

De Europese toekomst van icbe's

mr. G.A.M. Verwilt*

Inleiding

Op 15 november 2006 heeft de Europese Commissie het 'Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen'¹ ('het Witboek') gepubliceerd. In het Witboek heeft de Europese Commissie ('de Commissie') haar standpunten voor modernisering van de Europese markt voor beleggingsinstellingen neergelegd. Het Witboek bevat concrete standpunten van de Commissie om met name de icbe-richtlijn² zodanig aan te passen dat de regelgeving zowel wordt vereenvoudigd om een efficiëntere icbe-markt te creëren als dat er aantrekkelijk en veilig beleggingsmogelijkheden kunnen worden aangeboden aan beleggers. Op 22 maart 2007 heeft de Commissie een consultatiedocument gepubliceerd met een nadere uitwerking van de standpunten uit het Witboek. De standpunten van de Commissie worden na de consultatieprocedure³, in 2007 en 2008 omgezet in voorstellen voor aanpassing van de icbe-richtlijn.

Dit artikel beschrijft de komende ontwikkelingen op het gebied van Europese wet- en regelgeving voor icbe's zoals die voortvloeien uit het Witboek en het consultatiedocument. Allereerst zal de achtergrond en de totstandkoming van het Witboek worden besproken en vervolgens de concrete voorstellen van de Commissie. Het doel is hierbij uitdrukkelijk niet om een diepgaande analyse van de voorstellen te maken, maar de voorstellen⁴ van de Commissie op hoofdlijnen te bespreken.

1. Achtergrond

Het Europees wettelijk kader wordt gevormd door de icbe-richtlijn ('de richtlijn'). De richtlijn creëert een sterk gereguleerd Europees wettelijk kader voor beleggingsinstellingen, zogenaamde icbe's⁵ of UCITS. De belangrijkste kenmerken van een icbe zijn dat de rechten van deelneming op verzoek van de deelnemer moeten worden teruggekocht en dat de activa en de verhouding tussen de activa waar een icbe in mag beleggen nauw omschreven zijn. Daarnaast gelden er strenge eisen aan de informatievoorziening van de icbe aan de (potentiële) beleggers. De beheerders van beleggingsinstellingen die voldoen aan de eisen gesteld in de richtlijn beschikken over een zogenoemd Europees paspoort waarmee de rechten van deelneming van de icbe na aanmelding bij de verantwoordelijke toezichthouder in alle lidstaten van de Europese Unie mogen worden aangeboden.

Om een idee te geven van de omvang van de Europese markt; volgens de Europese brancheorganisatie van aanbieders van beleggingsinstellingen, EFAMA, waren er eind 2006 in de Europese Unie meer dan 32 000 icbe's met een beheerd vermogen van bijna € 5,9 biljoen⁶. Het aandeel van Nederlandse icbe's in de Europese icbe-markt bedraagt volgens deze cijfers 1,4%. Het feit dat Nederland weinig icbe's kent is, buiten de discussies over de concurrentie van Luxemburg en Ierland als vestigingsplaats, voornamelijk het

gevolg van het feit dat er in Nederland weinig vraag was en is naar specifiek icbe's. Nederland kent in tegenstelling tot andere Europese landen een kwalitatief hoogwaardige pensioenvoorziening in de vorm van de AOW en (werknemers)pensioen met grote zelfstandige pensioenfondsen. In veel lidstaten worden icbe's gebruikt voor het beleggen van pensioengelden⁷. Het geldt dat door Nederlandse particuliere beleggers wordt belegd is meestal niet strikt noodzakelijk voor een oudedagsvoorziening. Dit is terughet zien in het Nederlandse wettelijke (toezichts)kader zoals nu is verankerd in de Wet op het financieel toezicht en voorheen neergelegd in de Wet toezicht beleggingsinstellingen 2005. Nederland stelt, behalve uiteraard aan icbe's, geen specifieke eisen aan beleggingsinstellingen met betrekking tot de aard van de beleggingen. Het zwaartepunt in de Nederlandse (toezicht)wetgeving is kort gezegd gebaseerd op transparantie van kosten en risico's.

