, *Notre Dame Lawyer*, vol. 44, 1969, 677-698.

²⁹⁵ De wet schrijft voor dat de board minstens 40% onafhankelijke bestuurders moet bevatten. Zie Section 10(a) van de Investment Company Act van 1940, gecodificeerd in 15 U.S.C. §80a-10(a). Via uitvoerende *rules* onder de Investment Company Act van 1940 wordt in de realiteit echter een hoger percentage onafhankelijke bestuurders opgelegd. Zie *infra* noot 319.

²⁹⁶ “Congress’ purpose in structuring the Act as it did is clear. It ‘was designed to place the unaffiliated directors in the role of ‘independent watchdogs,’ who would ‘furnish an independent check upon the management’ of investment companies”. Burks v. Lasker, 441 U.S. 471-488, p. 484 (1979); zie ook A Half Century of Investment Company Regulation (*supra* noot 155), p. 255-256: “The independent directors, in particular, are expected to look after the interests of shareholders by ‘furnishing an independent check upon management’”. Zie over deze independent directors in het algemeen ook W.J. NUTT, “A Study of Mutual Fund Independent Directors”, *U. Penn. L. Rev.*, vol. 120, 1971, 179-270.

²⁹⁷ Zie Section 601JA en 601JB van de Australische Corporations Act 2001, Act No. 50 of 2001 as amended, te raadplegen op ComLaw (Commonwealth of Australia Law) op de web site van het departement van de Australische Attorney-General op <www.comlaw.gov.au> in de categorie “Commonly Viewed Legislation”.

uit minstens drie van de manager onafhankelijke personen, waaraan alle transacties waarbij door een redelijke persoon belangenconflicten worden verwacht moeten worden voorgelegd. Om kosten te besparen, is het echter ook mogelijk om dergelijk *committee* voor meerdere fondsen samen op te richten, zelfs voor alle fondsen door dezelfde manager beheerd.²⁹⁸

Alhoewel kan worden overwogen of het nuttig is dergelijke oplossing ook bij ons in te voeren,²⁹⁹ zijn er verschillende elementen die hiertegen pleiten. Ten eerste wordt zo een structuur voor zover wij weten nergens in continentaal Europa toegepast, en vermits het invoeren van een verplichte onafhankelijke en voldoende bekwame toezichtsraad per ICB heel wat kosten zal meebrengen, zou het waarschijnlijke gevolg van de invoering van dergelijke verplichting een delocatie van het collectief beheer naar andere, minder veeleisende Lid-Staten kunnen zijn.³⁰⁰ Ten tweede staat dit organisatorisch model eigenlijk haaks op de gedachte die de basis vormt voor de recente Europese regulering van ICBs: hierbij is niet de ICB zelf maar wel de beheerder van de ICB – in de praktijk meestal een beheervenootschap – het zwaartepunt.³⁰¹

Er is echter nog een derde reden waarom het invoeren van een onafhankelijke raad per ICB geen goed idee is, en dat is dat dergelijke raad waarschijnlijk niet echt in staat zal zijn effectief te waken voor de belangen van de beleggers. Natuurlijk kan zo een toezichtsraad nuttig zijn bij bepaalde transacties die de beheerder wenst aan te gaan voor rekening van de ICB waarbij er overduidelijk en voor iedereen zichtbaar een belangenconflict bestaat, zoals bijvoorbeeld bij het vastleggen van de vergoeding van de beheerder of bij het vaststellen van de voorwaarden waaraan transacties waarbij de beheerder zelf als tegenpartij optreedt worden aangegaan.³⁰² Maar belangenconflicten situeren zich eerder verspreid over allerlei op zich minder betekenisvolle transacties, in feite bij alle effectenverrichtingen die slechts op indirecte manier een invloed uitoefenen op de vermogenspositie van de beheerder of van andere

²⁹⁸ Zie National Instrument 81-107 “Independent Review Committee for Investment Funds” van de Canadian Securities Administrators (CSA), *OSC Bulletin*, vol. 29, 10 november 2006, p. 8.807-8.839, beschikbaar op de web site van de Ontario Securities Commission op <www.osc.gov.on.ca>.

²⁹⁹ Bij instellingen voor belegging in schuldvorderingen is zo bijvoorbeeld voorzien dat één of meer vertegenwoordigers van de houders van schuldinstrumenten van eenzelfde categorie worden aangesteld om deze houders te vertegenwoordigen en hun belangen te behartigen, analoog aan de rol van de *trustee* in het Anglo-Amerikaanse systeem. Zie Artikel 27, §1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles; zie ook Wetsontwerp tot Wijziging van de Wet van 4 december 1990 op de Financiële Transacties en de Financiële Markten, Artikel 2075 van het Burgerlijk Wetboek, Artikel 2 van Titel VI, Boek I van het Wetboek van Koophandel, Artikel 22 van de Wet van 10 juni 1964 op het Openbaar Aantrekken van Spaargelden, Artikel 44 van het BTW-Wetboek en Artikel 265 van het Wetboek van de Inkomstenbelastingen 1992, Memorie van Toelichting, *Parl. St.*, Kamer, 1995-1996, nr. 641/1, 1-17, p. 9; CBF, *Jaarverslag 1996-1997*, p. 130-131.

³⁰⁰ De ICBE-Richtlijn heeft voor de belangrijkste categorie ICBs, de ICBEs, immers een systeem van Europees Paspoort ingevoerd, waarbij de structuurkenmerken van ICBs door de reglementering van het thuisland wordt bepaald: zie Artikel 1(6), 4(1) en 49(3), ICBE-Richtlijn; zie hierover M. TISON (*supra* noot 126), nr. 943-1004, p. 462-492; V. DE SCHRYVER, “Beleggingsinstellingen in Grensoverschrijdend Perspectief” (*supra* noot 119), nr. 20, p. 193. Zie ook Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 43-44. Dit argument zou natuurlijk vervallen indien deze verplichting op EU-niveau zou worden opgelegd.

³⁰¹ Zie ook Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 44. Een van de nieuwigheden ingevoerd in de ICBE-Richtlijn door de Richtlijn Beheervenootschappen en Prospectussen (*supra* noot 119) was immers het prudentiële statuut voor beheervenootschappen met geharmoniseerde vergunnings- en bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden en een geharmoniseerde toezichtsregeling. Zie V. DE SCHRYVER, “Beleggingsinstellingen in Grensoverschrijdend Perspectief” (*supra* noot 119), nr. 43-81, p. 106-223. De Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles gaat dan ook verder dan de regeling inzake ICBs opgenomen in de Wet Financiële Transacties en Markten van 1990, omdat deze ook het statuut van en de toezichtregeling voor de beheervenootschappen van instellingen voor collectieve belegging uitwerkt. Zie Memorie van Toelichting 2004 (*supra* noot 24), p. 6; zie ook CBF, *Jaarverslag 2002-2003*, p. 180.

