

Enkele aspecten van het voorstel tot wijziging van de Wet toezicht beleggingsinstellingen

Inleiding

Onlangs heeft de Minister van Financiën een voorstel voor een Wet houdende wijziging van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wet modernisering Wtb en implementatie icbe-richtlijnen) met de daarbij behorende memorie van toelichting gepubliceerd.

Enkele belangrijke voorgestelde wijzigingen betreffen (1) de introductie van de vergunningplicht voor de beheerder (in plaats van voor beleggingsinstellingen), (2) het vereiste van vermogensscheiding bij een beleggingsfonds, (3) het verwijderen van het begrip besloten kring uit de verbodsbepaling en het opnemen van uitzonderingen op de verbodsbepaling in de vrijstellingsregeling en (4) een vereenvoudigde toelating in Nederland van buitenlandse beleggingsinstellingen die geen instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) zijn.

Daarnaast strekt het wetsvoorstel tot implementatie van de icbe-richtlijnen (nr. 2001/107/EG en 2001/108/EG). Op hoofdlijnen leidt de uitvoering van deze richtlijnen tot (1) de invoering van een paspoort voor beheerders van icbe's, (2) een vereenvoudigd prospectus en (3) een verruiming van de beleggingsmogelijkheden voor icbe's.

In dit artikel zal kort worden ingegaan op enkele aspecten van de hiervoor voorgestelde wijzigingen.

Vergunningplicht voor de beheerder

Het huidige stelsel van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) brengt mee dat per beleggingsmaatschappij of beleggingsfonds een afzonderlijke vergunning moet worden verleend alvorens gelden of andere goederen bij het publiek kunnen worden aangetrokken. De vergunning en het toezicht dat vervolgens op grond van de Wtb wordt verleend respectievelijk uitgeoefend, is gekoppeld aan de beleggingsinstelling.

Voorgesteld wordt om het huidige systeem van vergunningverlening per beleggingsinstelling te vervangen door een systeem van vergunningverlening per beheerder. De gewijzigde verbodsbepaling zal als volgt komen te luiden:

'Het is verboden rechtstreeks of middellijk in of vanuit Nederland gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling te vragen of

te verkrijgen dan wel rechten van deelneming in een dergelijke beleggingsinstelling aan te bieden, indien die beleggingsinstelling niet wordt beheerd door een beheerder waaraan een vergunning is verleend.'

Aanleiding voor dit voorstel is de constatering dat beleggingsinstellingen de facto veelal meer als 'producten' van aanbiedende organisaties kunnen worden gezien dan als afzonderlijk opererende instellingen. Zo hebben verschillende financiële instellingen bijvoorbeeld een groot aantal beleggingsinstellingen op de markt gebracht. Met uitzondering van de verschillen met betrekking tot het beleggingsbeleid lijken deze instellingen onderling veel op elkaar. Zo heeft een aanbieder van een aantal beleggingsinstellingen de administratie en het systeem van de interne controle veelal niet per beleggingsinstelling ingericht, maar voor het geheel aan beleggingsinstellingen. Voorts zijn het in de praktijk veelal dezelfde personen die de directie voeren over de beheerder en de bewaarder dan wel over de beleggingsmaatschappij (een beleggingsinstelling met rechtspersoonlijkheid; meestal een NV of BV). Dit heeft tot gevolg gehad dat het toezicht op beleggingsinstellingen als zodanig meer gericht is op de aanbieder van producten (de beheerder) en in mindere mate op de afzonderlijke beleggingsinstellingen.

Gevolg van deze voorgestelde wijziging is dat een beheerder die in het bezit is van een vergunning, toestemming verkrijgt om beleggingsinstellingen op de markt te brengen zonder telkens afzonderlijke vergunningen nodig te hebben voor de diverse beleggingsinstellingen waarvan hij beheerder is. Voordeel hiervan is dat aanbieders van beleggingsinstellingen in de toekomst sneller nieuwe beleggingsinstellingen op de markt kunnen brengen. Immers, de huidige doorlooptijd voor het verkrijgen van een Wtb-vergunning bedraagt doorgaans ongeveer drie tot vier maanden.