De Europese icbe-markt verandert echter en staat steeds meer onder druk. De Commissie noemt een aantal redenen voor de druk op de Europese icbe-markt:

- de komst van nieuwe beleggingsmogelijkheden. Denk hierbij bijvoorbeeld aan hedgefondsen en fondsen die beleggen in hedgefondsen (waarin icbe's niet mogen beleggen door de sterk gereguleerde beleggingmogelijkheden); en
- concurrentie van beleggingsproducten waar geen geharmoniseerd Europees wettelijk kader voor bestaat of die minder zijn gereguleerd (op nationaal niveau) zoals structured products en unit-linked producten. Het gaat

* Gijs Verwilt is werkzaam bij de Autoriteit Financiële Markten op de afdeling Beleid. Hij schrijft dit artikel op persoonlijke titel.

1. 'White paper on enhancing the single market framework for investment funds' com(2006) 686 final <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm>.
2. Richtlijn 85/611/EEG van de Raad, gewijzigd bij de richtlijnen 2001/107/EG en 2001/108/EG, 1985, L 0611.
3. Het is mogelijk voor alle geïnteresseerden om tot 15 juni een reactie te sturen aan de Europese Commissie.
4. Ik spreek hier over 'voorstellen'. Het zijn uiteraard nog geen formele voorstellen.
5. UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities; icbe: instelling voor collectieve belegging in effecten.
6. EFAMA, The European Funds and Asset Management Association, *Trends in the European Investment Fund Industry in the Fourth Quarter of 2006 and Results for the Full-Year 2006*. Zie ook ZEW, *Current Trends in the European Asset Management Industry*; <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/Report_ZEW_OEE_2005.pdf>.
7. Ook is een icbe vaak onderdeel van pensioenproduct (de zogenaamde 'wrapper') en/of worden er fiscale voordelen geboden bij het beleggen in icbe's.

hier om producten die worden aangeboden als alternatief voor een belegging in een beleggingsinstelling.⁸

Tevens is er volgens de Commissie mede door de vergrijzing van de Europese samenleving een stijging van de algehele vraag naar producten voor de opbouw van pensioenvoorzorgingen naast de vaste beroepspensioenfondsen. Hier ligt juist een belangrijke kans voor beleggingsinstellingen. Ook stimuleert de vraag naar beleggingsmogelijkheden juist de ontwikkeling van alternatieve beleggingsproducten.

De Commissie concludeert in het Witboek dat de richtlijn niet langer voldoende is om de Europese markt van icbe's optimaal te bedienen. Voor de aanbieders is het probleem dat de richtlijn niet flexibel genoeg is om in te kunnen spelen op de nieuwe marktontwikkelingen en hun bestaande beleggingsinstellingen aan te kunnen passen. Het risico voor de belegger zit voor een deel in het feit dat de alternatieve beleggingsproducten meer risico's met zich mee kunnen brengen ten opzichte van de gereguleerde icbe's, maar vooral in het feit dat er niet altijd een verplichte vorm van informatievoorziening en transparantie is, vergelijkbaar met die bij icbe's, die voor de belegger een mate van transparantie van kosten en risico's waarborgt.

2. Totstandkoming

Op 12 juli 2005 publiceerde de Commissie het 'Groenboek voor de verbetering van het EU-kader voor beleggingsfondsen'⁹ ('het Groenboek'). In het Groenboek werden voorstellen gedaan waarmee de succesvolle ontwikkeling van de sector van de icbe's op korte en middellange termijn zou kunnen worden bevorderd door voort te bouwen op de bestaande wetgeving. Marktpartijen, overheden en toezichhouders werden uitgenodigd om op de voorstellen van de Commissie te reageren¹⁰.

Naar aanleiding van het Groenboek heeft de Commissie de 'Expert Group on investment fund market efficiency' ('de Expert Group') opgezet bestaande uit personen uit de markt met als doel een advies uit te brengen over mogelijke aanpassingen aan het Europees wettelijk kader voor icbe's¹¹. Vanuit diverse instellingen zoals institutionele beleggers, vertegenwoordigende organisaties voor particuliere beleggers en toezichhouders werden observatoren toegevoegd aan de Expert Group. Uit de reacties op het Groenboek, het rapport van de Expert Group en de daaropvolgende reacties kwam als breed gedragen opvatting naar voren dat het Europees kader voor icbe's moet worden aangepast om de icbe-markt efficiënter te kunnen laten functioneren. Specifiek wordt door de Expert Group in hun rapport¹² (en in de reacties daarop) gepleit voor aanpassingen in de notificatieprocedure, het vereenvoudigd prospectus, het mogelijk maken van grensoverschrijdende fusies van icbe's, het mogelijk maken van 'asset pooling' en het instellen van een Europees paspoort voor een beheerder. Als sluitstuk van het hiervoor omschreven proces heeft de Commissie haar standpunten gepubliceerd in het Witboek en vervolgens als concrete voorstellen nader uitgewerkt in het consultatiedocument. Deze voorstellen zullen hieronder worden besproken.