³⁰² Dit zijn dan ook de specifieke taken van de onafhankelijke bestuurders van Amerikaanse *investment companies*. Zo dient het contract tussen de *investment company* en de *adviser* bij het totstandkomen en vervolgens na twee jaar om het jaar te worden geëvalueerd en goedgekeurd door een meerderheid van niet-geïnteresseerde bestuurders (zie Section 15(c) van de Investment Company Act van 1940, 15 U.S.C. §80a-15(c); zie hierover S.J. FRIEDMAN, “The Role of Outside Directors in Negotiating Investment Company Advisory Agreements”, *Review of Securities & Commodities Regulation*, vol. 24, 1991, 49). Andere regels maken een ontheffing van een wettelijk verbod op transacties die een groot risico op belangenconflicten inhouden afhankelijk van een goedkeuring van de voorgenomen transactie door een meerderheid van onafhankelijke bestuurders (zie Rules 10f-3, 12b-1, 15a-4(b)(2), 17(a)-7, 17a-8, 17d-1(d)(7), 17e-1, 17g-1, 18f-3, en 23c-3, gecodificeerd in 17 C.F.R. §270). Voor een korte bespreking, zie A Half Century of Investment Company Regulation (*supra* noot 155), p. 256-260.

cliënten van de beheerder. Toezicht uitoefenen op deze transacties met de bedoeling te waken voor de belangen van de beleggers is niet mogelijk *ex post* en van buitenuit. Het vereist immers dat de werkelijke motieven voor bepaalde beslissingen worden nagegaan die in de realiteit voor buitenstaanders onbekend blijven.³⁰³ Dergelijk toezicht is ook alleen mogelijk wanneer de toezichter op de hoogte is van alle andere belangen die de beheerder bij elke transactie heeft, en het valt te betwijfelen dat een financiële instelling ooit bereid zou zijn dergelijke informatie met buitenstaanders te delen.³⁰⁴

55. Daarom lijkt een betere oplossing te bestaan uit het nemen van maatregelen waardoor kan worden verzekerd dat de toezichtsfunctie zoals deze door de raad van bestuur van de beheerder zelf wordt uitgeoefend op een geloofwaardige manier het toezicht op het naleven van de loyauteitsvereiste kan omvatten. Om dergelijke *trustee*-functie waar te maken, moet deze raad van bestuur voldoende onafhankelijk van de beheerder en de met hem verbonden partijen, inclusief de andere vennootschappen uit dezelfde financiële groep, functioneren.³⁰⁵

De bestaande reglementering bevat echter geen verplichting onafhankelijke bestuurders aan te stellen. En wanneer een financiële instelling dergelijke bestuurders aanstelt, stelt zij zelf de criteria vast aan de hand waarvan de onafhankelijkheid wordt getoetst. De CBFA is dan ook niet specifiek bevoegd om zich in het kader van de geschiktheidstoetsing van een bestuurder die door een instelling als onafhankelijk wordt gekwalificeerd uit te spreken over de toepassing van deze door de instelling zelf vastgelegde criteria. De toezichthouder kan echter wel tussenkomen op basis van haar prudentiële bevoegdheden indien het beleid van de instelling aanleiding zou geven tot betekenisvolle juridische risico's.³⁰⁶

Op zich is het aanbevelen van onafhankelijke bestuurders voor financiële instellingen echter niet nieuw. Reeds enige tijd bestaat de overtuiging dat de raad van bestuur van een financiële instelling naast de uitvoerende bestuurders, die tevens in het directiecomité zetelen en die als het ware de belangen van de instelling zelf vertegenwoordigen,³⁰⁷ en niet-uitvoerende bestuurders die de aandeelhouders vertegenwoordigen,³⁰⁸ een derde soort personen dient te bevatten, namelijk personen zonder band met de financiële instelling zelf, haar aandeelhouders of de financiële groep waartoe de instelling behoort. In de protocols inzake de bankautonomie

³⁰³ Zie *supra* noot 70 en bijbehorende tekst.

³⁰⁴ Zie reeds *supra* noot 220 en bijbehorende tekst.

³⁰⁵ OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 165: "In cases where the final authority for monitoring for standards of integrity rests solely with the board of the operator, it is essential to erect very robust internal safeguards to address conflicts of interest and prevent the abuse of insider positions. This obligation is particularly strong when the board members have links to affiliated companies and/ or when an affiliated company acts as depositary."

³⁰⁶ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 18 (VI.7) op p. 23. De CBFA stelt wel voor een individuele geschiktheidstoetsing van niet-uitvoerende bestuurders in de wet te voorzien. Zie Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 12 op p. 3 en nr. 40 op p. 11-12.

³⁰⁷ De leden van het directiecomité moeten allemaal lid zijn van de raad van bestuur. Bij financiële instellingen wordt het directiecomité opgericht "in" de raad van bestuur; zie Artikel 161, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, Artikel 26, Bankwet, en Artikel 69, Wet Beleggingsondernemingen. Bij "gewone" vennootschappen kan het directiecomité geheel of gedeeltelijk bestaan uit niet-bestuurders; zie Artikel 524*bis*, tweede lid, W.Venn. Dit verschil werd ingegeven door de overweging dat de raad van bestuur, bevoegd om het algemeen beleid en de strategie van de financiële instelling vast te stellen, "niet de zetel mag zijn van een van buitenuit geïnspireerde macht die geheel of gedeeltelijk vreemd is aan de belangen van de bank in haar eigen functie." BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, p. 33-34. Hierdoor wordt ook vermeden dat er informatie-asymmetrie zou ontstaan tussen verschillende leden van het directiecomité onderling. Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 14 (II.4) op p. 11; Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 33 op p. 8. Deze gemengde samenstelling van de raad van bestuur is het grote verschil tussen het regime van toepassing op kredietinstellingen in ons land en het Duitse en Nederlandse duaal systeem van vennootschapsbestuur, waarin het tegelijkertijd lid zijn van het uitvoerend orgaan en het toezichtsorgaan precies verboden is. Zie H. DE WULF, *Taak en Loyauteitsplicht van het Bestuur in de Naamloze Vennootschap*, Antwerpen-Groningen: Intersentia, 2002, nr. 338 op p. 205; E. POTTIER & TH. L'HOMME, "La Loi 'Corporate Governance' du 2 août 2002 modifiant le Code des Sociétés", *T.B.H.*, 2005/ 4, 311-355, p. 321.

³⁰⁸ De protocols inzake de bankautonomie voorzagen dat de raad van bestuur een passende vertegenwoordiging van de aandeelhouders moest bevatten. Zie afdeling B.2. in de tekst van de protocols van 1974 (*supra* noot 163), p. 241, en afdeling B.2.b) in de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 254: "In de raad van bestuur moeten met name [...] de aandeelhoudersbelangen op passende wijze vertegenwoordigd zijn [...]".

werden dergelijke onafhankelijke bestuurders nuttig geacht om ervoor te zorgen dat het algemeen beleid van de bank voldoende “objectief” is, passend bij de nauwe verbondenheid van de bankfunctie met het algemeen belang.³⁰⁹ In de ondertussen ingetrokken Circulaire ICB 1/2000 werden onafhankelijke bestuurders echter specifiek voorgesteld om toe te zien op de naleving van het principe dat de ICB wordt beheerd in het uitsluitend belang van de deelnemers.³¹⁰ Dit kan overigens worden vergeleken met de wettelijke vereiste dat het personeel moet zijn vertegenwoordigd in de raad van beheer of in een op te richten toezichtcomité van een instelling voor bedrijfspensioenvoorziening wanneer de uitvoering van een collectieve pensioentoezegging eraan werd toevertrouwd.³¹¹

56. In de recent voorgestelde nieuwe *governance*-principes voor financiële instellingen erkent de CBFA als *best practice* en beveelt zij uitdrukkelijk aan dat elke financiële instelling een “voldoende aantal” onafhankelijke bestuurders aanstelt.³¹² Zij stipt hierbij terecht aan dat de onafhankelijkheid van niet-uitvoerende bestuurders vooral van belang is bij financiële instellingen die tot een groep behoren. In een groep wordt het algemeen beleid en de strategie van de vennootschappen die tot deze groep behoren doorgaans op het niveau van de moeder bepaald; het uitvoerend bestuur van de dochter, het directiecomité, zal dus worden aangestuurd door de groep of door *business lines* vanuit de groep. De dochter heeft zelf echter eventueel strijdige verplichtingen en dient gezien haar prudentieel statuut dus bezwaar in te brengen tegen beslissingen die ingaan tegen de belangen van haar cliënten die zij geacht wordt te behartigen. Dit zal in de praktijk alleen realistisch zijn indien de niet-uitvoerende bestuurders die binnen de dochter toezicht uitoefenen onafhankelijk zijn ten opzichte van de andere vennootschappen in de groep, in het bijzonder de moedervennootschap.³¹³

§6. Onafhankelijk Toezicht door een Loyauteitscomité?

