

# Toenemende belangstelling voor adequaat toezicht beleggingsinstellingen (ATB'S)

## I Inleiding

### A Nieuwe ontwikkeling

De laatste maanden wordt Euronext Amsterdam (Euronext Amsterdam N.V.'s Eurolist) herhaaldelijk geconfronteerd met (verzoeken voor) beursgangen van gerenommeerde internationale private equity fondsen. Zo bracht in april 2006 het bekende Kohlberg Kravis Robert & Co (KKR) een beleggingsfonds in Amsterdam naar de beurs. Met deze beursgang, die veel publiciteit heeft gekregen, werd een opbrengst gegenereerd van ongeveer vijf miljard dollar. Recentelijk volgde Apollo Alternative Assets, L.P. (Apollo) en er ligt voor 2006 nog een aantal andere vergelijkbare Nederlandse beursgangen in het verschiet. Opvallend is dat steeds voor dezelfde structuur wordt gekozen. Het fonds wordt opgericht op Guernsey en geeft vervolgens participaties uit die worden genoteerd aan Euronext Amsterdam. De opbrengst wordt gebruikt om vastgoedtransacties of 'klassieke' private equity transacties te financieren of om te investeren in andere fondsen die dit soort activiteiten ontplooiën.

Niet alleen is de ontwikkeling interessant vanuit het perspectief van het klassieke 'private equity' – normaliter doen private equity en/of vastgoedfondsen niet een beroep op het grote publiek om geld aan te trekken – maar ook rijst de vraag waar deze plotselinge interesse voor een notering van buitenlandse beleggingsfondsen aan Euronext Amsterdam vandaan komt.

### B Wijziging toezicht buitenlandse beleggingsinstellingen

Ik acht het bepaald niet uitgesloten dat de hiervoor beschreven ontwikkeling verband houdt met een wijziging die zich heeft voorgedaan in het kader van het toezicht in Nederland op buitenlandse beleggingsinstellingen. Vanaf 1 september 2005 is dit toezicht veranderd met de inwerkingtreding van de gewijzigde Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb) en het Besluit toezicht beleggingsinstellingen 2005 (Btb). De wijziging komt er, kort gezegd, op neer dat buitenlandse beleggingsinstellingen uit landen met zogenoemd 'adequaat toezicht' – in deze bijdrage aangeduid als 'ATB' (Adequaat Toezicht Beleggingsinstelling) – zijn uitgezonderd van de vergunningplicht voor (beheerders van) beleggingsinstellingen onder de Wtb. Hiermee is Nederland een van de weinige landen met een internationaal gerespecteerd financieel systeem waar het bepaalde buitenlandse beleggingsinstellingen is toegestaan zonder vergunning deelnemingsrechten aan te bieden aan het grote publiek. Het gaat hier overigens niet om 'instellingen voor collectieve belegging in effecten' (icbe's of ucits) met een Europees paspoort als bedoeld in

de icbe-richtlijn.<sup>1</sup> Deze bijdrage is beperkt tot buitenlandse beleggingsinstellingen niet zijnde icbe's of ucits.

Guernsey is een van de landen die worden geacht adequaat toezicht te hebben. Het is dan ook een aantrekkelijke optie om een beleggingsinstelling op te richten in het fiscaal vriendelijke Guernsey om vervolgens via een beursnotering in Nederland deelnemingsrechten aan te bieden zonder dat hiervoor een vergunning nodig is. Dit bespaart de beleggingsinstelling een tijdrovend en kostbaar vergunningstraject. Voorts voorkomt men te worden onderworpen aan het doorlopend toezicht van een buitenlandse toezichthouder. KKR en Apollo hebben al voor deze route gekozen en anderen zullen volgen.

### C Bijkomende verplichtingen

ATB's zijn hiermee echter niet klaar. Anders dan vaak wordt gedacht, is een ATB in Nederland namelijk niet uitgezonderd of vrijgesteld van allerlei bijkomende (informatie)verplichtingen. Een ATB zal bijvoorbeeld in beginsel een prospectus beschikbaar moeten hebben dat is opgesteld conform de regels van de Prospectusrichtlijn<sup>2</sup> of de regels van het Btb, al naar gelang zij 'closed end' (met verhandelbare deelnemingsrechten) of 'open end' is.

Closed end beleggingsinstellingen zijn beleggingsinstellingen waarvan de deelnemingsrechten niet op verzoek van de deelnemers direct of indirect door de beleggingsinstelling worden ingekocht of terugbetaald. Bij open end beleggingsinstellingen is dit wél het geval. De Prospectusrichtlijn is niet van toepassing op deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen die van het open end type zijn (art. 1 lid 2 sub a Prospectusrichtlijn).

Voorts zal een ATB een jaarrekening en halfjaarcijfers moeten opstellen en inrichten en maandelijks rapportages aan de beleggers moeten doen conform de regels van het Btb. Hierop zal in het navolgende nader worden ingegaan.

- 
1. Richtlijn nr. 85/611/EEG van de Raad van de Europese Gemeenschappen van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (PbEG L 375) zoals deze is gewijzigd bij richtlijn nr. 2001/107/EG van de Raad van de Europese Unie van 21 januari 2002 (PbEG L 41/20) en bij richtlijn nr. 2001/108/EG van de Raad van de Europese Unie van 21 januari 2002 (PbEG L 41/35).
  2. Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 zoals in Nederland geïmplementeerd in onder meer de Wet toezicht effectenverkeer 1995 en het Besluit toezicht effectenverkeer 1995.