3. Voorstellen van de Commissie

Algemene opmerkingen

De focus van de Commissie zoals die naar voren komt in het Witboek is, gelet op de ontwikkelingen in de markt, enigszins beperkt. Het Witboek geeft concrete voorstellen welke zeker een grote verbetering voor icbe's zijn, maar er wordt niet ingespeeld op de belangrijke (bredere) ontwikkelingen in de markt. In de reacties¹³ op het Groenboek en de Expert Group-rapporten is er door een aantal marktpartijen, maar ook door de Autoriteit Financiële Markten ('AFM'), voor gepleit dat, gelet op alle ontwikkelingen in de markt¹⁴, er moet worden gestreefd naar een zogenoemd Europees 'level-playing field' of gelijk speelveld tussen de producten. Een gelijk speelveld betekent mijns inziens nadrukkelijk niet dat er voor alle producten een sterk en volledig gereguleerd Europees wettelijk kader moet worden ontwikkeld, maar wel dat er bij vergelijkbare concurrerende producten zo veel mogelijk gelijke eisen met betrekking tot transparantie van kosten en risico's zouden moeten worden gesteld. Met name eisen aan transparantie van niet-gereguleerde producten zou een belangrijk aandachtspunt moeten zijn. Dit is helaas niet teruggekomen in het Witboek.

Notificatieprocedure

Overeenkomstig artikel 46 van de richtlijn moet een beheerder, voordat hij rechten van deelneming in een beleggingsinstelling in een andere lidstaat dan de lidstaat van herkomst mag aanbieden, de toezichthouder van die andere lidstaat informeren. Hierbij moet bepaalde informatie worden verschaft aan de andere toezichthouder zoals het prospectus, het vereenvoudigd prospectus en de statuten of reglementen¹⁵. Deze zogenoemde notificatieprocedure duurt formeel

8. EFAMA merkt over 2006 op: 'Other visible trends in 2006 were: the continued growth of flows into funds of funds, the growing success of funds of hedge funds in a number of domiciles, in particular France, Italy, Luxembourg and Switzerland, and the intense competition from certificates in Germany and structured products in general'. *Trends in the European Investment Fund industry in the fourth quarter of 2006 and results for the full year 2006*, maart 2007.
9. 'Green Paper on the enhancement of the EU framework for investment funds', com(2005) 314 final. <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm>.
10. Een overzicht van alle reacties die openbaar mochten worden gemaakt is te vinden op: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm>.
11. Tegelijk met de eerstgenoemde Expert Group is de 'Expert group on Alternative Investment Funds' ingesteld. Deze tweede Expert Group heeft zich gericht op private-equityfondsen en hedgefondsen. De Commissie heeft behoudens een opmerking over hedgefondsen geen standpunt uitgedragen naar aanleiding van de rapporten van deze Expert Group.
12. <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/reports/efficiency_en.pdf>.
13. De reacties zijn te vinden via: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm>.
14. Zoals hiervoor omschreven onder 1. Achtergrond.
15. Zie artikel 2:72 van de Wet op het financieel toezicht.

twee maanden, maar uit de Europese praktijk blijkt dat dit veel langer kan duren. Dit is een groot probleem voor marktpartijen.