57. Wat nodig is in een interne *governance*-structuur van het beheer van ICBs exclusief ten dienste van het belang van de deelnemers is een orgaan of personen wiens taak het is specifiek

³⁰⁹ BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1973-1974*, p. 34; PH. DE MÛELENAERE (*supra* noot 162), p. 548-549: “La désignation d’indépendants correspond au souci de permettre d’associer aux travaux du conseil des personnes expérimentées représentant les milieux d’affaires et scientifiques. Leur rôle est de veiller particulièrement au respect de la mission d’intérêt général de la banque.” De protocollen van 1974 zwegen nog over onafhankelijke bestuurders, maar in de tekst van de protocollen van 1992 werd gesteld dat “aan onafhankelijke derden kunnen mandaten worden toevertrouwd, om te komen tot een gediversifieerde samenstelling van de raad van bestuur”; zie afdeling B.2.b) in de tekst van de protocollen van 1992 (*supra* noot 163), p. 255

³¹⁰ Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), II.B. op p. 4; zie ook J.L.-DUPLAT (*supra* noot 3), p. 451; J.-P. MAES & V. DE SCHRYVER (*supra* noot 3), p. 238; ST. ROBBERECHTS (*supra* noot 3), nr. 60 op p. 99. Onafhankelijk betekende in deze context dat deze bestuurders noch bindingen hebben met de financiële groep of andere vennootschappen in de financiële groep, in het bijzonder de promotor, noch bindingen hebben met de *asset management* vennootschap zelf, met andere woorden geen uitvoerend bestuurders zijn en ook geen zakelijke of andere relatie met deze vennootschap hebben. Zie Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), Bijlage op p. 12. Omdat de uitoefening van een taak of opdracht in verband met de verhandeling of uitgifte van effecten als noodzakelijk aanleiding gevend tot ongewenste belangenconflicten werd beschouwd, schreef de CBF ook voor dat personen met dergelijke functie geen zitting kunnen hebben in de raad van bestuur van een beleggings- of beheerennootschap. Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), II.B. op p. 4.

³¹¹ Zie Artikel 41, Wet van 28 april 2003 betreffende de Aanvullende Pensioenen en het Belastingstelsel van die Pensioenen en van Sommige Aanvullende Voordelen inzake Sociale Zekerheid, *B.S.*, 15 mei 2003, zoals gewijzigd door de Wet van 27 oktober 2006 betreffende het Toezicht op de Instellingen voor Bedrijfspensioenvoorzieningen, *B.S.*, 10 november 2006.

³¹² Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 18 (VI.7) op p. 23. Onafhankelijk betekent hier dat deze personen geen commerciële, nauwe familie- of andere banden hebben met de financiële instelling, de controlerende aandeelhouders of met het uitvoerend bestuur van de instelling. De CBFA heeft overwogen voor te stellen de aanstelling van onafhankelijke bestuurders in de wetgeving te verankeren, maar na de consultatie besloten het voorlopig bij een aanbeveling te houden. Zie Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 41-42 op p. 12.

³¹³ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 26 op p. 31; zie ook Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 24 op p. 6.

te waken voor het belang van de deelnemers.³¹⁴ Om deze taak effectief en geloofwaardig te kunnen uitoefenen, is vereist dat dit orgaan of deze personen (1) tijdig beschikken over de nodige informatie over en kennis van de dagelijkse operationele werking van het beheer en de hierbij rechtstreeks of onrechtstreeks betrokken belangen van de beheerder en over de nodige bekwaamheid, middelen en tijd om te kunnen ingrijpen voordat problemen zich voordoen,³¹⁵ en (2) voldoende onafhankelijk kunnen functioneren van de feitelijke beheerder en de financiële groep waartoe deze behoort om zo geen met de belangen van de cliënten strijdige andere belangen te behartigen.³¹⁶ Het toezicht laten uitoefenen door onafhankelijke bestuurders, wat de *governance*-richtlijnen van de CBFA nu reeds voorzien,³¹⁷ voldoet op zich echter niet aan deze twee voorwaarden.

58. Vooreerst is er het probleem dat de onafhankelijke bestuurders doorgaans slechts een kleine minderheid vormen in de raad van bestuur, die verder is samengesteld uit uitvoerende bestuurders – die zijn blootgesteld aan belangenconflicten omdat ze de belangen van de beheerder zelf zullen trachten te beschermen of de belangen van bepaalde klanten prioritaire behandeling zouden kunnen gunnen – en niet-uitvoerende bestuurders die verbonden zijn met de aandeelhouders, en die uit hoofde van de activiteiten van deze andere ondernemingen uit dezelfde financiële groep die zij vertegenwoordigen ook met de cliënten van de beheerder strijdige belangen kunnen dienen. Kan in die omstandigheden worden verwacht dat deze raad van bestuur een betrouwbare waakhond is voor de belangen van de deelnemers van de door deze instelling beheerde ICBs, of is vereist dat de onafhankelijke bestuurders een meerderheid vormen binnen de raad, net zoals een meerderheid van niet-uitvoerende bestuurders is vereist om hun algemene toezichtstaak geloofwaardig te maken?³¹⁸ Dit laatste is de oplossing die werd gekozen door de Amerikaanse SEC, die sinds kort eist dat de *board of directors* van een *investment company* voor minstens drie vierden bestaat uit onafhankelijke bestuurders en wordt voorgezeten door een onafhankelijke bestuurder.³¹⁹

³¹⁴ Cf. het Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 43: “Naar het oordeel van de Commissie is een belangrijk deel van het probleem gelegen in het feit dat beleggers van een beleggingsinstelling ervan mogen uitgaan dat de beleggingsinstelling uitsluitend wordt beheerd in het belang van de beleggers, maar dat in de organisatiestructuur van beleggingsinstellingen en hun beheerders niemand de expliciete taak heeft ervoor te waken dat overeenkomstig deze norm wordt gehandeld. De *trustee functie* ontbreekt in de huidige organisatiestructuur. In het licht van de [...] veelheid van mogelijke tegengestelde belangen, is juist behoefte aan een duidelijk onderscheiden trustee functie.”

³¹⁵ De algemene vergadering van deelnemers voldoet niet aan deze voorwaarde, en is daarom geen realistisch *governance*-instrument om loyaliteit af te dwingen. Zie *supra* randnummer 49. De bewaarder lijkt op zich goed te zijn geplaatst om als *gatekeeper* op te treden, maar dit blijkt alleen mogelijk als bewaker van de wettelijkheid van transacties, niet van de loyaliteit van de beheerder, want hiervoor ontbreekt het de bewaarder aan informatie over de werkelijke beweegredenen van de beheerder en diens eventueel met de belangen van de beleggers strijdige belangen. Zie *supra* randnummer 41.