Uit de memorie van toelichting blijkt dat het de bedoeling is dat in een basisprospectus de informatie wordt opgenomen die voor zowel de beheerder als voor de daaronder vallende beleggingsinstellingen gelijk is. De per beleggingsinstelling veranderende elementen, zoals het beleggingsbeleid en risicoprofiel en kosten, dienen in een aanvulling op het basisprospectus te worden opgenomen. Bij de introductie van nieuwe beleggingsinstellingen is het de vraag of het aanvullend prospectus nog de goedkeuring behoeft van de toezichthouder. Gelet op de ratio van het systeem van vergunningverlening per beheerder lijkt dit niet nodig en zou naar mijn mening kunnen worden volstaan met het indienen van het aanvullend prospectus, voorzien van bijbehorende accoun-

tantsverklaring bij de toezichthouder. Afgewacht zal moeten worden hoe een en ander in het Besluit toezicht beleggingsinstellingen (Btb) zal worden uitgewerkt.

Paraplufonds

Momenteel ondervangen diverse aanbieders dit nadeel door te werken met beleggingsinstellingen met een zogenoemde paraplustructuur. Onder paraplufonds pleegt te worden verstaan één beleggingsinstelling die verschillende typen aandelen dan wel bewijzen van deelgerechtigdheid als beleggingsproduct aanbiedt. Indien het een naamloze vennootschap is, zijn er veelal aandelen met diverse letteraanduidingen (vaak aangeduid als sub-fonds). Iedere soort aandelen kent zijn eigen beleggingsbeleid en wordt als afzonderlijk beleggingsproduct aangeboden. Voordeel onder de huidige Wtb van een paraplufonds is dat alleen de beleggingsinstelling dient te beschikken over een Wtb-vergunning en niet ook ieder sub-fonds. Onder de nieuwe Wtb komt daarmee een van de redenen om paraplufonds te introduceren te vervallen.

Beleggingsmaatschappij zonder beheerder

Gelet op de definitie van beheerder (alleen een rechtspersoon kan beheerder van één of meer beleggingsinstellingen zijn) en de nieuwe verbodsbepaling lijkt het niet langer mogelijk dat een beleggingsmaatschappij (veelal een NV of BV) met twee directeuren die natuurlijke personen zijn, ook een vergunning verkrijgt. Immers, hoofdregel is dat de vergunning wordt verleend aan de beheerder en niet langer aan de beleggingsmaatschappij. Het wetsvoorstel geeft echter gelukkig toch ook nog de mogelijkheid een vergunning te verlenen aan een beleggingsmaatschappij die geen aparte beheerder heeft.

Intrekking vergunning

Zoals reeds aangegeven introduceert het wetsvoorstel een systeem van vergunningverlening aan een beheerder. Het wetsvoorstel geeft echter geen regeling voor het geval de vergunning van een beheerder wordt ingetrokken, bijvoorbeeld omdat een van de beleggingsinstellingen die wordt beheerd door een dergelijke beheerder, niet langer aan de eisen gesteld aan de Wtb voldoet. Zo zou bijvoorbeeld een bewaarder van een beleggingsfonds die de Wtb overtreedt, de vergunning van de beheerder in gevaar kunnen brengen en daarmee indirect ook het voortbestaan van de andere beleggingsinstellingen die worden beheerd door de beheerder. Het ligt voor de hand dat de beheerder in dat geval de desbetreffende beleggingsinstelling niet meer mag aanbieden. Het verdient aanbeveling hier een nadere regeling voor op te nemen.

Overgangsregeling

Op grond van de voorgestelde overgangsregeling mag een beleggingsinstelling die beschikt over een vergunning, onder de huidige Wtb tot zes maanden na het tijdstip van inwerkingtreding van de nieuwe Wtb haar werkzaamheden voortzetten. De beleggingsinstelling kan haar werkzaamheden ook na afloop van deze periode overeenkomstig de bestaande vergunning voortzetten, indien de beheerder van die beleggingsinstelling voor het einde van die periode een verzoek heeft ingediend om een vergunning onder de nieuwe Wtb, tot het moment dat onherroepelijk op het verzoek is beslist.

Gevolg van voorgestelde overgangsregeling is dat de beheerder van een beleggingsinstelling die reeds over een Wtb-vergunning beschikt, binnen zes maanden na inwerkingtreding van de wet een nieuwe Wtb-vergunning dient aan te vragen. Een overgangsregeling waarbij oude Wtb-vergunningen die aan een beleggingsinstelling zijn verleend, worden vervangen door een nieuwe Wtb-vergunning aan de beheerder die het beheer voert over de beleggingsinstelling, had wellicht meer voor de hand gelegen.