De Commissie stelt nu voor om de formele notificatieprocedure ingrijpend te vereenvoudigen. Het uitwisselen van documentatie en informatie moet op het niveau van de toezichthouders gaan plaatsvinden. De procedure die door de Commissie wordt voorgesteld is gebaseerd op de prospectusrichtlijn. Dit betekent dat de beheerder die de rechten van deelneming wil aanbieden in een andere lidstaat dan de lidstaat van vestiging een notificatiebrief en alle documenten die vereist zijn, elektronisch stuurt naar de toezichthouder van het land waar de icbe is gevestigd (de 'home'-toezichthouder). De notificatiebrief bevat onder andere algemene informatie over de wijze van distributie, details over de wijze van in- en verkoop van rechten van deelneming en de wijze van distributie van de verplichte informatie voor de beleggers. Belangrijke positieve wijziging is dat de notificatiebrief mag worden opgesteld in een taal die gebruikelijk is in de financiële wereld. De home-toezichthouder controleert of alle documenten aanwezig zijn en voegt de verklaring toe dat de beheerder een vergunning heeft op grond van de richtlijn. Dit pakket wordt door de toezichthouder gestuurd naar de toezichthouder van de lidstaat waar de beheerder de rechten van deelneming wil aanbieden (de 'host'-toezichthouder). De beheerder moet drie dagen na het versturen van alle documenten door de 'home'-toezichthouder kunnen beginnen met het aanbieden van de rechten van deelneming.

Om deze procedure optimaal te kunnen laten werken moet wel onomstotelijk vaststaan wat de bevoegdheden van beide toezichthouders zijn met betrekking tot de icbe. De reikwijdte van de bevoegdheden zal daarom duidelijker worden vastgelegd in de richtlijn¹⁶. De 'host'-toezichthouder zal alleen echt kunnen ingrijpen in bepaalde noodsituaties. Ook mag de 'host'-lidstaat eisen stellen aan reclame-uitingen maar dit zal geen grond mogen vormen om de icbe te belemmeren de rechten van deelneming aan te bieden. Dit voorstel van de Commissie is een flinke verbetering van de huidige procedure.

De Committee of European Securities Regulators ('CESR'), waar alle nationale toezichthouders van de Europese lidstaten in zijn vertegenwoordigd, heeft vooruitlopend op een toekomstige wijziging van de richtlijn al een initiatief genomen. Op 29 juni 2006 heeft CESR 'guidelines'¹⁷ uitgevaardigd om de formele notificatieprocedure te vereenvoudigen. De belangrijkste 'guidelines' zijn:

- het vereenvoudigd prospectus hoeft niet meer gecertificeerd te zijn door de toezichthouder van het land van herkomst;
- er is een standaard-notificatiebrief opgesteld die door de beheerder kan worden gebruikt;
- indien alle documenten zijn ingediend moet de beheerder na twee maanden kunnen beginnen met het aanbieden van de deelnemingsrechten. Indien mogelijk moet de procedure sneller worden afgerond en na afronding moet de beheerder zo snel mogelijk worden geïnformeerd, bijvoorbeeld via e-mail;

- interpretatieverschillen van de richtlijn mogen geen reden zijn om de notificatie af te wijzen of te vertragen, alleen eisen met betrekking tot marketing mogen door de andere lidstaat dan de lidstaat van vestiging worden gesteld;
- subfondsen mogen in de notificatiebrief worden meegevoerd, een aparte brief is niet vereist. Hierbij kan ook verwezen worden naar reeds ingediende en ongewijzigde documenten; en
- alle toezichthouders moeten een standaarddocument op hun website plaatsen waarin staat vermeld wat moet worden aangeleverd door de beheerder en aan welke aanvullende eisen met betrekking tot marketing moet zijn voldaan in die lidstaat.

De 'guidelines' worden door alle vertegenwoordigde nationale toezichthouders, waaronder ook de AFM, gehanteerd. Met deze guidelines wordt geprobeerd binnen het bestaande wettelijk kader afspraken te maken om de notificatieprocedure eenduidig uit te leggen en waar mogelijk te standaardiseren. De guidelines gaan helaas niet ver genoeg en in de praktijk blijkt ook dat de snelheid van implementatie van de guidelines door de toezichthouders sterk verschilt. Aanpassing van de notificatieprocedure in de richtlijn zal de oplossing moeten zijn.

Paspoort voor de beheerder

Op dit moment moet een icbe in het land van vestiging een volledig operationele beheerder oprichten. In de reacties op het Groenboek en de rapporten van de Expert Group is veelvuldig door marktpartijen de wens geuit dat een beheerder in een lidstaat ook beheerder zou moeten kunnen zijn van een icbe met vestigingsplaats in een andere lidstaat. Om dit te realiseren zal een beheerder de beschikking moeten krijgen over een zogenoemd Europees paspoort. De Commissie stelt nu voor om de richtlijn zo aan te passen dat een icbe een beheerder mag hebben in een andere lidstaat dan de lidstaat van vestiging.