³¹⁶ Het dagelijkse operationele bestuur van de financiële instelling zelf voldoet wel aan de eerste voorwaarde maar niet aan deze tweede voorwaarde. Zie *supra* randnummer 54. De bewaarder voldoet in de praktijk zelden aan deze tweede voorwaarde. Zie *supra* randnummer 41.

³¹⁷ Zie *supra* randnummer 53.

³¹⁸ Zie *supra* randnummer 53.

³¹⁹ In de gewijzigde regeling worden een aantal bestaande reglementaire uitzonderingen ten opzichte van normaliter door de Investment Company Act van 1940 verboden transacties (zie *supra* noot 302) voortaan niet alleen afhankelijk gesteld van een goedkeuring door een meerderheid van de onafhankelijke bestuurders maar bovendien van het naleven door de *investment company* van een aantal *governance*-standaarden, waaronder de vereiste minstens 75% onafhankelijke bestuurders en een onafhankelijke voorzitter. 17 C.F.R. §270.0-1(a)(7). Ongeveer 90% van de Amerikaanse ICBs doen een beroep op één of meer van deze uitzonderingen, zodat deze onafhankelijkheidsvereisten in feit bijna op de hele sector van toepassing zijn. IOSCO Final Governance Report (*supra* noot 5), voetnoot 24 op p. 16. De wijziging werd nodig geacht omdat gebleken was dat een goedkeuring door een meerderheid van onafhankelijke bestuurders binnen een raad gedomineerd door afhankelijke bestuurders niet volstond om de controle van de *adviser* te vermijden. Zie SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Investment Company Governance, Investment Company Act Release nr. IC-26520, 27 juli 2004, *Federal Register*, vol. 69 nr. 147, 2 augustus 2004, p. 46.377-46.393. De nieuwe regels werden aangevochten maar op 21 juni 2005 inhoudelijk niet onwettig bevonden in de zaak Chamber of Commerce of the United States of America v. SEC, 412 F.3d 133 (D.C. Cir. 2005), waarin de SEC alleen werd opgedragen de regels opnieuw te overwegen in het licht van de kosten die ze zullen veroorzaken en een alternatief voor de onafhankelijke voorzitter te onderzoeken. De SEC heeft na deze heroverweging de regels ongewijzigd

59. Het is evenwel niet wenselijk, noch nodig dergelijke strenge onafhankelijkheidsvereiste op te leggen voor de raad van bestuur van de beheerder in ons systeem van ICB-beheer.

Dergelijke vereiste is niet wenselijk omdat zij – gecombineerd met de regel dat alle leden van het directiecomité bestuurder zijn³²⁰ en de economische realiteit dat de aandeelhouders van de financiële instelling een voldoende vertegenwoordiging in de raad wensen – zou leiden tot al te grote raden van bestuur die precies hierdoor minder effectief en efficiënt hun werk zullen doen en dus vanuit *governance*-oogpunt niet opportuun zijn.³²¹

Naast dit praktische bezwaar is het echter belangrijker dat een verplichte meerderheid van onafhankelijke bestuurders ongepast is in het licht van de gehele opdracht en taak van de raad van bestuur van een financiële instelling. Terwijl de *board of directors* van een Amerikaanse *investment company* geen andere functie heeft dan het waken voor de belangen van de deelnemers van die ICB, heeft de raad van bestuur van een beheervenootschap, kredietinstelling of beleggingsonderneming natuurlijk nog allerlei andere taken en functies naast het toezien op de loyaleiteit van het operationeel beheer ten opzichte van de belangen van cliënten, zoals het bepalen van het algemene beleid en de globale strategie, en het vaststellen en geregeld evalueren van de bestuursstructuur, organisatie en interne-controlemechanismen.³²² Onafhankelijke bestuurders zijn helemaal niet de meest geschikte personen om deze andere functies optimaal te vervullen.³²³ Terecht stelde de ondertussen ingetrokken Circulaire ICB 1/2000 dan ook dat de raad van bestuur van een autonome *asset management* vennootschap, onder voorbehoud van de wettelijke bepalingen ter zake, vrij kon worden samengesteld en dat de CBF enkel de benoeming van twee of meer onafhankelijke bestuurders aanbeval.³²⁴

Het is ook niet nodig een meerderheid van onafhankelijke bestuurders op te leggen om ervoor te zorgen dat deze de taak van het toezicht op de naleving van de loyaleiteit tegenover cliënten kunnen waarmaken. Daarvoor volstaat het om hen die taak in eerste instantie te laten uitoefenen in een binnen de raad van bestuur opgericht comité.³²⁵ Net zoals het bij een

bevestigd. Zie SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Investment Company Governance, Investment Company Act Release nr. IC-26985, 30 juni 2005, *Federal Register*, vol. 70 nr. 129, 7 juli 2005, p. 39.389-39.409.

³²⁰ Zie *supra* voetnoot 307 en bijbehorende tekst.

³²¹ Zo stelt het bankautonomieprotocol 1992 in afdeling B.2.b) (*supra* noot 163), p. 255 dat “Opdat de raad van bestuur zijn prerogatieven effectief zou kunnen uitoefenen, [...] de bank erop [moet] toezien dat de raad van bestuur niet te talrijk is”. Zie ook D. YERMACK, “Higher Market Valuations with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, vol. 40, 1996, 185-212; D. DEL GUERCIO, L. DANN & M. PARTCH, “Governance and Boards of Directors in Closed-End Investment Companies”, *Journal of Financial Economics*, vol. 69, 2003, 111-152; P. TUFANO & M. SEVICK, “Board Structure and Fee-Setting in the Mutual Fund Industry”, *Journal of Financial Economics*, vol. 46, 1997, 321-355; M. JENSEN, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, vol. 48, 1993, 831-880; M. LIPTON & J. LORSCH, “A Modest Proposal for Improved Corporate Governance”, *The Business Lawyer*, vol. 48/ 1, 1992, 59-77.

³²² Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 14 (II.5) op p. 13.

³²³ Om analoge redenen werd het principe dat de raad van bestuur van een kredietinstelling met het oog op het behoud van de objectiviteit in de uitoefening van het bankbeleid niet in meerderheid mocht bestaan uit vertegenwoordigers van de aandeelhouders verlaten in de in 1992 herziene versie van de protocols inzake de bankautonomie. Zie afdeling B.2.b) in de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 254; PH. DE MÛELENAERE (*supra* noot 162), p. 551-552. Voor de voorheen bestaande regel, zie afdeling B.2. in de tekst van de protocols van 1974 (*supra* noot 163), p. 241; zie ook PH. DE MÛELENAERE (*supra* noot 162), p. 549.

³²⁴ Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), II.D.2.b)(ii), p. 10. Dit was een afzwakking van het oorspronkelijk plan op basis waarvan het overleg met de sector was gestart, dat voorzag in een verplicht aantal onafhankelijke bestuurders. Zie E. DE KEYSER (*supra* noot 74), voetnoot 4 op p. 116. Het feit dat de CBF echter wel voorzag dat bestuurders die de promotor vertegenwoordigen geen meerderheid mochten vormen binnen de raad van bestuur van een beleggings- of beheervenootschap (Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), II.B. op p. 3) toont de onderliggende redenering. Net zoals de *board of directors* van een Amerikaanse *investment company* maar in tegenstelling tot de raad van bestuur van een *asset management* vennootschap heeft deze raad van bestuur van een beleggingsvennootschap immers geen andere taken dan het waken voor de belangen van de aandeelhouders, deelnemers in de ICB, en ten tijde van het invoeren van die Circulaire hadden de beheervenootschappen weinig of geen operationele invulling en dus ook geen andere activiteiten dan het controleren van het door anderen gevoerde beheer van de fondsen. Zie *supra* noot 134 en bijbehorende tekst.