Afgescheiden vermogen

De huidige Wtb schrijft voor dat de activa van een beleggingsfonds (een beleggingsinstelling zonder rechtspersoonlijkheid) moeten worden afgescheiden van het vermogen van de beheerder, van het vermogen van de bewaarder, alsmede van het vermogen van elke natuurlijke persoon of rechtspersoon. Omdat in de praktijk is gebleken dat onduidelijkheden bestaan over de wijze waarop aan de eisen tot vermogensscheiding kan worden voldaan, voorziet het wetsvoorstel nu in een regeling hoe aan het vereiste van vermogensscheiding bij een beleggingsfonds vorm kan worden gegeven.

Eén bewaarder per beleggingsfonds

Zo bepaalt het wetsvoorstel dat het vermogen van het beleggingsfonds ten behoeve van de deelnemers wordt verkregen door een van de beheerder onafhankelijke bewaarder. De bewaarder wordt daarmee rechthebbende op het fondsvermogen. Doel van deze regeling is om te voorkomen dat andere crediteuren van de beheerder, die niets met het beleggingsfonds van doen hebben, of andere crediteuren van de afzonderlijke deelgenoten, zich op het fondsvermogen kunnen verhalen.

Verder wordt voorgesteld dat als bewaarder slechts mag optreden een rechtspersoon die uitsluitend zijn bedrijf maakt van het bewaren van de activa en het administreren van beleggingsobjecten ten behoeve van niet meer dan

één beleggingsinstelling. Het vereiste van één bewaarder per fonds is in de ogen van de wetgever een onmisbaar element in de regeling van het afgescheiden vermogen; het voorkomt vermenging van twee of meer fondsvermogens. Doordat de bewaarder verder geen andere activiteiten mag ontplooiën dan het bewaren van de activa en het administreren van beleggingsobjecten voor één beleggingsfonds, worden de financiële risico's voor de deelnemers uitgesloten.

Rangregeling voor crediteuren

Tot slot wordt voorgesteld dat het vermogen van een beleggingsfonds uitsluitend dient tot voldoening van de vorderingen die voortvloeien uit (1) schulden die rechtstreeks verband houden met de werkzaamheden, uitgeoefend ten behoeve van het fonds, en (2) rechten van deelneming. Andere vorderingen zijn niet verhaalbaar op het vermogen van het beleggingsfonds. Indien het vermogen van het beleggingsfonds bij vereffening ontoereikend is voor voldoening van de onder (1) en (2) bedoelde vorderingen, dient het vermogen van het beleggingsfonds eerst ter voldoening van de onder (1) bedoelde vorderingen. Mochten de onder (1) en (2) bedoelde vorderingen niet volledig uit het vermogen van het beleggingsfonds kunnen worden voldaan, dan dient het vermogen van de bewaarder eerst ter voldoening van de vorderingen in de eerdergenoemde volgorde en vervolgens van de overige vorderingen, behoudens de door de wet erkende andere redenen van voorrang.

Enkele opmerkingen

De hiervoor weergegeven regeling voor het afgescheiden vermogen bij een beleggingsfonds hinkt naar mijn mening op twee gedachten. Door de eis te stellen dat ieder beleggingsfonds een eigen bewaarder dient te hebben en als bewaarder alleen een rechtspersoon kan optreden die uitsluitend zijn bedrijf maakt van het bewaren van de activa en het administreren van beleggingsobjecten voor één beleggingsfonds, lijkt de gewenste vermogensscheiding feitelijk reeds gerealiseerd. De bewaarder kan immers alleen maar de activa van één beleggingsfonds bewaren. Het ontplooiën van andere activiteiten is niet geoorloofd. De rangregeling voor crediteuren lijkt daarmee overbodig. Daarnaast is het de vraag of de rangregeling in internationale verhoudingen werkt. Zo is in de eerste plaats de vraag welke betekenis aan de rangregeling moet worden toegekend indien de bewaarder een buitenlandse rechtspersoon is of (een deel van) het fondsvermogen in het buitenland is gealloceerd. Slechts indien de verhaalsuitoefening aan het oordeel van de Nederlandse rechter wordt onderworpen, kan er zonder meer van uit worden gegaan dat de rangregeling toepassing zal vinden.

