

Nieuwe regels voor closed-end fondsen

Inleiding

In de praktijk wordt bij beleggingsfondsen vaak onderscheid gemaakt tussen open-end fondsen en closed-end fondsen. Als een fonds niet verplicht is deelnemingsrechten in zijn kapitaal in te kopen en uit te geven, is sprake van een closed-end fonds. Closed-end fondsen bieden hun beleggers dus niet zelf de mogelijkheid hun belegging liquide te maken; beleggers zijn hiervoor aangewezen op de verkoop aan derden. Vastgoedfondsen zijn traditioneel vaak vormgegeven als closed-end fondsen.

Met de inwerkingtreding van de gewijzigde Wet toezicht effectenverkeer 1995 (Wte 1995) per 1 juli 2005 en de gewijzigde Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) per 1 september 2005 en de daarop gebaseerde nadere regelgeving wordt dit onderscheid ook vanuit juridisch oogpunt van groot belang en worden closed-end fondsen geconfronteerd met een aantal ingrijpende wijzigingen.

Oude situatie

(Wte-regelgeving, geldend tot 1 juli 2005, Wtb-regelgeving, geldend tot 1 september 2005)

Ter bescherming van beleggers mag het aanbieden van deelnemingsrechten (of participaties) in beleggingsfondsen niet geschieden ('aanbiedingsverbod'), tenzij een Wtb-vergunning is verkregen of anderszins wordt voldaan aan toepasselijke toezichtsregels.

Ook 'vroeger' was het formeel zo dat bij de introductie van nieuwe fondsen in beginsel een dubbel toezichtsregime gold. Deelnemingsrechten in een fonds waren immers ook aan te merken als effecten in de zin van de Wte 1995, en het aanbieden daarvan werd dus bestreken door zowel het aanbiedingsverbod van de Wtb als dat van de Wte 1995 (zie art. 3 Wte 1995 (oud) en 4 Wtb (oud)).

Dit leverde echter weinig problemen op omdat vergunninghoudende fondsen waren uitgezonderd van het aanbiedingsverbod van de Wte 1995 (art. 3 lid 2 sub d Wte 1995 (oud)) en fondsen die (rechtsgeldig) gebruikmaakten van de zogenoemde professionelen-vrijstelling, waarbij de inschrijving op deelnemingsrechten uitsluitend openstond voor professionele beleggers in de zin van de Wtb, niet alleen waren vrijgesteld van het aanbiedingsverbod van de Wtb (art. 1 van de regeling van 9 oktober 1990 ter uitvoering van art. 14 Wtb), maar ook van dat van de Wte 1995.

Een tweetal randgevallen bleef over waarbij zowel aan de Wte 1995 als aan de Wtb moest worden voldaan. Het betrof enerzijds de aanbieding van deelnemingsrechten binnen besloten kring. Zowel de Wte 1995 als de Wtb bevat in dat geval namelijk een uitzondering op het aanbiedingsverbod. Echter, omdat het besloten-kring-criterium onder de Wte

1995 en de Wtb verschilde, moest aan beide criteria worden voldaan. De andere categorie betrof fondsen waarbij onduidelijk was of sprake was van beleggen of ondernemen (denk bijvoorbeeld aan projectontwikkelingsactiviteiten). Het was niet uitgesloten dat deelnemingsrechten in fondsen waar dergelijke activiteiten werden ondergebracht, vielen onder het Wte-aanbiedingsverbod. Zekerheidshalve werd dan voldaan aan zowel de Wte 1995 als de Wtb.