³²⁵ De raad van bestuur van een financiële instelling kan immers daar waar nodig of nuttig gespecialiseerde raadgevende comités oprichten om specifieke aangelegenheden te analyseren en hierover te adviseren. Zie Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 14 (II.5) op p. 13.

auditcomité volstaat te voorzien dat dit uitsluitend is samengesteld uit niet-uitvoerende bestuurders om te verzekeren dat dit comité deze functie voldoende onafhankelijk van het directiecomité kan uitoefenen,³²⁶ kan naar analogie voor de toezichtstaak inzake loyaleiteit worden voorgeschreven dat dit loyaleiteitscomité uitsluitend moet bestaan uit onafhankelijke bestuurders.³²⁷ De criteria voor de bepaling van de vereiste onafhankelijkheid voor elke interne controlefunctie worden immers voor elke functie afzonderlijk bepaald.³²⁸ Dankzij het bestaan van dergelijk comité kunnen de onafhankelijke bestuurders op geregelde tijdstippen bijeenkomsten houden zonder aanwezigheid van uitvoerende bestuurders of niet-uitvoerende bestuurders die wel verbonden zijn met de financiële groep waartoe de beheerder behoort, iets wat zij anders misschien moeilijk zouden doen.³²⁹

60. Een minstens even belangrijk probleem in de praktijk is echter dat onafhankelijke bestuurders wegens hun positie – ze zijn immers per definitie niet-uitvoerend bestuurder – niet over de nodige informatie over en toegang tot de dagelijkse werking van de operaties binnen de financiële instelling beschikken.³³⁰ Onafhankelijke bestuurders worden in de praktijk daarom vaak eerder “gebruikt” als nuttige schakels die de onderneming helpen bij het uitbouwen van informele netwerken met andere geledingen in de samenleving dan als neutrale critici voor het in de onderneming gevoerde dagelijkse beleid.³³¹ Nochtans is het evident dat een adequaat

³²⁶ Zie afdeling B.2.a) in de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 254; CBF, *Interne Controle en Interne Audit*, Circulaire D1 97/ 4 van 30 juni 1997 (kredietinstellingen) en D1/ EB/ 2002/ 6 van 14 november 2002 (beleggingsondernemingen), nr. 3.1 en 3.3; Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 17 (V.4) op p. 19; zie ook de Code Lippens (*supra* noot 6), Bijlage C, 5.2/ 1. De Bankcommissie had het instellen van een auditcomité reeds toegelaten in de jaren tachtig. BANKCOMMISSIE, *Jaarverslag 1983-1984*, p. 25-28. In de versie van de protocols van 1992 werd het aanbevolen. Zie de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 254; zie ook PH. DE MUELENAERE (*supra* noot 162), p. 552. In de toekomst zal elke “organisatie van openbaar belang” een auditcomité moeten hebben. De Lid-Staten zullen zelf echter mogen kiezen of de leden van dit comité uitvoerende of niet-uitvoerende bestuurders zijn, maar minstens één lid moet onafhankelijk zijn. Zie Artikel 41 van Richtlijn 2006/ 43/ EG van het Europees Parlement en de Raad van 17 mei 2006 betreffende de Wettelijke Controles van Jaarrekeningen en Geconsolideerde Jaarrekeningen, tot Wijziging van de Richtlijnen 78/ 660/ EEG en 83/ 349/ EEG van de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 84/ 253/ EEG van de Raad (*Pb.L.* 157/ 87 van 9 juni 2006, hierna: “Auditrichtlijn”). Banken en verzekeraars zijn sowieso organisaties van openbaar belang, en de lidstaten kunnen ook andere entiteiten aanmerken als organisaties van openbaar belang wegens de aard van hun bedrijfsactiviteiten, zoals bv. beleggingsondernemingen of beheervenootschappen. Zie Artikel 2(13), Auditrichtlijn.

³²⁷ Dit is ook wat wordt aanbevolen in het Nederlandse Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 44-45: “Naar het oordeel van de Commissie kan [de voor een geloofwaardige trustee functie nodige onafhankelijkheid] worden verzekerd door voor te schrijven dat [...] de raad van commissarissen een compliance commissie instelt die bestaat uit uitsluitend en ten minste twee onafhankelijke commissarissen. [...] Onder compliance aangelegenheden verstaat de Commissie in het bijzonder de waarborging van het handelen van de beheerder in het belang van de beleggers van door de beheerder beheerde beleggingsinstellingen, in het licht van de toepasselijke wet- en regelgeving en het beleggingsaanbod in het prospectus.”

³²⁸ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 17 (V.3) op p. 18. Als onafhankelijkheidscriteria voor het vereiste toezicht in ICBs vermeldt het consultatierapport van de IOSCO onder meer dat “[t]he Independent Oversight Entities should be set up, composed, appointed or dismissed under conditions that prevent the decision making process from being tainted by any type of conflicts of interests with the CIS Operator and its related parties” en “[t]he organization and the practical functioning of the Independent Oversight Entities should allow them to be out of the control or the influence of the management of the CIS Operator or its related parties.” IOSCO Independent Oversight Consultation Report (*supra* noot 7), p. 7-9.

³²⁹ Zie R.K. RASMUSSEN & D.G. BAIRD, “The Prime Directive”, Vanderbilt Law and Economics Research Paper nr. 06-19, september 2006, p. 8 (beschikbaar in de elektronische bibliotheek van het Social Science Research Network op <www.ssrn.com/abstract=930187>), die aangeven dat bijeenkomsten van alleen onafhankelijke bestuurders zonder verplichting misschien niet zouden worden gehouden omdat ze alleen al door het feit dat ze worden gehouden een signaal zouden vormen dat er misschien problemen zijn, iets wat het bestuur van een vennootschap niet onnodig wenst te geven.

³³⁰ Dit is een probleem waarvan men zich in de V.S.A., het “thuisland” als het ware van de onafhankelijke fondsenbestuurders, al lang bewust is. Zo stelde het Wharton Rapport (*supra* noot 263), p. 8: “with the selection of directors in the hands of a control group affiliated with the investment adviser, and where the board is typically outside the sphere of active management of the investment company, there is some question about the extent to which reliance can be placed on the independent directors to safeguard adequately the rights of shareholders in negotiations between the investment company and the investment adviser.”