Het belangrijkste voordeel is het niet meerdere keren moeten opzetten van dezelfde infrastructuur en de bundeling van kennis. Een ander belangrijk voordeel is dat het gebruik van één (gespecialiseerde) beheerder met een gecentraliseerde bedrijfsvoering kan leiden tot een beter zicht op de beheersing van de bedrijfsvoering en mogelijke risico's. Ten slotte kunnen mogelijk schaalvoordelen worden behaald doordat er één (grote) beheerder kan worden gebruikt.

Een belangrijk aandachtspunt is dat het toelaten van het gebruik van één beheerder tot gevolg heeft dat het toezicht wordt gescheiden, wat kan leiden tot een uitholling van het

16. Vooruitlopend op de wijzigingen van de richtlijn heeft de Commissie op 19 maart 2007 een aanbeveling uitgevaardigd over de verdeling van de bevoegdheden van de toezichthouders (Com 2007, 112); <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/com_2007_112/com_2007_112_en.pdf>.

17. *CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS*, Ref: CESR/06-120b, <<http://www.cesr.eu/index.php?docid=3852>>.

toezicht in het land van vestiging van de icbe. Dit betreft zowel het toezicht door de nationale toezichthouder alsook het toezicht door de ingestelde bewaarder. Bij het creëren van een Europees paspoort voor de beheerder zal het behouden van beleggerbescherming voorop moeten staan. Om het toezicht te waarborgen stelt de Commissie voor dat de toezichthouder van het land van vestiging van de icbe de mogelijkheid krijgt om ter plekke controles uit te oefenen bij de beheersmaatschappij. Hoewel dit voorstel nog niet nader is uitgewerkt lijkt mij dit redelijk ver gaan en is het maar de vraag of de lidstaten voorstander zullen zijn van een dergelijke regeling. Daarnaast zullen er eisen aan de beheerder worden gesteld om de toezichthouder van het land van vestiging van de icbe regelmatig te informeren. De toezichthouder van het land van vestiging van de icbe zal wel bevoegdheden krijgen om in het geval van een noodsituatie in te kunnen grijpen. Omdat de Commissie wil voorkomen dat het toezicht te zeer wordt uitgehold bevat het voorstel de eis dat bepaalde administratieve kernfuncties wel in het land van vestiging van de icbe moeten worden verricht. Hierbij wordt de verificatie van de waardering en het bijhouden van een aandelhoudersregister genoemd. De directe meerwaarde van het behouden van deze functies in het land van vestiging is niet nader uitgewerkt.

Voor een uitwerking van de samenwerking tussen de nationale toezichthouders zal CESR een belangrijke rol vervullen. Binnen CESR zijn alle nationale toezichthouders vertegenwoordigd en dit betekent dat er direct vanuit de (toezicht)praktijk afspraken kunnen worden gemaakt over samenwerking. Gelet op de werkwijze van CESR, waar ik hier niet verder op zal ingaan, is ook een snelle communicatie met de markt mogelijk waarbij voorgestelde afspraken aan de markt kunnen worden voorgelegd.

Vereenvoudigd prospectus

Het doel van het vereenvoudigd prospectus is om een helder en beknopt overzicht te geven aan de beleggers van de belangrijkste kenmerken, risico's en kosten van de icbe. In Nederland is het vereenvoudigd prospectus uitgewerkt onder de term Financiële Bijsluiter¹⁸. Uit de reacties op het Groenboek en de Expert Group-rapporten blijkt dat de veel voorkomende opvatting is dat het huidige vereenvoudigd prospectus niet voldoet aan de doelstellingen. Vooruitlopend op het Witboek zijn door de Commissie workshops georganiseerd om informatie en opvattingen te verzamelen over het vereenvoudigd prospectus. Hierbij waren marktpartijen, brancheorganisaties, toezichthouders en overheden vertegenwoordigd¹⁹. Als belangrijkste opmerkingen kwamen hierbij naar voren dat het vereenvoudigd prospectus moet zijn gericht op particuliere beleggers, de weergave beknopt moet zijn, eventueel gebruik moet worden gemaakt van een grafische weergave en dat de inhoud de belegger in staat moet stellen om een afgewogen beleggingsbeslissing te nemen.