Opmerkelijk is overigens dat bij de regeling inzake het afgescheiden vermogen bij een beleggingsfonds geen rekening is gehouden met de figuur van het beleggingsfonds met een paraplustructuur. Bij een dergelijk paraplu-fonds vindt de wetgever het blijkbaar niet noodzakelijk om te bepalen dat de activa van ieder subfonds worden ondergebracht in een aparte bewaarder. In dit geval volstaat één bewaarder voor alle subfondsen van het beleggingsfonds. Consequentie is dat indien de beleggingen van een sub-fonds de mist in gaan, het vermogen dat toegerekend kan worden aan de andere subfondsen, hiervan de dupe is. Beleggers worden dan niet beschermd. Ook deze problematiek zou door de wet moeten worden geregeld in die zin dat er ook bij een paraplu-fonds een afgescheiden vermogen is.

Verder is opmerkelijk dat het wetsvoorstel ervan uitgaat dat een bewaarder ook nog over vermogensbestanddelen kan beschikken die niet tot het vermogen van het beleggingsfonds kunnen worden gerekend. Het is de bedoeling dat overige schuldeisers die niets met het beleggingsfonds van doen hebben, zich op dit vermogen kunnen verhalen. Gelet op het gegeven dat een bewaarder alleen maar de activa van één beleggingsfonds kan bewaren en geen andere activiteiten mag ontplooiën, lijkt deze regeling enigszins theoretisch.

Gelet op het feit dat een beleggingsfonds met paraplu-structuur niet voor ieder sub-fonds een aparte bewaarder hoeft aan te stellen, lijkt het mij ook niet nodig dat ieder beleggingsfonds een eigen bewaarder dient te hebben. Verder zal de regeling zoals hiervoor onder 'rangregeling voor crediteuren' is geschetst, mogelijk haar doel niet bereiken in internationale verhoudingen. Een mogelijk alternatief teneinde de gewenste bescherming van beleggers te realiseren zou de invoering van een wettelijk pandrecht van de beleggers op het fondsvermogen kunnen zijn. Een soortgelijke constructie bestaat al in de vorm van een wettelijk pandrecht van certificaathouders op de onderliggende vermogensrechten (art. 3:259 BW). Een dergelijk wettelijk pandrecht zal waarschijnlijk in internationale verhoudingen ook eenvoudiger inpasbaar zijn.

Tot slot zal de eis dat ieder beleggingsfonds een eigen bewaarder dient te hebben extra administratieve lasten meebrengen voor financiële instellingen die verschillende beleggingsfondsen aanbieden. Om aan deze administratieve lastenverzwaring enigszins tegemoet te komen geeft de memorie van toelichting de mogelijkheid een zogenoemde bewaarorganisatie in het leven te roepen met sub-bewaarders, zolang deze sub-bewaarders maar als een afzonderlijke rechtspersoon, bijvoorbeeld een

stichting, worden vormgegeven. De bewaarorganisatie zelf zal dan moeten voldoen aan alle eisen, zoals bijvoorbeeld eisen ten aanzien van het vermogen. De vermogens-eisen gelden dan niet ten aanzien van de sub-bewaarders. Onduidelijk blijft op welke wijze vorm kan worden gegeven aan een dergelijke bewaarorganisatie. Dient het bestuur van elke sub-bewaarder te bestaan uit en te worden benoemd en ontslagen door (leden van) het bestuur van de 'hoofdbewaarder'? Dient de hoofdbewaarder een garantie af te geven ten behoeve van elke sub-bewaarder voor wat betreft de vermogens-eisen die de Wtb stelt aan een bewaarder?

Besloten kring

Voorgesteld wordt het begrip besloten kring uit de huidige verbodsbepaling te verwijderen en in plaats daarvan in de vrijstellingsregeling aan te geven wanneer de vergunningplicht (niet) van toepassing is. Blijkens de memorie van toelichting zal in de vrijstellingsregeling aansluiting worden gezocht bij de door de toezichthouder gepubliceerde circulaire inzake het begrip besloten kring in artikel 4 Wtb. Het verdient aanbeveling om ter gelegenheid hiervan de interpretatie van het begrip besloten kring zoals dat momenteel wordt gebruikt in de Wte 1995, de Wtb en de Wtk 1992, te harmoniseren.

Buitenlandse beleggingsinstellingen

Buitenlandse beleggingsinstellingen die geen icbe zijn, maar wel in Nederland willen opereren, en die in hun staat van vestiging reeds voldoen aan gelijksoortige eisen als in de Wtb worden gesteld, kunnen geen beroep doen op de notificatieprocedure die geldt voor icbe's. Dergelijke beleggingsinstellingen dienen derhalve een vergunning aan te vragen bij de toezichthouder.