³³¹ Of zoals R.K. RASMUSSEN & D.G. BAIRD (*supra* noot 329), p. 6, het uitdrukken met verwijzing naar J. PFEFFER & G.R. SALANCIK, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, New York (N.Y.): Harper & Row, 1978, p. 167-168: “They help cement relationships with key constituents.” En wanneer ze zich toch mengen in discussies over de operaties van de onderneming, vinden uitvoerende bestuurders hen wel eens storende elementen die door hun onwetendheid over de

toezicht alleen mogelijk is wanneer de toezichter over de nodige informatie beschikt.³³² Zonder inhoudelijk goed op details in de operaties gebaseerde rapportering van de problemen en vragen die zich stellen naar aanleiding van op zich doordeweekse transacties, zullen onafhankelijke bestuurders aangewezen zijn op hun eigen onderzoeksinitiatieven om potentiële problemen op te sporen.³³³ Dat houdt in dat zij meestal pas zullen optreden als het kwaad al is geschied, doordat er reeds sprake is van een vermoeden van disloyauteit waardoor de reputatieschade reeds is opgelopen.³³⁴

Een oplossing voor dit probleem kan bestaan uit het expliciet toebedelen van de opdracht om in de dagelijkse verrichtingen na te gaan en op te volgen of en hoe de loyauteplicht wordt nageleefd aan de *compliance*-functie binnen de instelling.³³⁵ Financiële instellingen die het beheer van ICBs kunnen waarnemen, zijn immers verplicht een persoon of, indien de omvang van de instelling dit verantwoordt, een comité aan te duiden dat verantwoordelijk is op het gebied van de deontologie.³³⁶ Deze persoon of dit comité heeft in het bijzonder als taak te zorgen voor de uitvoering en het toezicht op de naleving van de interne gedragscode die de instelling heeft opgesteld met aangepaste regels en procedures om de naleving van de gedragsregels waaronder de loyauteplicht te waarborgen,³³⁷ te rapporteren over elke vastgestelde verstoorde werking en passende corrigerende maatregelen voor te stellen.³³⁸ Het *compliance* personeel zou dus bij elke verrichting waarbij er een kans is op problemen omdat de financiële beheerder zelf of een andere entiteit binnen dezelfde financiële groep belangen heeft deze andere belangen opsporen en aan het uitvoerend personeel dat de transactie voorstelt extra motivering vragen in het licht van de belangen van de deelnemers. Bij blijvende twijfel

reële werking van de onderneming geen voor hen bruikbare bijdrage kunnen leveren. Om voor de hand liggende redenen kan hier niemand met naam worden geciteerd, maar laat het volstaan te vermelden dat tijdens de besprekingen over de mogelijke rol van onafhankelijke bestuurders in financiële instellingen op een colloquium in het buitenland een uitvoerend bestuurder van een buitenlandse beleggingsonderneming zich liet ontvallen dat men het had over die personen “that always manage to waste our time with stupid questions”.

³³² Cf. IOSCO Independent Oversight Consultation Report (*supra* noot 7), p. 11: “The Independent Oversight Entities should be entitled to receive all relevant information enabling them to perform their oversight function in a proper manner.”

³³³ Over de informatie die in de V.S.A. aan de independent directors moet worden gegeven, zie Comment, “Mutual Funds and Independent Directors: Can Moses Lead to Better Business Judgment?”, *Duke L. J.*, 1972, 429-463.

³³⁴ Cf. R.K. RASMUSSEN & D.G. BAIRD (*supra* noot 329), p. 7-8, die benadrukken dat het vooral van belang is dat de “legal rules should [...] make it easier for information to come to the directors and easier for them to take stock.”

³³⁵ *Compliance* risico is “the risk of legal or regulatory sanctions, material financial loss, or loss to reputation a [financial institution] may suffer as a result of its failure to comply with laws, regulations, rules, related self-regulatory organisation standards, and codes of conduct applicable to its [financial] activities”; BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Compliance and the Compliance Function in Banks*, Basel Committee Publications nr. 113, Basel: Bank for International Settlements, april 2005, nr. 3 op p. 7 (beschikbaar op de website van de BIS: <www.bis.org>). De *compliance*-functie is een onafhankelijke functie binnen de organisatie van de financiële instelling gericht op het onderzoek naar en het bevorderen van de naleving door de instelling van de regels die verband houden met de integriteit van de activiteiten. De verplichting een adequate *compliance*-functie in te stellen is gebaseerd op de wettelijke plicht van financiële instellingen een passende administratieve en boekhoudkundige organisatie met inbegrip van adequate interne controleprocedures te hebben. Artikel 153, §1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, en Artikel 5septies(1)(a), ICBE-Richtlijn; Artikel 20, Bankwet, en Artikel 22(1), Bankrichtlijn; Artikel 62, Wet Beleggingsondernemingen, en Artikel 13(2) en (5), tweede lid, MiFID; Artikel 6, MiFID Level 2 (*supra* noot 56). Zie over de invulling van deze functie in kredietinstellingen CBF, *Compliance*, Bijlage bij Circulaire D1 2001/ 13, 18 december 2001, en in beleggingsondernemingen CBF, *Compliance*, Bijlage 2 bij Circulaire D1/ EB/ 2002/ 6, 14 november 2002, beide beschikbaar op de website van de CBFA op <www.cbfa.be>; zie ook *Compliance Function at Market Intermediaries – Final Report*, A Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO PD214, maart 2006 (te vinden op de website van de IOSCO: <www.iosco.org>).

³³⁶ Artikel 172, §2, eerste lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, voor beheervenootschappen; Artikel 27, §2, eerste lid, Wet Financieel Toezicht, voor beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en beleggingsvennootschappen (ingevolge Artikel 70, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles). Zie over de inwerkingtreding *supra* noot 56.

³³⁷ Dergelijke gedragscode moeten beheervenootschappen opstellen ingevolge Artikel 172, §1, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, terwijl Artikel 27, §1, Wet Financieel Toezicht, dezelfde verplichting oplegt aan beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en beleggingsvennootschappen (ingevolge Artikel 70, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles). Zie hierover *supra* randnummer 32.

³³⁸ Artikel 172, §2, derde lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, voor beheervenootschappen; Artikel 27, §2, derde lid, Wet Financieel Toezicht, voor beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en beleggingsvennootschappen (ingevolge Artikel 70, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles).

kan de *compliance officer* indien nodig rapporteren aan het loyauteitscomité, dat als onafhankelijk orgaan de raad van bestuur kan adviseren.

Volgens de wettekst rapporteert deze persoon of dit comité aan de raad van bestuur.³³⁹ Normaliter rapporteert de *compliance officer* aan het uitvoerend bestuur van een financiële instelling.³⁴⁰ Maar vermits, zoals reeds vermeld, de criteria voor de bepaling van de vereiste onafhankelijkheid voor elke interne controlefunctie voor elke functie afzonderlijk moeten worden ontworpen,³⁴¹ staat niets in de weg om voor deze loyauteitscontrole uit te voeren door het *compliance* personeel een rapporteringslijn te voorzien naar het vermelde loyauteitscomité dat uitsluitend bestaat uit onafhankelijke bestuurders. Immers, zo is bijvoorbeeld ook voorzien dat het auditcomité een beroep kan doen op de interne afdeling van een financiële instelling, ook al blijft die interne afdeling hiërarchisch afhangen van het uitvoerend bestuur, het directiecomité.³⁴²

Besluit

61. Instellingen voor collectieve belegging vormen een belangrijke schakel in het financieel stelsel. Het beheer van deze instellingen, of het nu beleggingsfondsen of beleggingsvennootschappen betreft, wordt in de praktijk bijna steeds toevertrouwd aan beheerders die behoren tot een ruimere financiële groep.³⁴³ Doordat dergelijke groepen verschillende financiële diensten aanbieden en in het bijzonder functies aan de aanbodzijde van de effectenmarkt combineren met functies aan de vraagzijde ervan, worden deze beheerders zeer regelmatig geconfronteerd met belangenconflicten.³⁴⁴ In die omstandigheden is het voor de beleggers moeilijker om bereid te zijn vertrouwen te stellen in de loyauteit van het beheer van ICBs.³⁴⁵

Naast door middel van het opleggen van specifieke gedragsregels die aangeven welke belangenconflictgevoelige transacties de beheerders niet mogen aangaan of enkel mogen aangaan mits aan bijzondere voorwaarden is voldaan en publicatieverplichtingen die via het verhogen van de transparantie marktdiscipline willen stimuleren, kan de loyauteit van beheerders van ICBs ook worden gestimuleerd door *governance*-maatregelen.³⁴⁶ Zoals Cyrille Stevant van het Franse AMF het formuleerde: eenmaal het principe dat ICBs moeten worden beheerd uitsluitend in het belang van de deelnemers is geponeerd, “il reste à déterminer qui est le mieux à même d’en apprécier l’application sur une base permanente.”³⁴⁷ In het bijzonder is er hierbij een behoefte aan een “orgaan” of personen wiens specifieke functie het is bij het

³³⁹ Artikel 172, §2, tweede lid, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles, voor beheervenootschappen; Artikel 27, §2, tweede lid, Wet Financieel Toezicht, voor beleggingsondernemingen, kredietinstellingen en beleggingsvennootschappen (ingevolge Artikel 70, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles).