Kortom, een escape uit de Wte 1995 was snel voorhanden en het toezicht op beleggingsfondsen werd materieel bij uitsluiting geregeld in de Wtb en de nadere op grond daarvan uitgegeven regelgeving, waaronder het Besluit toezicht beleggingsinstellingen (Btb). Dit hield onder andere in dat:

- door het fonds een Wtb-vergunning moest worden verkregen, tenzij een beroep kon worden gedaan op een vrijstelling van het aanbiedingsverbod van de Wtb;
- als één van de vergunningvereisten een door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) goedgekeurd prospectus ter beschikking moest worden gesteld dat voldeed aan de regels van het Btb;
- het fonds verplicht was een financiële bijsluiter op te stellen;
- vooraankondiging (ten behoeve van het marktonderzoek om vast te stellen of, en hoe groot, de belangstelling van beleggers voor een nieuw beleggingsproduct is) van een fonds was toegestaan indien deze geschiedde met inachtneming van de circulaire van de toezichthouder van 14 mei 1992. Deze circulaire stelde – onder andere – als eis dat geen (concept)prospectus of voorwaarden mochten worden overgelegd aan de belegger.

Nieuwe situatie

(Wte-regelgeving, geldend vanaf 1 juli 2005, Wtb-regelgeving, geldend vanaf 1 september 2005)

De inwerkingtreding van de nieuwe Wte 1995 en de nieuwe Wtb heeft voor closed-end fondsen onder andere de volgende ingrijpende gevolgen.

Wtb-vergunning en Wtb-vrijstellingen

Een van de meest in het oog springende wijzigingen is dat de Wtb-vergunning wordt verleend aan de beheerder van beleggingsfondsen in plaats van aan ieder fonds afzonderlijk. Deze wijziging stelt aanbieders van beleggingsfondsen in staat fondsen te introduceren zonder dat hiervoor telkens een afzonderlijke vergunning vereist is. Uitsluitend in het geval een fonds is vormgegeven als rechtspersoon, staat de Wtb nog toe dat de vergunning aan het fonds zelf wordt verleend.

Nieuw is ook dat geen Wtb-vergunning is vereist indien:

- deelnemingsrechten aan minder dan 100 personen, niet zijnde professionele beleggers in de zin van de Vrijstellingsregeling Wtb, worden aangeboden (zie art. 2b sub a Vrijstellingsregeling Wtb);
- deelnemingsrechten worden aangeboden met een tegenwaarde van ten minste € 50.000 per belegger of met een nominale waarde van ten minste € 50.000 per

deelnemingsrecht (zie art. 2b sub b en c Vrijstellingsregeling Wtb).

De 'oude' professionelen-vrijstelling is gehandhaafd; geen vergunning is vereist indien het fonds zich bij uitsluiting richt tot professionele beleggers in de zin van de Wtb (de vrijstellingsregeling bij de nieuwe Wtb eist overigens nu wel een *selling restriction*). De wetgever kon echter vanwege het maximum-harmonisatiekarakter van de Prospectusrichtlijn (zoals vroeger wél) op die basis een vrijstelling op het Wte-aanbiedingsverbod formuleren (art. 8 van de Vrijstellingsregeling Wte 1995 (oud) is zonder vervanging geschrapt). Dit heeft tot gevolg dat indien een closed-end fonds gebruik wenst te maken van de professionelen-vrijstelling van de Wtb, het tegelijk zal moeten voldoen aan de eisen van de professionelen-vrijstelling van de Prospectusrichtlijn (die net iets anders luidt). De beleggers tot wie het fonds zich richt, moeten tegelijk zijn aan te merken als professionelen in de zin van de Wtb (om zo aan het vergunningvereiste te ontkomen) en als professionelen in de zin van de Wte 1995 (om te voorkomen dat een richtlijn-prospectus ter beschikking moet worden gesteld).

Prospectus

De Wte 1995 is gewijzigd in verband met de implementatie van de Europese prospectusrichtlijn (2003/71/EG) (hierna: de Prospectusrichtlijn). De Prospectusrichtlijn streeft naar maximumharmonisatie wat betreft de opstelling, goedkeuring en verspreiding van het prospectus binnen de Europese Unie. Het aanbiedingsverbod van de nieuwe Wte 1995 is gesplitst en ziet op onderscheidenlijk (1) effecten als bedoeld in de Prospectusrichtlijn (hierna: de richtlijn-effecten) en (2) overige effecten.