Voorgesteld wordt om in de Wtb een bepaling op te nemen waardoor het mogelijk wordt om buitenlandse beleggingsinstellingen die hun rechten van deelneming in Nederland willen aanbieden en die gevestigd zijn in staten waar adequaat toezicht wordt uitgeoefend, niet of slechts in beperkte mate aan de Wtb te onderwerpen. Hierbij wordt gedacht aan een stelsel dat vergelijkbaar is met het stelsel dat geldt voor icbe's, met dien verstande dat aan de toelating van buitenlandse beleggingsinstellingen die geen icbe's zijn, wel voorwaarden kunnen worden verbonden. Deze voorwaarden zullen uiteindelijk worden opgenomen in het Btb.

Momenteel wijst de toezichthouder staten aan waar adequaat toezicht wordt uitgeoefend. Voorgesteld wordt dat de Minister van Financiën aan de hand van de in het Btb op te nemen criteria een staat aanwijst waar adequaat toe-

zicht wordt uitgeoefend. Hierbij zal de minister advies vragen aan de toezichthouder alvorens een besluit te nemen. Uitgangspunt hierbij is dat een staat niet wordt aangewezen als staat waar adequaat toezicht wordt uitgeoefend, indien deze staat het Nederlandse toezicht op grond van de Wtb niet ook als adequaat (gelijkwaardig) aanmerkt. Van de aanwijzing van de staat door de minister zal mededeling worden gedaan in de Staatscourant.

Implementatie icbe-richtlijnen

Paspoort voor beheerders

Ten eerste leidt de implementatie van de icbe-richtlijnen tot invoering van een paspoort voor beheerders van beleggingsinstellingen die het een beheerder mogelijk moet maken in de lidstaten van ontvangst werkzaamheden uit te voeren in verband met het beheer van beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen. Op grond van de wederzijdse erkenning van vergunningen mogen beheerders waaraan in de lidstaat van herkomst een vergunning is verleend, de diensten waarvoor hun een vergunning is verleend, binnen de gehele Europese Unie verrichten door middel van vestiging van een bijkantoor of door middel van het vrij verrichten van diensten. Daarnaast zijn de mogelijkheden voor lidstaten om inkomende icbe's te onderwerpen aan nationale voorschriften sterk teruggedrongen. Naast het beheren van beleggingsfondsen en beleggingsmaatschappijen is het beheerders thans ook toegestaan om beleggingsportefeuilles per cliënt en bepaalde specifieke nevenactiviteiten uit te oefenen die met het hoofdbedrijf verband houden.

Vereenvoudigd prospectus

Ten tweede leidt implementatie van de icbe-richtlijnen tot de invoering van het vereenvoudigd prospectus. Het nieuwe vereenvoudigd prospectus moet op belegger-vriendelijke wijze zijn opgesteld en moet zodoende een waardevolle informatiebron vormen voor de gemiddelde belegger. Een dergelijk prospectus moet ook op een duidelijke en beknopte wijze kerngegevens over de icbe verstrekken. In het vereenvoudigde prospectus moet echter steeds een passende mededeling zijn opgenomen waarin de belegger erop wordt geattendeerd dat uitgebreidere informatie wordt verstrekt in het volledige prospectus en in het jaarverslag en het halfjaarlijks verslag van de icbe. Het op grond van de richtlijn voorgeschreven vereenvoudigd prospectus komt grotendeels overeen met de financiële bijsluiter en zal derhalve via enkele beperkte aanpassingen van het Besluit financiële bijsluiter en de daarop gebaseerde regels kunnen worden geïmplementeerd.

Verruiming beleggingsmogelijkheden

Tot slot leidt implementatie van de icbe-richtlijnen tot een verruiming van de beleggingsmogelijkheden voor icbe's. Gezien de marktontwikkelingen is het wenselijk het beleggingsobject van icbe's zodanig uit te breiden, dat zij ook in andere financiële instrumenten dan effecten mogen beleggen, althans voorzover deze instrumenten voldoende liquide zijn. Zo zal het icbe's zijn toegestaan om niet alleen in genoteerde aandelen en obligaties te beleggen, maar ook in geldmarktinstrumenten, in deelnemingsrechten van andere icbe's en andere instellingen voor collectieve belegging met een open-end-karakter, bankdeposito's en financiële derivaten. Bovendien zal het icbe's zijn toegestaan financiële technieken zoals index tracking te gebruiken (zie daarover uitgebreider P.C. de Jong, Tijdschrift voor Effectenrecht 2003, nr. 1/2).

Mr. H. L. Hilarides
De Brauw Blackstone Westbroek N.V.