De Commissie stelt in het Witboek onomwonden vast dat het huidige vereenvoudigd prospectus niet geslaagd is in haar opzet. In veel gevallen is het prospectus lang en complex en biedt het derhalve niet de transparantie voor de

belegger waar het voor bedoeld is. Ook de naam 'vereenvoudigd prospectus' heeft hier naar mening van de Commissie aan bijgedragen.

Het uitgangspunt voor het nieuwe vereenvoudigd prospectus is dat het een document is voor de belegger met kerninformatie over de icbe. De term vereenvoudigd prospectus wordt niet meer gebruikt²⁰. Het doel van het informatiedocument is om de belegger voorafgaande aan zijn beleggingsbeslissing te informeren.

De Commissie zal in de richtlijn een duidelijk kader neerleggen voor het informatiedocument. Dit kader heeft betrekking op de inhoud en vorm van het informatiedocument maar ook op de verplichting om het informatiedocument beschikbaar te hebben of te stellen indien de rechten van deelneming van de icbe via andere kanalen dan direct door de beheerder kunnen worden verworven. Het is niet duidelijk of en hoe aan deze laatste eis vorm zal worden gegeven binnen het kader van MiFID. In tegenstelling tot het huidige vereenvoudigd prospectus zal een gedetailleerde uitwerking van het informatiedocument worden neergelegd op het niveau van een uitvoeringsrichtlijn of verordening²¹. De Commissie heeft in dit kader op 12 april 2007 aan CESR het verzoek gedaan om advies uit te brengen over de gedetailleerde inhoud en vorm van het informatiedocument²².

Bij het vormgeven van het informatiedocument waarbij recht wordt gedaan aan de kernfunctie, zou bijvoorbeeld gedacht kunnen worden aan de vorm van de Nederlandse Financiële Bijsluiter zoals die is uitgewerkt in de Bijlagen 2 en 3 van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

Grensoverschrijdende fusie

Uit de reacties van de markt op het Groenboek en de aanbevelingen van de Expert Group kwam de wens naar voren om grensoverschrijdende fusies van icbe's mogelijk te maken.

Het gebruik kunnen maken van de schaalvoordelen van grotere fondsen moet leiden tot lagere kosten en een minder versnipperd aanbod van icbe's.

18. Het vereenvoudigd prospectus (Financiële Bijsluiter) is uitgewerkt in de artikelen 3:11 tot en met 3:28 van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

19. De workshops hebben op 15 mei 2006 en 11 juli 2006 plaatsgevonden. De samenvattingen zijn te vinden op: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/ucits/index_en.htm>.

20. De Commissie spreekt over 'key investor information'. Ik gebruik hier de term 'informatiedocument'.

21. Level 2 in de Lamfalussy-procedure.

22. Zie <www.cesr.eu>. CESR heeft als een eerste reactie twee verzoeken om informatie openbaar gemaakt. Het betreft een verzoek aan retailbeleggers en de hun vertegenwoordigende organisaties en een verzoek over de wijze van distributie van icbe's. Reageren is mogelijk tot en met 25 mei 2007.

In het voorstel van de Commissie wordt een (juridische) fusie mogelijk gemaakt onder de richtlijn indien beide beleggingsinstellingen de status van icbe hebben. De nieuwe regelgeving zal niet alleen zien op de grensoverschrijdende fusie van icbe's maar ook op de fusie van icbe's die in dezelfde lidstaat zijn gevestigd. Dit laatste omdat ook in deze situatie er beleggers zullen zijn van buiten de lidstaat van vestiging. In de situatie van een grensoverschrijdende fusie zal de toezichthouder van de verdwijnende icbe goedkeuring moeten verlenen, in beginsel binnen 15 dagen na indiening van alle vereiste documenten. Er zullen geen eisen worden gesteld aan de fuserende icbe's met betrekking tot bijvoorbeeld vergelijkbaarheid van hun beleggingsbeleid.

Of de beleggers in de fuserende fondsen stemrecht hebben bij de fusie zal afhankelijk zijn van de nationale wetgeving. De beleggers in de fuserende fondsen moeten in ieder geval de mogelijkheid krijgen om zonder kosten uit te stappen. Dit zou op het eerste gezicht betekenen dat de met de uittreding gemoeide transactiekosten ten laste komen van de zittende belegger. Ook mogen de kosten met betrekking tot de fusie niet direct of indirect ten laste komen van de beleggers. Deze laatste kosten zouden ten laste van de bijvoorbeeld de beheerder moeten komen omdat de fusie uiteindelijk een commercieel doel dient²³.