Uitgangspunt is dat deelnemingsrechten in een closed-end fonds zijn aan te merken als richtlijn-effecten (art. 3 lid 1 Wte 1995 jo. art. 1a onderdeel d sub 3 Bte) en dat een prospectus ter beschikking dient te worden gesteld dat voldoet aan de regels van de prospectusverordening (nr. 809/2004), in het bijzonder Bijlage XV daarbij, die bij de Prospectusrichtlijn hoort (hierna: een richtlijn-prospectus) in plaats van aan het Btb (zie art. 41 lid 9 Btb).

Deelnemingsrechten in closed-end fondsen zijn in principe alleen dan niet aan te merken als richtlijn-effecten indien deze niet verhandelbaar zouden zijn. Bij closed-end fondsen is de verhandelbaarheid van participaties zonder nadere bepalingen niet uitgesloten. Omdat closed-end fondsen voor fiscale doeleinden vaak 'besloten' dienen te zijn (als gevolg waarvan de toestemming van alle beleggers vereist is voor de toetreding van, of de overdracht van participaties aan, beleggers), is misschien voor de praktijk niet bezwaarlijk de verhandelbaarheid van participaties geheel uit te sluiten. In dat geval is mogelijk met gebruikmaking van artikel 7 van de Vrijstellingsregeling Wte 1995 buiten het bereik van het aanbiedingsverbod van de Wte 1995 te blijven.

Closed-end fondsen zijn vrijgesteld van het ter beschikking stellen van een richtlijn-prospectus indien:

- het aanbod zich uitsluitend richt op professionele beleggers in de zin van de Vrijstellingsregeling Wte 1995 (zie art. 1c(1) aanhef en sub a);
- deelnemingsrechten aan minder dan 100 personen, niet zijnde professionele beleggers in de zin van de Vrijstellingsregeling Wte 1995, worden aangeboden (zie art. 1c(1) aanhef en sub b);
- deelnemingsrechten worden aangeboden met een coupure van ten minste € 50.000 of als pakket met een tegenwaarde van ten minste € 50.000 (zie art. 1c(1) aanhef en sub c en d).

Voor de 'overige effecten' geldt, waaronder de deelnemingsrechten in een closed-end fonds die niet zijn aan te merken als 'richtlijn-effecten', met uitzondering van een aantal ondergeschikte wijzigingen, het toezichtsregime zoals dat gold voor de inwerkingtreding van de nieuwe Wte 1995.

In overeenstemming met de Prospectusrichtlijn zijn deelnemingsrechten in een open-end fonds (of semi-open-end fonds) uitgezonderd van het aanbiedingsverbod van de Wte 1995 en vallen uitsluitend onder het aanbiedingsverbod van de Wtb (art. 1 lid 2 sub a Prospectusrichtlijn en art. 3 lid 5 Wte 1995). Voor de introductie van een dergelijk fonds geldt dat een prospectus moet worden opgesteld met inachtneming van de regels gesteld door het Btb (hierna: Btb-prospectus).

Ten slotte merk ik nog op dat indien een closed-end fonds een richtlijn-prospectus ter beschikking stelt, dit dient te worden goedgekeurd door de AFM. Dit is anders indien een Btb-prospectus beschikbaar wordt gesteld. Dit hoeft niet te worden goedgekeurd door de AFM; twee weken voor de aanbieding moet bepaalde informatie omtrent de aanbieding aan de AFM worden verschaft.

Europees paspoort

De Prospectusrichtlijn introduceert het Europees paspoort. Wanneer een closed-end beleggingsinstelling over een richtlijn-prospectus beschikt dat in een van de lidstaten van de Europese Unie is goedgekeurd, kunnen de deelnemingsrechten waar dit prospectus betrekking op heeft, in alle lidstaten tot de handel worden toegelaten en aan het publiek worden aangeboden zonder dat nadere eisen ten aanzien van de inhoud van dit prospectus kunnen worden gesteld.