In deze bijdrage zal onder meer worden behandeld:

1. het oude en nieuwe adequaat-toezichtregime (paragraaf II);
2. de vereisten om voor de status van ATB in aanmerking te komen (paragraaf III);
3. de doorlopende informatieverplichtingen waaraan een ATB moet voldoen (paragraaf IV); en
4. het beoogde ATB-regime onder de nieuwe Wet op het financieel toezicht (Wft) (paragraaf V).

Vooraf teken ik aan dat in deze bijdrage op verschillende plaatsen wordt verwezen naar standpunten of inzichten die de Stichting Autoriteit Financiële Markten (AFM) in de praktijk heeft ingenomen, of beleid dat de AFM in de dagelijkse praktijk heeft ontwikkeld. Men dient zich hierbij goed te realiseren dat de Wtb en het Btb hiervoor niet altijd een duidelijke basis bieden. Bovendien kan de AFM haar standpunten en haar beleid wijzigen en is het uiteindelijk de rechter die de Wtb en het Btb uitlegt en niet de AFM.

Ten slotte merk ik op dat er verschillende al dan niet doorlopende informatieverplichtingen en andere verplichtingen voor ATB's kunnen voortvloeien uit andere regelgeving dan de Wtb of het Btb. Gedacht kan worden aan de Wet toezicht effectenverkeer 1995, het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 of regels uitgevaardigd door Euronext. Ook moet een ATB een financiële bijsluiter beschikbaar hebben op grond van de artikelen 2, 38 en 39 Besluit financiële dienstverlening,<sup>3</sup> tenzij de ATB closed end is met verhandelbare deelnemingsrechten. Deze bijdrage is beperkt tot de verplichtingen voor een ATB die voortvloeien uit de Wtb of het Btb.

## II Het oude en nieuwe adequaat-toezichtregime

### *A Het oude regime: DNB-circulaire*

Op grond van artikel 4 lid 1 Wtb (oud) was het verboden in of vanuit Nederland (buiten besloten kring) deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling aan te bieden indien die beleggingsinstelling niet over een vergunning beschikte. In dit kader werd onder de oude Wtb aan buitenlandse beleggingsinstellingen een vergunning verleend met 'onthefing' van een groot aantal vergunningvereisten indien deze in het buitenland geacht werden onder adequaat toezicht te staan. Of dit het geval was, werd door De Nederlandsche Bank (DNB) – en later de AFM – vastgesteld op basis van het zogenoemde 'buitenlandbeleid'. Dit buitenlandbeleid was door DNB, de toenmalige toezichthouder onder de Wtb, in 2002 in een circulaire geformuleerd.<sup>4</sup> Volgens DNB was vastgesteld dat in die tijd in de volgende landen sprake was van ade-

quaat toezicht op beleggingsinstellingen: de Verenigde Staten van Amerika (voor zover de beleggingsinstelling geregistreerd was bij de SEC), Jersey, Guernsey en Luxemburg.<sup>5</sup>

### *B Het nieuwe regime: artikel 17c lid 1 Wtb*

De betreffende DNB-circulaire is ingetrokken<sup>6</sup> en thans geldt een nieuw verbod. Artikel 4 lid 1 Wtb (nieuw) bepaalt onder meer dat het verboden is in of vanuit Nederland deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling aan te bieden indien die beleggingsinstelling niet wordt beheerd door een beheerder waaraan een vergunning is verleend. Artikel 17c lid 1 Wtb bepaalt vervolgens dat voormeld verbod niet geldt voor buitenlandse beleggingsinstellingen met een zetel in een door de minister van Financiën aan te wijzen staat waar adequaat toezicht wordt uitgeoefend en waar de buitenlandse beleggingsinstelling ook daadwerkelijk onder toezicht staat. Dit nu vormt de wettelijke basis voor het regime voor ATB's in Nederland.

Artikel 81 Btb bevat de criteria aan de hand waarvan wordt bepaald of in het buitenland adequaat toezicht wordt uitgeoefend op beleggingsinstellingen. Zowel de regels als het daadwerkelijk uitgeoefende toezicht moeten onder meer gelijkwaardig zijn aan die in Nederland. Indien de minister een verzoek ontvangt van een staat om te worden aangemerkt als staat met adequaat toezicht, dient de minister bovendien advies te vragen aan de AFM alvorens een besluit op dit verzoek te nemen (art. 81 lid 2 Btb). Ten slotte blijkt uit de toelichting bij artikel 17c Wtb dat de minister een staat niet mag aanwijzen als staat met adequaat toezicht, indien het Nederlandse toezicht op grond van de Wtb in die staat ook niet als adequaat (gelijkwaardig) wordt aangemerkt en wanneer de uitwisseling van informatie tussen Nederland en die staat niet is gewaarborgd.<sup>7</sup>

Bij besluit van 16 december 2005 en bij wijzigingsbesluit van 20 februari 2006 heeft de minister van Financiën de volgende landen aangewezen als landen met adequaat toezicht op beleggingsinstellingen:

1. Luxemburg;
2. Guernsey, voor zover het betreft toezicht op zogenoemde 'Class A' of 'Class B' (niet 'Class Q') open end beleggingsinstellingen en closed end beleggingsinstellingen; en

3. Stb. 2005, 676.

4. Circulaire 8007 van DNB van 4 april 2002 'Beleid inzake Buitenlandse Beleggingsinstellingen' (ingetrokken).

5. Zie uitgebreid over het oude regime P. Klemann, Enkele aspecten van het beleid van de toezichthouder in bijna twaalf jaar Wet toezicht beleggingsinstellingen, in: Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, Deel 71, Deventer: Kluwer 2002, p. 192-197.