³⁴⁰ Zie Circulaire D1 2001/ 13 (*supra* noot 335), nr. 7.2 op p. 8; Circulaire D1/ EB/ 2002/ 6 (*supra* noot 335), nr. 7.2 op p. 8; zie ook *The Function of Compliance Officer – Study on What the Regulations of the Member’s Jurisdictions Provide for the Function of Compliance Officer*, SRO Consultative Committee of the International Organization of Securities Commissions, IOSCO PD 160, 2003, p. 5 (te vinden op de site van de IOSCO: <www.iosco.org>); *Compliance and the Compliance Function in Banks* (*supra* noot 335), p. 12.

³⁴¹ Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), nr. 17 (V.3) op p. 18.

³⁴² Zie afdeling B.2.a) in de tekst van de protocols van 1992 (*supra* noot 163), p. 254.

³⁴³ Zie *supra* randnummers 23-24.

³⁴⁴ Zie *supra* randnummer 25.

³⁴⁵ Cf. Commission Staff Background Paper (*supra* noot 38), p. 30: “In order to maintain continued confidence in the asset management industry, there will be a need for unwavering commitment to effective controls which ensure that decisions taken by fund managers are motivated only by the interests of the investor. The crux of the issue will probably be to ensure the effective management of conflicts of interest which might affect decisions taken by management companies and/ or promoters and an effective and independent oversight on fund operation.”

³⁴⁶ Zie *supra* randnummer 14.

³⁴⁷ C. STEVANT, (*supra* noot 11), p. 47.

opvolgen van alle verrichtingen gesteld in het kader van het gevoerde beheer te waken voor de belangen van de deelnemers.³⁴⁸

62. Vaak wordt geponeerd dat deze functie in het structurele model van ICBs in continentaal Europa wordt uitgeoefend door de bewaarder. Na nader onderzoek van de historische oorsprong van de vereiste een bewaarder aan te stellen en de huidige reglementaire taak van de bewaarder, blijkt deze echter niet als opdracht te hebben te waken over de loyauteit van het gevoerde beheer.³⁴⁹ De bewaarder is ook niet in staat om deze functie te vervullen, niet alleen omdat hij in de praktijk onvoldoende onafhankelijk is ten opzichte van de beheerder, maar meer nog omdat hij indien hij wel voldoende onafhankelijk zou zijn niet over de informatie zou beschikken die nodig is om te kunnen beoordelen of het beheer werkelijk loyaal was ten opzichte van de belangen van de deelnemers.³⁵⁰

De wetgever heeft getracht de loyauteit van het beheer structureel te ondersteunen door de deelnemers zelf de mogelijkheid te geven hun stem te laten horen in de algemene vergadering.³⁵¹ Ook deze instelling lijkt echter geen adequaat orgaan om te waken voor de belangen van de deelnemers. Daartoe beschikt deze vergadering over te beperkte bevoegdheden en onvoldoende bekwaamheid en informatie. Bovendien is het niet realistisch te verwachten dat kleine beleggers zelf actief voor hun belangen zullen opkomen door hun stem te laten horen op een algemene vergadering, vermits een van de redenen waarom men kiest voor collectief beleggen precies de wens is het actieve beheer uit te besteden.³⁵²

63. De meest realistische optie is de taak van het waken voor de belangen van de deelnemers over te laten aan de raad van bestuur van de beheerder, als traditioneel orgaan van toezicht op het dagelijkse operationeel beheer van die financiële instelling.³⁵³ Daartoe is echter wel vereist dat de raad van bestuur deze functie in volledige onafhankelijkheid kan uitoefenen.³⁵⁴ Het opleggen van de vereiste dat deze raad om die reden een meerderheid onafhankelijke bestuurders moet bevatten, is echter onwenselijk. Dit zou leiden tot al te grote raden en onvoldoende rekening houden met de andere belangrijke taken die deze raden moeten uitoefenen en waarvoor onafhankelijke bestuurders geen geschikt profiel hebben.³⁵⁵

Maar het probleem bij een klein aantal onafhankelijke bestuurders is dat deze in de praktijk het uitoefenen van hun functie moeilijker kunnen losmaken van de controle door de uitvoerende bestuurders en de bestuurders verbonden met de financiële groep waartoe de beheerder behoort.³⁵⁶ Dit kan worden opgevangen door de onafhankelijke bestuurders dit loyauteitstoezicht te laten uitoefenen binnen een comité opgericht in de schoot van de raad van bestuur, naar analogie met het auditcomité. Om ervoor te zorgen dat dit loyauteitscomité over

³⁴⁸ Zoals het Technical Committee van de IOSCO het stelde: “as a primary principle, CIS governance must provide for the independent review and oversight of the CIS Operator’s duties, including most notable the prevention of conflicts of interest.” Zie IOSCO Final Governance Report (*supra* noot 5), p. 5.

³⁴⁹ Zie *supra* randnummers 36-40.

³⁵⁰ Zie *supra* randnummer 41.

³⁵¹ Zie *supra* randnummers 45-47.

³⁵² Zie *supra* randnummers 48-49.

³⁵³ Zie *supra* randnummer 55-56.

³⁵⁴ Cf. OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 165: “In cases where the final authority for monitoring for standards of integrity rests solely with the board of the operator, it is essential to erect very robust internal safeguards to address conflicts of interest and prevent the abuse of insider positions. This obligation is particularly strong when the board members have links to affiliated companies and/ or when an affiliated company acts as depository.” Zie ook D.C. LANGEVOORT, “The Human Nature of Corporate Boards: Law, Norms, and the Unintended Consequences of Independence and Accountability”, *Georgetown Law Journal*, vol. 89, 2001, 797-832, p. 814: “there are industries where the case for independence is compelling. The best example here is the mutual fund industry, where conflicts of interests are commonplace and traditional checks on managerial overreaching, such as vigorous shareholder voting and hostile tender offers do not exist.”

³⁵⁵ Zie *supra* randnummer 54.