Opmerkelijk is dat er geen aandacht wordt besteed aan de civiele en fiscale aspecten van de grensoverschrijdende fusie. Hoewel het hier gaat om de specifieke aandachtspunten die spelen bij onder toezicht staande beleggingsinstellingen zal de juridische en fiscale realiteit bepalend zijn voor de vraag of een grensoverschrijdende fusie wel mogelijk is. Vanuit civielrechtelijk perspectief zal de (implementatie van) de Tiende richtlijn²⁴ hier mogelijkheden bieden. De vraag is of de huidige fiscale faciliteiten toereikend zijn om een grensoverschrijdende fusie van icbe in alle situaties geruisloos te laten verlopen²⁵.

Pooling van activa

De Commissie stelt voor de richtlijn zo aan te passen dat (grensoverschrijdende) asset pooling, het zogenoemde 'entity pooling', mogelijk wordt. Bij deze vorm van pooling worden activa van verschillende fondsen samen 'beheerd' door een aparte juridische entiteit en kan tegelijkertijd op elke verschillende doelmarkt een lokaal fonds worden gehandhaafd. Dit brengt efficiency- en schaalvoordelen mee. Zo kunnen de vakbekwaamheid en kosten van verschillende managementteams over een grotere pool van activa worden gespreid en kunnen kosten worden bespaard door bijvoorbeeld een aan- of verkoop van een aandeel voor een aantal fondsen te combineren. Op dit moment is het niet mogelijk om gebruik te maken van pooling omdat de huidige richtlijn risicospreiding vereist²⁶.

De Commissie stelt voor om een regime voor master-feederstructuren te creëren. Hierbij wordt het mogelijk voor meerdere icbe's (de feeders) om te beleggen in één gezamenlijke icbe (de master). Zowel de master als de feeder zal een icbe moeten zijn en de feeders mogen maar in één master beleggen en minimaal 85% van activa moet belegd worden in de master. De master moet minimaal twee feeders hebben en mag geen aandelen bezitten in een feeder of in een andere

master. Wel is het mogelijk dat niet-icbe's gebruikmaken van de master. Omdat door een icbe-feeder slechts belegd mag worden in één master is het zeer de vraag of het voorstel tegemoetkomt aan de wensen van de markt.

Europees paspoort voor de bewaarder

Naast het Europees paspoort voor de beheerder is de mogelijkheid van een Europees paspoort voor de bewaarder besproken in het Groenboek en het rapport van de Expert Group. Vanuit de markt is als meest voorkomende reactie naar voren gekomen dat er vanuit het oogpunt van beleggersbescherming en een toenemende mate en complexiteit van toezicht op korte termijn geen behoefte is aan een Europees paspoort voor een bewaarder. Ook speelt hierbij een rol dat de bewaarder naast het bewaren van de activa meerdere functies heeft (of kan hebben), zoals het toezicht houden op de beheerder. De Commissie heeft dit standpunt overgenomen.

4. Overige aandachtspunten

Naast de hiervoor beschreven voorgestelde maatregelen voor icbe's, worden in het Witboek nog enkele opmerkingen gemaakt over twee andere categorieën beleggingsproducten. Gelet op het belang van deze twee categorieën wil ik deze hier kort behandelen. Het gaat hier ten eerste om verkoop van producten aan particulieren waar geen Europees wettelijk kader voor bestaat, en ten tweede om verkoop van producten aan professionele beleggers waar geen Europees wettelijk kader voor bestaat.

Bij de eerste categorie kan bijvoorbeeld worden gedacht aan bepaalde vastgoedfondsen. De vraag die met betrekking tot deze categorie naar de mening van de Commissie moet worden beantwoord is of er een formeel Europees wettelijk kader moet worden opgesteld voor grensoverschrijdende retailverkoop; met andere woorden of het noodzakelijk is een interne markt voor deze producten te creëren. De Commissie zal nader onderzoek verrichten naar de noodzaak van een dergelijk Europees kader. Hierbij merkt de Commissie wel op dat een mogelijke oplossing is om de werkingssfeer van het huidige icbe-kader uit te breiden. Een andere mogelijkheid zou zijn om naast het icbe-kader een productspecifieke regeling te introduceren. Het nadeel van deze laatste mogelijkheid is dat deze oplossing versnippering van de regelgeving met zich meebrengt en niet flexibel is in een zich steeds ontwikkelende markt. Voor nieuwe producten moet de regeling worden aangepast of een nieuwe

23. *Exposure Draft, Initial orientations for discussion on possible adjustments to the UCITS Directive*, 3. Mergers, p. 20.