6. Besluit van 10 augustus 2005 tot intrekking van circulaire, beleidsregels en mededelingen en tot vaststelling van nieuwe beleidsregels in het kader van de Wet toezicht beleggingsinstellingen.

7. Kamerstukken II 2002/03, 28 998, nr. 3, p. 8 en 24.

3. de Verenigde Staten van Amerika, voor zover de beleggingsinstellingen zijn geregistreerd bij de Securities and Exchange Commission (SEC).<sup>8</sup>

Uit het voorgaande blijkt dat Jersey niet langer wordt aangemerkt als een staat met adequaat toezicht als bedoeld in artikel 17c lid 1 Wtb. Een verklaring voor het 'wegvallen' van Jersey ontbreekt, wat vreemd is omdat in de toelichting op het besluit van 16 december 2005 door de minister wordt aangegeven dat het door de AFM tot 1 september 2005 gevoerde beleid door het besluit niet wordt gewijzigd.<sup>9</sup>

### *C De Nederlandse Antillen*

Opvallende afwezigheid in de hiervoor aangehaalde besluiten van de minister van Financiën zijn de Nederlandse Antillen (thans nog bestaande uit: Curaçao, St. Maarten, Saba, St. Eustatius en Bonaire). Dit is verwonderlijk, aangezien de Nederlandse Antillen ogenschijnlijk aan alle eisen voldoen om te worden aangewezen als land met adequaat toezicht. In de eerste plaats is op de Nederlandse Antillen vanaf 1 januari 2003 de Landsverordening toezicht beleggingsinstellingen en administrateurs<sup>10</sup> (de 'LTBA') van kracht, die voorziet in toezicht op binnen- en buitenlandse beleggingsinstellingen. Bovendien voorziet de LTBA (en de uitvoerende regelgeving) in toezichtregels die vergelijkbaar zijn met de regels in Nederland, waarbij de Bank van de Nederlandse Antillen als toezichthouder optreedt. Dit is ook niet verrassend, want de oude Wtb heeft model gestaan voor de LTBA.<sup>11</sup> In dat kader is er bovendien veel contact en samenwerking geweest tussen de Antilliaanse en de Nederlandse toezichthouders bij het opstellen van de LTBA (en de uitvoerende regelgeving). Ten slotte bestaat er ook op de Nederlandse Antillen een adequaat-toezichtbeleid met betrekking tot buitenlandse beleggingsinstellingen, waarbij Nederland wél is aangewezen als land met adequaat toezicht.<sup>12</sup> Mede in het licht van de eisen van artikel 81 Btb valt niet goed te begrijpen waarom de Nederlandse Antillen niet zijn aangewezen als land met adequaat toezicht.

Vanuit het perspectief van eenheid binnen het Koninkrijk is het onbevredigend dat de Nederlandse Antillen door Nederland niet als land met adequaat toezicht worden

aangemerkt, terwijl dat andersom wel het geval is. Voorts leidt het tot de vreemde situatie dat een aanbieding van deelnemingsrechten in Nederland door een Antilliaanse beleggingsinstelling met een Antilliaanse LTBA-vergunning in beginsel in Nederland – dus binnen het Koninkrijk – wel onder de vergunningplicht valt, waarbij er ook nog eens extra eisen gelden,<sup>13</sup> terwijl een (beheerder van een) vergelijkbare beleggingsinstelling uit Guernsey geen vergunning in Nederland nodig heeft.

Naar mijn mening kan voormelde situatie niet worden gehandhaafd, ook in het licht van het concordantiebeginsel met betrekking tot wetgeving (vergelijk art. 39 Statuut voor het Koninkrijk der Nederlanden). Voor concorderende toepassing van de LTBA en de Wtb lijkt ook ruimte te bestaan nu het hier gaat om overeenkomstige toepassing van Nederlandse en Antilliaanse wetgeving die grote gelijkenis vertonen.<sup>14</sup> De minister van Financiën zou er goed aan doen zo spoedig mogelijk samen met de AFM in overleg te treden met de Bank van de Nederlandse Antillen, opdat de Nederlandse Antillen zullen worden aangemerkt als land met adequaat toezicht voor wat betreft de Wtb en het Btb (en in de toekomst uiteraard de Wft). Mochten er op enige wijze twijfels zijn over de capaciteit van de Bank van de Nederlandse Antillen om de (mede) beleidsbepalers van een Antilliaanse beleggingsinstelling op afdoende wijze op deskundigheid en betrouwbaarheid te toetsen (op grond van art. 4 lid 1 en art. 15 lid 1 LTBA), dan zou Nederland daarin ondersteuning kunnen en moeten bieden.

### **III Vereisten voor ATB-status**

#### *A Notificatie en mededeling*

De ATB moet vooraf aan de AFM mededeling doen van haar voornemen rechten van deelneming in Nederland aan te bieden. Daarbij moet zij een verklaring van ondertoezichtstelling overleggen van de staat waar zij onder adequaat toezicht staat (art. 17c lid 2 Wtb). De mededeling kan geschieden door middel van het invullen van een eenvoudig formulier dat verkrijgbaar is op de website van de AFM ([www.afm.nl](http://www.afm.nl)).

#### *B Wachtermijn van twee maanden*

Twee maanden na de mededeling als hiervoor bedoeld kan de ATB overgaan tot de verhandeling in Nederland van haar rechten van deelneming. Dit is anders indien de AFM voordien bekend heeft gemaakt dat de voornemens of de beoogde wijze van verhandeling in strijd zijn met

8. Stcrt. 2005, 250, p. 19, gerectificeerd in Stcrt. 2006, 2, p. 7 en Stcrt. 2006, 41, p. 7.

9. Zie ook P. Klemann, Veel nieuwe ontwikkelingen voor beleggingsinstellingen in Nederland, WPNR (2006) 6674, p. 542, die het verwonderlijk acht dat landen als bijvoorbeeld Duitsland, Verenigd Koninkrijk en Frankrijk niet tot de groep adequaat-toezichtlanden behoren.