Voor alle duidelijkheid merk ik op dat het Europees paspoort ziet op de uniformering van de inhoud van het prospectus en *niet* op het al dan niet benodigd zijn van een vergunning of andere toepasselijke voorwaarden om tot een aanbieding van deelnemingsrechten in EU-lidstaten over te gaan; het kan dus goed zijn dat naast het 'EU-prospectus' in de betreffende EU-lidstaten additionele eisen ten aanzien van de aanbieding gelden.

Financiële bijsluiter

Als ten aanzien van de aanbieding van deelnemingsrechten in een closed-end fonds een richtlijn-prospectus ter beschikking wordt gesteld, hoeft geen financiële bijsluiter te worden opgesteld. Het vereiste van de financiële bijsluiter geldt onverkort in geval van beschikbaarstelling van een Btb-prospectus.

Voor aankondiging

Op 1 september 2005 werden de circulaire, beleidsregels en mededelingen op het gebied van de Wtb, waaronder de circulaire van 14 mei 1992 omtrent het marktonderzoek, ingetrokken door middel van het Besluit tot intrekking en vaststelling beleidsregels Wtb. De AFM merkt hierover op dat: '(...) het beleid omtrent marktonderzoek voor vergunningverlening wordt ingetrokken omdat na onderzoek bleek dat er in de praktijk zich geen problemen voordeden'. In de gedachte van de toezichthouder is het marktonderzoek toegestaan zolang dit niet is aan te merken als een aanbod van deelnemingsrechten in het fonds als gevolg waarvan men binnen het bereik van het aanbodingsverbod van de Wtb (en de Wte 1995) zou komen.

Hier is van belang op te merken dat voor closed-end fondsen het 'in het vooruitzicht stellen van een aanbod' als onderdeel van het aanbodingsverbod van de Wte 1995 niet relevant is. Closed-end fondsen vallen in de regel onder de verbodsbepaling als opgenomen in artikel 3, lid 1 van de Wte 1995 en daarin is het in het vooruitzicht stellen van een aanbod niet opgenomen. Voorzover een closed-end fonds valt onder de verbodsbepaling van artikel 3 lid 4 Wte 1995, is het fonds vrijgesteld (zie art. 7 Vrijstellingsregeling Wte 1995).

Men doet er mijns inziens verstandig aan in de voor aankondiging uitdrukkelijk te vermelden dat het geen aanbod als bedoeld in de Wtb en de Wte 1995 betreft en dat (nog) geen Wtb-vergunning is verkregen.

Conclusie

Het toezichtsregime dat toepasselijk is op closed-end fondsen, is met de inwerkingtreding van de nieuwe Wte 1995 en de nieuwe Wtb nogal ingewikkeld en onoverzichtelijk geworden. Voor aanbieders van closed-end fondsen geldt dat zij zich bij het op de markt brengen daarvan rekenschap moeten geven van de regels uit de (gewijzigde) Wte 1995 en de (gewijzigde) Wtb. Dit betekent onder andere dat in het algemeen:

- bij de introductie van een fonds geen (afzonderlijke) Wtb-vergunning behoeft te worden verkregen, ervan uitgaande dat de beheerder van het fonds over de vereiste Wtb-vergunning beschikt;
- in beginsel een door AFM goedgekeurd richtlijn-prospectus ter beschikking moet worden gesteld, tenzij het fonds gebruik kan maken van een van de vrijstellingen voor het opmaken van een richtlijn-prospectus (of indien de verhandelbaarheid van de deelnemingsrechten in het closed-end fonds is uitgesloten);

- het richtlijn-prospectus van het fonds in andere EU-lidstaten in de regel niet aan additionele eisen mag worden onderworpen;
- het fonds alleen verplicht is een financiële bijsluiter op te stellen ingeval geen richtlijn-prospectus ter beschikking wordt gesteld;
- voor aankondiging van een fonds is toegestaan zolang dit niet is aan te merken als een aanbod waarop het aanbodingsverbod van de Wtb en de Wte 1995 ziet.

*Mr. A.B.A. Doodeheefver
De Brauw Blackstone Westbroek*