³⁵⁶ Dit bleek duidelijk uit de Amerikaanse ervaring; zie *supra* noot 319 en bijbehorende tekst.

de nodige informatie over de transacties verricht in het kader van het beheer van de collectieve portefeuilles beschikt, kan worden voorzien dat de *compliance*-functie – die de financiële instelling sowieso moet instellen en die mede dient te waken over het naleven van de op het beheer toepasselijke gedragsregels, waaronder de loyaleitsplicht – voor loyaleitskwesies systematisch en geregeld rechtstreeks rapporteert aan dit loyaleitscomité. Op die manier wordt een *best of both worlds* situatie nagestreefd: het toezicht wordt intern bij de beheerder gehouden, wat in de praktijk nodig is om over alle – dus ook de vertrouwelijke – informatie te kunnen beschikken, maar het is tegelijkertijd ook extern in de zin dat het een “*outside perspective*” geeft doordat het voldoende onafhankelijk is ten opzichte zowel van het operationeel bestuur van de financiële instelling zelf als van andere activiteitencentra in de financiële groep waartoe de beheerder behoort.³⁵⁷

64. Dit model kan onder de huidige stand van de reglementering vrijwillig door financiële instellingen worden toegepast.³⁵⁸ Het lijkt ons echter wenselijk om dit niet over te laten aan de in *governance*-materies gebruikelijke aanpak van “*comply or explain*”, maar wel in regelgeving te verankeren. Zoals de Nederlandse Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen overwoog, is

“zelfregulering die gebaseerd is op het toepassen van best practice bepalingen of het uitleggen waarom men afwijkt, alleen mogelijk en zinvol indien de aandeelhoudersvergadering of vergadering van deelnemers adequaat functioneert en aandeelhouders of deelnemers voldoende belang hebben zich actief met de toepassing of afwijking te bemoeien en beleidsbepalers indien nodig ter verantwoording te roepen. Bij beleggingsinstellingen is daarvan onvoldoende sprake.”³⁵⁹

Een mogelijkheid is dit toezichtsmodel door middel van prudentiële beginselen van deugdelijk bestuur op te leggen of aan te bevelen, gestoeld op de toezichtsbevoegdheden van de CBFA met betrekking tot de algemene geschiktheid van de organisatiestructuren van financiële instellingen.³⁶⁰ Om alle discussie over de bevoegdheid van de CBFA dergelijke algemene regels op te leggen te vermijden,³⁶¹ lijkt het echter veiliger dat de wetgever voorschrijft dat elke financiële instelling die beheertaken van ICBs uitvoert een minimaal aantal onafhankelijke bestuurders benoemt die een gepast onafhankelijk profiel hebben en de nodige professionele bekwaamheid bezitten om loyaleitstoezicht te houden op de manier waarop de financiële instelling haar activiteiten uitoefent, hierbij geholpen door de interne *compliance*-functie die daartoe regelmatig rechtstreeks aan hen rapporteren.³⁶²

³⁵⁷ Cf. IOSCO Final Governance Report (*supra* noot 5), p. 11: “The role and concept of Independent Entities assumes different forms among the various CIS Governance structures, although the aim is to provide an ‘outside perspective’ to meet the goal of CIS Governance – the protection of CIS Investors.”

³⁵⁸ Zo blijft de sector zelf aandringen op het afzien van nieuwe regulering en het vertrouwen op zelfregulering. Zie bv. de aanbevelingen van de onder de auspiciën van de Europese Commissie werkende ASSET MANAGEMENT EXPERT GROUP, *Financial Services Action Plan: Progress and Prospects – Final Report*, mei 2004, nr. 2.2 op p. 23-25, en van de Britse INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *Review of the Governance Arrangements of United Kingdom Authorised Collective Investment Schemes*, februari 2005, beide beschikbaar op de website van de IMA (<www.investmentuk.org>). In de reacties op het Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79), zoals weergegeven in Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), blijkt overigens duidelijk dat ondernemingen systematisch negatief reageren op alle voorstellen van verankering van principes in de wetgeving, zo goed als ongeacht de inhoud van deze principes.

³⁵⁹ Winter Rapport (*supra* noot 8), p. 20; cf. ook C. STEVANT, (*supra* noot 11), p. 47. Om dezelfde reden is er ook een vrij brede consensus dat de marktwerking alleen niet volstaat om ervoor te zorgen dat het beheer van ICBs in het uitsluitend belang van de beleggers gebeurt. Zie OECD White Paper CIS (*supra* noot 5), p. 141.

³⁶⁰ Het is op deze basis dat de CBFA haar Voorontwerp Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 79) heeft gebaseerd; zie ook Feedback Circulaire Deugdelijk Bestuur (*supra* noot 80), nr. 19 op p. 5.

³⁶¹ Zie immers de problemen in verband met Circulaire ICB 1/2000 (*supra* noot 75), die door de Raad van State werd geschorst in een geschil precies over deze al dan niet toegekende bevoegdheid. Zie *supra* noot 76.

³⁶² Beter nog zou dergelijk loyaleitstoezicht moeten worden voorzien in alle financiële instellingen die vermogensbeheer aanbieden, of dit nu collectief of individueel vermogensbeheer is. Bij beide soorten vermogensbeheer stelt het loyaleitsprobleem zich immers even scherp, en beide zijn onderhevig aan een zelfde reglementaire loyaleitsplicht: cf. Artikel 79, §1, eerste lid, Wet Beleggingsondernemingen (“De beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die diensten van

65. Natuurlijk zal dergelijke verplichting bijkomende kosten met zich brengen. Er mag echter niet worden vergeten dat het niet nemen van maatregelen ook kosten impliceert: zonder inrichting van een betrouwbaar onafhankelijk forum voor loyauteitscontrole zal de toezichtsautoriteit meer en uitgebreidere controles moeten uitoefenen, zal een grotere rol moeten worden gespeeld door externe accountants bij het beoedelen van interne controlesystemen, en vooral, is er een groter risico op incidenten die op zich kosten meebrengen en die bovendien indirect via een mogelijke aantasting van het globale vertrouwen in de sector grote schade kunnen aanrichten. Er valt dan ook niet te betwijfelen dat de voorgestelde maatregel een gedetailleerde kosten-batenanalyse zal overleven.³⁶³ Er is de jongste jaren in verschillende landen een duidelijke tendens om in de organisatie van ICBs meer en beter intern toezicht inzake belangenconflicten te organiseren en dit onafhankelijk van het operationele beheer en de promotor. Deze evolutie zal vroeg of laat ook ons land bereiken, en dit kan eigenlijk alleen maar worden toegejuicht.

[individueel] vermogensbeheer [...] verstrekken, oefenen hun bedrijf uit in het uitsluitend belang van hun cliënten”) met Artikel 9, Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles (“Elke instelling voor collectieve belegging wordt bestuurd of beheerd [...] in het uitsluitende belang van de houders van effecten die zijn uitgegeven door de instelling voor collectieve belegging”). Het hier voorgestelde interne onafhankelijke toezichtsmodel zou dus niet alleen in de Wet Collectief Beheer Beleggingsportefeuilles moeten worden voorzien maar ook in de Wet Beleggingsondernemingen in een bepaling die van toepassing is op alle beleggingsondernemingen en kredietinstellingen die de dienst vermogensbeheer aanbieden.

³⁶³ Zie de brief van 1 maart 2005 van de AMF waarin zij haar onderschrijven van alle aanbevelingen van de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen aan het Nederlandse Ministerie van Financiën heeft gemeld, beschikbaar op de website van de AFM op <www.afm.nl>, en waarin bij benadering wordt gecijferd dat zelfs de verplichte inrichting van een volledige voldoende onafhankelijke raad van commissarissen binnen elke beheerder efficiënt is.

Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.

© Financial Law Institute
Universiteit Gent, 2007

More information about the Financial Law Institute and a full list of working papers are available at:

<http://www.law.UGent.be/fli>