10. Landsverordening van de 18de december 2002 regelende het toezicht op beleggingsinstellingen en administrateurs, Publicatieblad A 2002, nr. 137.

11. Zie Staten van de Nederlandse Antillen Zitting 2002, Memorie van Toelichting No. 3, p. 13.

12. Zie Bank van de Nederlandse Antillen (Central Bank), Policy Guidelines for foreign investment institutions, Willemstad, juli 2003, p. 3.

13. Vgl. Beleidsregel 05-04 van de AFM (Beleidsregel Buitenlandse Beleggingsinstellingen), 10 augustus 2005, Stcrt. 2005, 153.

14. Zie onder meer HR 8 februari 1991, NJ 1991, 325; conclusie A-G Spier bij HR 29 oktober 1999, NJ 2000, 51; conclusie A-G De Vries Lentsch-Kostense bij HR 23 november 2001, NJ 2002, 25 en HR 14 februari 1997, NJ 1999, 408 (en in het bijzonder de noot onder dit arrest) voor maatstaven voor toepassing van het concordantiebeginsel.

toepasselijke Nederlandse wettelijke bepalingen (art. 17c lid 2 Wtb). Er moet van worden uitgegaan dat deze termijn niet geldt voor een ATB met een vergunning onder de oude Wtb.<sup>15</sup>

Ook voor 'nieuwe' ATB's past de AFM de termijn van twee maanden niet toe. De AFM heeft aangegeven dat direct na de ontvangst van de notificatie en mededeling, zoals hiervoor omschreven, kan worden begonnen met de verhandeling van de deelnemingsrechten in Nederland. De vraag rijst hoe dit standpunt van de AFM juridisch moet worden geduid. Men zou kunnen redeneren dat de AFM hier aangeeft gebruik te zullen maken van haar ontheffingsbevoegdheid op basis van artikel 14a Wtb. De gedachte zou dan zijn dat men door toch te handelen gedurende twee maanden na de notificatie als bedoeld in artikel 17c lid 1 Wtb het verbod van artikel 4 Wtb overtreedt, maar dat de AFM een ontheffing zal verlenen van dit verbod voor de duur van twee maanden. Hier valt zeker wat voor te zeggen. Het is dan wel zaak een schriftelijke beslissing te vragen van de AFM dat zij (op aanvraag) voor de termijn van twee maanden ontheffing van het verbod verleent (vergelijk art. 1:3 Algemene wet bestuursrecht).

#### *C Grondslag doorlopende informatieverplichtingen*

Een ATB is weliswaar uitgezonderd van het verbod van artikel 4 Wtb, zij moet zich wel houden aan verschillende doorlopende informatieverplichtingen. Artikel 17c lid 2 Wtb bepaalt namelijk dat een ATB zich dient te houden aan de bepalingen gesteld bij of krachtens artikel 5 lid 1 sub d Wtb en artikel 12 lid 1 sub d Wtb. Deze artikelen bieden een wettelijke grondslag voor diverse uitvoeringsbepalingen in het Btb betreffende informatieverstrekking aan het publiek. Deze verplichtingen kunnen in de praktijk behoorlijk belastend zijn voor een ATB, zoals uit het hiernavolgende zal blijken.

#### *D Registratiedocument*

Artikel 5 lid 1d Wtb leidt slechts tot één uitvoeringsartikel in het Btb, namelijk artikel 11 Btb. Dit artikel bepaalt dat een beheerder van een beleggingsinstelling een registratiedocument beschikbaar moet hebben dat ten minste de gegevens moet bevatten die staan vermeld in Bijlage A bij het Btb ('Registratiedocument'). Bijlage A vraagt om een uitgebreide opsomming van gegevens inzake onder meer de beheerder, de beleggingsinstelling en de (mede)beleidsbepalers van de beleggingsinstelling. De AFM stelt zich echter op het standpunt dat een ATB niet verplicht is een Registratiedocument op te stellen. Volgens de AFM is het Registratiedocument slechts bedoeld voor beheerders die een vergunning aanvragen en in dit verband informatie moeten aanleveren.

Nu een ATB is uitgezonderd van de vergunningplicht, komt de ATB volgens de AFM aan het Registratiedocument niet toe.

Dit is een coulant standpunt van de AFM. Zoals gezegd, artikel 5 lid 1 sub d Wtb leidt slechts tot de verplichting een Registratiedocument op te stellen. Men kan dus eigenlijk niet om het Registratiedocument heen, wil de verwijzing in artikel 17c lid 2 Wtb naar artikel 5 lid 1 sub d Wtb enige betekenis hebben.

### **IV Doorlopende informatieverplichtingen**

#### *A Algemeen*

Op grond van artikel 12 lid 1 sub d Wtb en artikel 82 Btb zijn de artikelen 36 en 39 tot en met 49 Btb van overeenkomstige toepassing op een ATB. Dit betekent dat een ATB zich zal moeten houden aan regels inzake onder meer:

- reclame-uitingen en waarschuwingsszinnen;
- wijziging van voorwaarden;
- het beschikbaar hebben van een prospectus;
- de publicatie en inrichting van een jaarrekening en halfjaarcijfers;
- het opstellen van een maandelijks opgave betreffende de ATB ten behoeve van de deelnemers; en
- het onderhouden van een website.