24. Implementatie van richtlijn 2005/56/EG betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen (*PbEG* 2005, L 310/1).

25. Zie ook J.J.L. van de Water, 'De fiscale aspecten van het wetsvoorstel grensoverschrijdende juridische fusie', *Weekblad voor fiscaal recht*, 2007/173 (paragraaf 5).

26. Art. 1, tweede lid, en art. 22, 24 en 25 van de richtlijn.

regeling worden gemaakt²⁷. Er kan hier ook gedacht worden aan het Nederlandse systeem, namelijk een breed algemeen kader (gericht op transparantie van kosten en risico's) met afdelingen voor specifieke producten.

Met betrekking tot verkoop van producten aan institutionele en andere professionele marktpartijen, meldt de Commissie in het Witboek dat ernaar wordt gestreefd om grensoverschrijdende transacties tussen bepaalde (professionele) tegenpartijen eenvoudiger te maken. Hierbij wordt gedacht aan een zogenaamd Europees 'private placement'-regime. Onder een dergelijk regime gelden er geen of minder eisen dan indien wordt aangeboden aan bijvoorbeeld particuliere beleggers.

De Commissie doet geen concrete voorstellen met betrekking tot de regulering van hedgefondsen. Vooralsnog is de Commissie van mening dat de lidstaten zelf in staat zijn een wettelijk (toezicht)kader te creëren en dat conform de opmerkingen van de Expert Group er momenteel geen harmonisatie nodig is. Wel zal de Commissie in het licht van het hiervoor genoemde 'private placement'-regime bekijken of het wenselijk is een regime te creëren waarin ook hedgefondsen in grensoverschrijdend Europees verband zonder beperkingen gemakkelijk aan professionele beleggers kunnen worden aangeboden.

5. Conclusie

De door de Commissie voor te stellen aanpassingen van de richtlijn met betrekking tot de notificatieprocedure, het vereenvoudigd prospectus, grensoverschrijdende fusies, asset pooling en het paspoort voor de beheerder zullen een verbetering vormen voor de icbe-markt. Veel zal afhangen van de feitelijke uitwerkingen van de voorstellen. Er zal immers nog door de lidstaten worden onderhandeld over de voorstellen nadat de Commissie de voorstellen eind 2007 heeft ingediend bij het Europees Parlement en de Raad. Voor zover belangen niet samenvallen zal een balans moeten worden gevonden tussen de belangen van de aanbieders en de bescherming van de positie van de belegger. Om tot een resultaat te komen dat zowel in het belang van de icbe's als de beleggers is zal de uitwerking in nauw overleg met de markt moeten plaatsvinden. CESR kan hier een belangrijke rol in spelen. In de uitwerking van de voorstellen van de Commissie zal de samenwerking en communicatie tussen de toezichthouders bij de uitvoering van het toezicht een belangrijk aandachtspunt zijn.

Zoals in het begin van dit artikel al is opgemerkt en zoals ook volgt uit de opmerkingen van de Commissie over de niet-geharmoniseerde producten, neemt de Commissie nog geen stappen om te komen tot een meer gelijk speelveld tussen diverse beleggingsproducten. Dit is des te opmerkelijker omdat juist door de Commissie is geconcludeerd dat de icbe-markt onder druk staat mede door nieuwe concurrerende beleggingsproducten. Vergelijkbare beleggingsproducten zouden gelijk behandeld moeten worden. Dit is in het belang van de beleggers en de aanbieders. In plaats van te streven naar een volledig en sterk gereguleerd Europees wettelijk kader zou hierbij gestreefd moeten worden naar

een kader dat gebaseerd is op een transparante informatievoorziening.

27. De Commissie heeft inmiddels een Expert Group ingesteld om de Commissie te adviseren over open-end vastgoedfondsen. Referentie: IP/07/458. <<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/458&format=HTML&aged=0&language=EN>>.