#### *B Reclame-uitingen en waarschuwingsszinnen*

Het begrip 'reclame-uiting' is gedefinieerd in artikel 1 sub s Wtb als: iedere vorm van informatieverstrekking door, namens of mede namens een beheerder, gericht op consumenten, die dient ter aanprijzing of een wervend karakter kent ter zake van gelden of andere goederen ter deelneming in een beleggingsinstelling dan wel ter zake van rechten van deelneming in een dergelijke beleggingsinstelling.

Op grond van artikel 36 Btb moet iedere reclame-uiting van de ATB inhoudelijk juist en niet misleidend zijn. Voorts moet de reclame-uiting in ieder geval vermelden:

- a. de naam van de ATB;
- b. het feit dat het een ATB betreft;
- c. dat de ATB is geregistreerd bij de AFM (op de voet van art. 18 lid 1 sub e Wtb); en
- d. waar het prospectus, dat de ATB op grond van artikel 41 Btb moet opstellen (het 'Btb-prospectus'), voor het publiek beschikbaar is.

De eis genoemd onder d. geldt niet voor een closed end ATB met verhandelbare deelnemingsrechten die niet is vrijgesteld of anderszins van een ontheffing of uitzondering gebruikmaakt. Een dergelijke beleggingsinstelling moet immers reeds een prospectus opstellen in overeenstemming met de Prospectusrichtlijn en is dientengevolge uitgezonderd van de prospectusplicht onder het Btb (zie paragraaf IV onder D hierna).

---

15. Zie hierover: C.J. Groffen, De nieuwe Wet toezicht beleggingsinstellingen; overgangsprikelen, V&O 2006, p. 61-63.

Voorts heeft de AFM de Nadere Regeling gedragstoezicht beleggingsinstellingen 2005 (NRgb) uitgevaardigd, die relevante regels bevat voor reclame-uitingen. De NRGB kan eveneens relevant zijn voor een ATB. Voor de praktijk is vooral artikel 8 NRGB van belang. Dit artikel bepaalt dat in reclame-uitingen waar verwachtingen omtrent de toekomst worden uitgesproken dan wel wordt gerefereerd aan in het verleden behaalde resultaten, de volgende waarschuwingsszinnen (duidelijk leesbaar en in de directe nabijheid van de tekst waarop de zinnen betrekking hebben) moeten worden opgenomen:

‘De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.’

Het prospectus van een ATB zal in beginsel ook kwalificeren als reclame-uiting. Vaak zullen in dit prospectus ook verwachtingen worden uitgesproken of zal worden gerefereerd aan resultaten uit het verleden. Voormelde waarschuwingsszinnen moeten dan ook in een dergelijk prospectus worden opgenomen. De AFM stelt zich op het standpunt dat de waarschuwingsszinnen niet zijn vereist voor een prospectus voor een closed end ATB dat conform de Prospectusrichtlijn is opgesteld. Dit lijkt in overeenstemming met de afspraak tussen de lidstaten dat zij in hun nationale wetgeving geen verdergaande eisen aan het prospectus mogen stellen dan de eisen van de Prospectusrichtlijn.<sup>16</sup>

### *C Wijziging van voorwaarden*

De ATB moet iedere (voorgestelde) wijziging in de voorwaarden die gelden tussen de ATB en de deelnemers, bekendmaken in een landelijk verspreid dagblad of aan het adres van iedere deelnemer, alsmede op haar website (zie paragraaf IV onder H hierna). Een (voorstel tot) wijziging van deze voorwaarden moet voorts worden toegelicht op de website en worden gerapporteerd aan de AFM (art. 39 lid 1 en 2 Btb). Overigens bepaalt artikel 39 Btb strikt genomen dat de beheerder van de beleggingsinstelling de (voorgestelde) wijzigingen bekend moet maken. De AFM stelt zich evenwel op het standpunt dat voor ATB's de beleggingsinstelling zelf en niet haar (eventuele) beheerder de normadressaat is van de Wtb en het Btb. Dit standpunt geldt eveneens voor de informatieverplichtingen die worden behandeld in paragraaf IV onder D tot en met H hierna.

Indien door een wijziging van de voorwaarden rechten of zekerheden van de deelnemers worden verminderd of lasten aan hen worden opgelegd, of het beleggingsbeleid van de ATB wordt gewijzigd, kan de ATB de wijziging tegen de deelnemers niet inroepen voordat drie maanden zijn verstreken na bekendmaking van de wijziging. Geduren-

de de periode van drie maanden kunnen de deelnemers tegen de gebruikelijke voorwaarden uitreden (art. 39 lid 3 Btb). Voor open end ATB's betekent dit dat de deelnemers binnen deze termijn hun participaties onder de 'oude' voorwaarden kunnen doen inkopen door de ATB. Voor closed end ATB's (en ook voor andere closed end beleggingsinstellingen) lijkt deze bepaling minder relevant, omdat de deelnemers hun participaties toch niet kunnen doen inkopen door de beleggingsinstelling, maar slechts aan derden (of in het geheel niet) kunnen overdragen.

De AFM stelt zich op het standpunt dat de regels voor het wijzigen van voorwaarden niet gelden voor een ATB indien de wijziging van de voorwaarden op geen enkele wijze, direct of indirect, Nederlandse beleggers of de Nederlandse markt treft of kan treffen. Een dergelijke situatie zal zich niet snel voordoen.

### *D Btb-prospectus*

Op grond van artikel 41 Btb moet een ATB een prospectus beschikbaar hebben dat voldoet aan de eisen van het Btb en in het bijzonder de vele bouwstenen bevat die zijn opgesomd in Bijlage B bij het Btb (een 'Btb-prospectus'). De verplichting tot het opstellen van een Btb-prospectus geldt niet voor een closed end ATB die in het kader van de aanbidding van haar deelnemingsrechten een prospectus heeft opgesteld in overeenstemming met de Prospectusrichtlijn (art. 41 lid 9 Btb). Een Btb-prospectus behoeft overigens niet te worden goedgekeurd door de AFM, in tegenstelling tot een prospectus dat is opgesteld conform de Prospectusrichtlijn (met Nederland als lidstaat van herkomst).

Het Btb-prospectus moet onder meer een verklaring bevatten van de ATB dat de ATB voldoet aan de bij of krachtens de Wtb gestelde regels en dat het prospectus voldoet aan de bij of krachtens het Btb gestelde regels (art. 41 lid 3 Btb). Voorts dient het prospectus een mededeling van een accountant te bevatten dat het prospectus de ingevolge de wet vereiste gegevens bevat (art. 41 lid 4 Btb). Ook moet het Btb-prospectus paragrafen over de kosten en risico's bevatten en moet de ATB inzicht verschaffen in het niveau van haar kosten aan de hand van een kostenratio die wordt aangeduid als 'Total Expense Ratio' (art. 41 lid 6 Btb jo. art. 11 NRGB en bijlage I onder A bij de NRGB).

In de praktijk zorgt de verplichting voor een ATB tot het opstellen van een Btb-prospectus vaak voor verrassingen. Het zal immers regelmatig voorkomen dat de ATB reeds een buitenlands prospectus heeft opgesteld. Dit prospectus moet dan in overeenstemming worden gebracht met het Btb en Bijlage B bij het Btb. Hierbij kan de AFM tevens verlangen dat het prospectus in één of meer door de AFM te bepalen talen wordt gesteld, indien dat naar haar mening noodzakelijk is voor de adequate informatievoorziening aan het publiek (art. 41 lid 8 Btb).

<sup>16</sup> Vgl. considerans nr. 15 van de Prospectusrichtlijn.

Ten slotte kan men nog te maken krijgen met de buitenlandse toezichthouder onder wier toezicht de ATB staat, die wellicht de wijzigingen in het buitenlandse prospectus van de ATB aan haar goedkeuring wenst te onderwerpen. In dit kader is er in de praktijk wel voor gekozen de Nederlandse aanpassingen op het prospectus in een aparte bijlage te verwerken die uitsluitend ziet op Nederlandse investeerders, zodat de bijlage eventueel niet onder het toezichtgebied van de buitenlandse toezichthouder zou vallen, waardoor de goedkeuring niet zou zijn vereist. Dit is echter geen wet van Meden en Perzen en men doet er dan ook goed aan dit soort 'alternatieven' te allen tijde vooraf schriftelijk af te stemmen met de buitenlandse toezichthouder.

### *E Informatieverplichtingen registratie bij AFM*

Artikel 42 Btb voorziet, kort samengevat, in de verplichting voor een vergunninghoudende beheerder om twee weken voorafgaand aan het aanbod van rechten van deelneming in een door haar beheerde beleggingsinstelling aan de AFM verschillende gegevens te verstrekken ter opname van de beleggingsinstelling in het register dat de AFM bijhoudt op grond van artikel 18 Wtb. Iedere wijziging van deze gegevens (met uitzondering van een wijziging in het beleggingsbeleid) moet bovendien twee weken voorafgaand aan de wijziging aan de AFM worden gemeld. Verder moet bij ieder aanbod van deelnemingsrechten diverse informatie betreffende de beleggingsinstelling kosteloos algemeen verkrijgbaar worden gesteld (art. 42 lid 3 Btb). Dit laatste geldt weer niet voor closed end beleggingsinstellingen die een prospectus hebben opgesteld in overeenstemming met de Prospectusrichtlijn (art. 42 lid 4 Btb).

Artikel 42 lid 1 Btb verwijst slechts naar beleggingsinstellingen die moeten worden opgenomen in het register als bedoeld in artikel 18 lid 1 sub b Wtb. Dit register ziet echter op beleggingsinstellingen die worden beheerd door beheerders met een vergunning, en niet op ATB's. ATB's worden opgenomen in het register als bedoeld in artikel 18 lid 1 sub e Wtb. Nu echter artikel 82 Btb onder meer de artikelen 39 tot en met 49 Btb van overeenkomstige toepassing verklaart op ATB's, zou men kunnen redeneren dat artikel 42 Btb toch ook van toepassing is op ATB's. De AFM stelt zich evenwel op het standpunt dat de reikwijdte van artikel 42 Btb beperkt is tot instellingen die worden vermeld in het register als bedoeld in artikel 18 lid 1 sub b Wtb en dus niet ziet op ATB's. De AFM maakt echter voor de slotzin van artikel 42 lid 3 Btb een uitzondering op dit standpunt. Dit betekent dat volgens de AFM een open end ATB in iedere bekendmaking waarin haar rechten van deelneming worden aangeboden, de plaatsen moet vermelden waar het Btb-prospectus voor het publiek verkrijgbaar is.

### *F Financiële rapportage*

Op grond van de artikelen 43 tot en met 48 Btb is een ATB onderworpen aan gedetailleerdere financiële rapportageverplichtingen. Zo moet een ATB jaarlijks een jaarrekening en jaarverslag opstellen met overeenkomstige toepassing van titel 9 Boek 2 BW. Hierbij dient zij de overige gegevens van artikel 2:392 BW te voegen. Deze gegevens betreffen onder meer een accountantsverklaring als bedoeld in artikel 2:393 lid 5 BW (of een mededeling waarom deze ontbreekt). De AFM neemt ook genoegen met een jaarrekening, opgesteld conform IFRS (vergelijk art. 2:362 lid 8 BW). In de praktijk komt het om uiteenlopende redenen voor dat een ATB wenst te rapporteren op basis van US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles). De AFM huldigt het standpunt dat rapporteren op basis van US GAAP niet is toegestaan. De AFM is evenwel bereid een 'no-action-letter' af te geven met de strekking dat de AFM geen maatregelen zal treffen tegen een ATB die rapporteert op basis van US GAAP, indien de AFM vooraf op de hoogte is gesteld van de wens van de ATB om in US GAAP te rapporteren.

Op grond van artikel 44 Btb moet een ATB binnen vier maanden na afloop van het boekjaar de vastgestelde jaarrekening, of indien de vaststelling nog niet heeft plaatsgevonden, de opgemaakte jaarrekening gelijktijdig met het jaarverslag en de overige gegevens als bedoeld in artikel 2:392 BW openbaar maken. Deze verplichting geldt normaliter ook voor de beheerder en, indien aanwezig, de bewaarder van een beleggingsinstelling met betrekking tot hun eigen cijfers. Voor een ATB kan echter worden teruggevallen op het standpunt van de AFM dat de Wtb en het Btb slechts verplichtingen scheppen voor de ATB als normadressaat (zie paragraaf IV onder C hiervoor).

De halfjaarcijfers van de ATB moeten binnen negen weken na afloop van de eerste helft van het boekjaar openbaar worden gemaakt (art. 41 lid 4 Btb). Gelijktijdig met de openbaarmaking van de jaarcijfers en de halfjaarcijfers moet de ATB een afschrift van deze stukken zenden aan de AFM (art. 41 lid 3 en 4 Btb).

Artikel 45 tot en met 47 Btb bevatten een veelheid aan eisen waaraan de toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening van de ATB moet voldoen, waaronder een gespecificeerde opgave van de deelnemingen van de ATB in de zin van artikel 2:389 lid 1 BW (art. 45 lid 1 sub f Btb), een beschrijving van allerlei soorten kosten die worden gemaakt (art. 46 Btb), en een omschrijving van transacties met gelieerde partijen, en de bedragen die hiermee zijn gemoeid (art. 47 Btb). Artikel 48 Btb schrijft ten slotte voor welke gegevens de halfjaarcijfers van een ATB moeten bevatten.

Het gaat het bestek van deze bijdrage te buiten om alle financiële rapportageverplichtingen voor een ATB onder het Btb afzonderlijk te behandelen.

### *G Maandelijkse opgave*

Op grond van artikel 49 lid 3 Btb dient de ATB ten behoeve van de deelnemers maandelijks een opgave met toelichting op te stellen van de volgende gegevens (waarbij er ten minste een periode van een week moet liggen tussen twee tijdstippen waarop de opgave is opgesteld):

1. de totale waarde van de beleggingen van de ATB;
2. een overzicht van de samenstelling van de beleggingen van de ATB;
3. het aantal uitstaande deelnemingsrechten in de ATB; en, indien het een open end ATB betreft,
4. de meest recente intrinsieke waarde van de rechten van deelneming in de ATB.

De maandelijkse opgave moet op de website van de ATB worden geplaatst, die voor eenieder toegankelijk moet zijn (zie paragraaf IV onder H hierna). In de praktijk stuit deze verplichting op verzet. Fondsenbeheerders dienen in feite maandelijks inzicht te geven in de beleggingsbeslissingen die zij hebben gemaakt en de strategie die door de ATB wordt gevolgd. Mede vanuit het oogpunt van concurrentie met andere (beheerders van) beleggingsinstellingen vinden zij dit bezwaarlijk. De AFM meent weliswaar dat de maandelijkse opgave niet zeer specifiek hoeft te zijn en dat kan worden volstaan met een algemene omschrijving van de soorten beleggingen en de geografische spreiding daarvan, maar de pijn wordt hierdoor slechts ten dele weggenomen. Wellicht is het een oplossing de mogelijkheid te bieden de website (gedeeltelijk) te blokkeren, bijvoorbeeld door middel van een password, waarbij slechts bepaalde deelnemers bepaalde informatie kunnen opvragen. De AFM stelt zich evenwel op het standpunt dat de website van de ATB in beginsel niet (gedeeltelijk) mag worden geblokkeerd.

### *H Website*

Op grond van artikel 40 Btb moet de ATB een website onderhouden waarop zij in ieder geval de volgende informatie publiceert:

1. een (voorstel voor) wijziging van de voorwaarden;
2. de halfjaarlijkse en jaarcijfers van de ATB; en
3. de maandelijkse opgave als hiervoor omschreven.

De ATB moet voorts op de website vermelden dat desgevraagd een afschrift van de informatie op de website wordt verstrekt en, indien van toepassing, welke kosten daaraan zijn verbonden.

Zoals hiervoor al aan de orde is gekomen, stelt de AFM zich op het standpunt dat de website van de ATB in beginsel niet (gedeeltelijk) mag worden geblokkeerd door bijvoorbeeld een password. Wel acht de AFM het mogelijk dat de ATB een ontheffing krijgt van de verplichting een website (voor eenieder toegankelijk) te onderhouden, maar een dergelijke ontheffing is volgens de AFM nog nooit afgegeven. Veel beleggingsinstellingen, waaronder ATB's, worstelen met de verplichting een website te

onderhouden zonder beperkingen. Zoals reeds is vermeld, levert deze verplichting problemen op in het kader van de maandelijkse rapportage (zie paragraaf IV onder G hiervoor). Voorts komt het regelmatig voor dat een ATB vanwege aanbiedingsbeperkingen voor bepaalde landen (zogenoemde selling restrictions) haar website graag wil blokkeren voor beleggers uit die landen. De AFM zou kunnen overwegen vaker onder door haar te stellen voorwaarden een (gedeeltelijke) ontheffing te verlenen van de verplichting een website te onderhouden.

### **V Wet op het financieel toezicht**

Tot slot een enkel woord over de positie van een ATB onder de Wft, die naar verwachting op 1 januari 2007 in werking zal treden en onder meer de Wtb zal vervangen. Zoals het er thans naar uitziet, zal de Wft weinig tot geen veranderingen brengen in het regime voor een ATB zoals in deze bijdrage omschreven.<sup>17</sup>

Het huidige verbod van artikel 4 Wtb wordt vervangen door het verbod van artikel 1a:62 Wft. De uitzondering van het verbod voor een ATB is vervat in artikel 1a:63 en artikel 1a:70 Wft. De doorlopende informatieverplichtingen die thans gelden voor een ATB op basis van artikel 36 en 39 tot en met 49 Btb, zijn opgenomen in artikel 4:46, 4:49, 4:50 lid 2 en 3 en 4:51 tot en met 4:53 Wft. Deze artikelen worden vervolgens in artikel 4:38 lid 2 Wft van overeenkomstige toepassing verklaard op ATB's.

Zo vervangt artikel 4:46 Wft artikel 40 Btb (website), artikel 4:49 Wft artikel 41 Btb (prospectusplicht) en artikel 4:51 en 4:52 Wft artikel 44 Btb (publicatie jaarcijfers en halfjaarcijfers). De artikelen 36 Btb (reclame-uitingen) en 45 tot en met 48 Btb (inhoud, en toelichting op, jaarcijfers en halfjaarlijkse cijfers) en artikel 49 Btb (maandelijkse rapportage) zullen naar verwachting terugkomen in uitvoerende regelgeving.

Het voorstel voor de Wft voorziet in ieder geval in één opvallende afwijking ten opzichte van het huidige regime voor ATB's. Artikel 39 Btb (wijziging van voorwaarden en voorstellen daartoe) is weliswaar overgenomen in artikel 4:47 Wft, maar dit wetsartikel wordt in artikel 4:38 lid 2 Wft niet van overeenkomstige toepassing verklaard op een ATB. Dit is een breuk met de huidige situatie, waarin artikel 39 Btb wel degelijk geldt voor een ATB (zie paragraaf IV onder C hiervoor). Een verklaring voor deze breuk ontbreekt. Zonder nadere uitleg en motivering is echter niet goed te begrijpen waarom artikel 39 Btb niet is overgenomen voor een ATB. Het is immers toch van wezenlijk belang voor de bescherming van Nederlandse deelnemers in een ATB dat zij tijdig door de ATB op de

---

17. Kamerstukken II 2005/06, Vierde NvW, 29 708, nr. 19, gewijzigd bij de Vijfde NvW, Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 34, verder gewijzigd bij de Zesde NvW, Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 40.

hoogte worden gebracht van (voorstellen tot) wijzigingen van de voorwaarden van de ATB via de Nederlandse media, alsmede via de website van de ATB. Bovendien zou ook voor deelnemers in een ATB moeten gelden dat zij gebruik kunnen maken van een wachttermijn van drie maanden, indien er wijzigingen optreden in de voorwaarden van de ATB die rechten of zekerheden verminderen of lasten aan de deelnemers opleggen of het beleggingsbeleid veranderen. Indien deze breuk niet alsnog wordt geheeld, zal de Wft in ieder geval op dit punt een onwenselijk onderscheid gaan maken tussen een ATB en een beleggingsinstelling met een beheerder die in Nederland een vergunning heeft.

### Conclusie

ATB's maken gebruik van een uitzondering op de vergunningplicht onder de Wtb. Hierdoor kan de ATB bijvoorbeeld vanuit het fiscaal vriendelijke Guernsey via een beursnotering in Amsterdam op relatief eenvoudige en snelle wijze grote sommen geld uit de markt trekken. Vreemd genoeg kan een Antilliaanse beleggingsinstelling met een vergunning onder de LTBA geen gebruik maken van voormelde uitzondering. Dit is een onwenselijke situatie en zou moeten veranderen.

ATB's moeten zich goed realiseren dat zij er in Nederland met de uitzondering op de vergunningplicht onder de Wtb nog niet zijn. De ATB's zijn immers niet uitgezonderd of vrijgesteld van allerlei bijkomende en doorlopende informatieverplichtingen onder de Wtb, het Btb en binnenkort de Wft. In deze bijdrage wordt een poging gedaan deze verplichtingen in kaart te brengen voor zover het de Wtb en het Btb (en in het kort de Wft) betreft. De relevante wet- en regelgeving zit echter vol voetangels en klemmen. Het is dan ook te waarderen dat de AFM de bereidheid toont regelmatig standpunten in te nemen die ATB's helpen op een praktische en deugdelijke wijze met deze wet- en regelgeving om te gaan.

Zoals het er thans naar uitziet, gaat het systeem voor ATB's onder de Wft niet wijzigen. Naar verwachting zal de populariteit van ATB's onder de Wft dan ook niet afnemen.

*Mr. O.C. van Angeren  
De Brauw Blackstone Westbroek*