

De aangepaste ICBE-richtlijn

Op naar een verbeterde Europese interne markt voor beleggingsinstellingen?

mr. R. Slange* en mr. G.A.M. Verwilt**

1. Inleiding

Al enkele jaren wordt er in Europa gediscussieerd over verbetering van de markt voor beleggingsinstellingen. In 2006 heeft dit geresulteerd in het door de Europese Commissie ('Commissie') opgestelde Witboek over de verbetering van het kader voor de Europese interne markt voor beleggingsinstellingen¹ (het Witboek). Eén van de voorziene maatregelen in het Witboek was een aanpassing van de Europese richtlijn voor beleggingsinstellingen, de ICBE-richtlijn (de Richtlijn)² op specifieke punten. Na op 22 maart 2007 een concept hiervoor te hebben gepubliceerd, is uiteindelijk op 16 juli 2008 een definitief voorstel van de Commissie tot aanpassing van de Richtlijn uitgebracht³ (het Voorstel). Internationaal staat het Voorstel bekend als UCITS IV.⁴

De maatregelen in het Voorstel beogen een aanzienlijke verbetering te realiseren van het huidige Europese wettelijke kader voor Instellingen voor Collectieve Beleggingen in Effecten ('ICBE'), een specifieke maar ook de grootste groep beleggingsinstellingen in Europa.

In dit artikel worden de verschillende hoofdonderwerpen van het Voorstel besproken. In de volgorde waarin deze onderwerpen in de Richtlijn worden behandeld betreft het:

1. (het ontbreken van) het Europese paspoort voor de beheerder;
2. (grensoverschrijdende) fusies;
3. master-feeder beleggingen;
4. nieuwe Financiële Bijsluiter voor beleggingsinstellingen ('Key Investor Information');
5. vereenvoudiging van de notificatieprocedure.

De verschillende onderwerpen zullen zowel vanuit de optiek van de toezichthouder als vanuit de markt worden beschouwd. Allereerst zal kort de achtergrond van het Voorstel worden besproken en een korte toelichting worden gegeven op het fenomeen ICBE.

2. Achtergrond

Het huidige Europese wettelijke kader voor beleggingsinstellingen wordt gevormd door de Richtlijn die in Nederland is geïmplementeerd in de Wet op het Financieel Toezicht (Wft). De historische achtergrond van de voorgestelde aanpassingen is reeds eerder beschreven ter gelegenheid van de consultatie in maart 2007 van de concept-voorstel van de Commissie.⁵ Een ICBE is een open-end beleggingsinstelling die moet voldoen aan de eisen zoals gesteld in de Richtlijn, waaronder specifieke eisen aan de instrumenten waarin mag worden belegd en regels rond spreiding van de beleggingen.⁶ Een ICBE beschikt over een zogenoemd Europees paspoort

waarmee het mogelijk is grensoverschrijdend rechten van deelneming in Europese lidstaten aan te bieden.

ICBE's zijn veruit de belangrijkste speler op de Europese markt voor beleggingsinstellingen. Het beheerde vermogen van in Europa gevestigde beleggingsinstellingen bedroeg aan het einde van het eerste kwartaal van 2008 ongeveer € 7380 miljard. Iets meer dan 75% van dit vermogen is onder beheer bij ICBE's.⁷

Hoewel het Voorstel geen volledige herziening van de Richtlijn behelst, is het Voorstel, in tegenstelling tot eerdere wijzigingen, vormgegeven als een integrale nieuwe versie van de Richtlijn. Hiermee worden, naast de aanvulling en wijziging voor specifieke onderwerpen, tevens enkele bestaande wettelijke en juridisch-linguïstische onvolkomenheden gere-

* Robert Slange is senior legal counsel bij Robeco, verantwoordelijk voor Legal Developments.

** Gijs Verwilt is senior medewerker bij de Autoriteit Financiële Markten ('AFM') op de afdeling Strategie, Beleid en Internationale zaken en is lid van de CESR Investment Management Expert Group. Zijn bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

1. White paper on enhancing the Single Market framework for investment funds, COM(2006), 686 final.
2. Richtlijn 85/611/EEG.
3. Brussel 16 juli 2008, COM(2008) 458, 2008/0153 (C2008/0153 (COD)). Momenteel wordt het Voorstel behandeld in werkgroepen van de Europese Raad en daarna in het Europese Parlement. Het is de bedoeling dat de Richtlijn medio 2009 in werking treedt, waarna de lidstaten de gelegenheid krijgen om bijvoorbeeld binnen 18 of 24 maanden de Richtlijn te implementeren in hun nationale regelgeving.
4. UCITS: Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities; dit is het Engelse acroniem voor ICBE.
5. Zie G.A.M. Verwilt, 'De Europese toekomst van ICBE's', *TvE* 2007, nr. 4.
6. Zie art. 126 t/m 147 van het Bgfo.
7. Zie 'Asset management report: facts and figures', juli 2008 en 'Trends in the European Fund Industry in Q12008'. Zie ook het EFAMA-rapport over het belang van de ICBE's die zijn gericht op Azië, het Midden-Oosten en Zuid-Amerika: 'UCITS as a Global Brand; An industry survey by EFAMA', juli 2008. European Fund and Asset Management Association (EFAMA) www.efama.org.

pareerd.⁸ Een volledige integrale nieuwe versie van de Richtlijn is ook bedoeld om de inzichtelijkheid te verbeteren.⁹

3. De belangrijkste wijzigingen

3.1 Het (ontbrekende) Europees paspoort voor de beheerder

Iedere beleggingsinstelling heeft in principe een aparte beheerder, tenzij de beleggingsinstelling een rechtspersoon is die zelf de beheerstaken uitvoert.¹⁰ De beheerder, een rechtspersoon, voert de beheerstaken uit voor verschillende beleggingsinstellingen (ICBE's of niet-ICBE's). Momenteel moet de beheerder in hetzelfde land gevestigd zijn als de ICBE.¹¹ Voor diverse asset managers zoals de meeste grotere Nederlandse spelers, die beleggingsinstellingen in meerdere landen hebben gevestigd, leidt dit tot inefficiëntie aangezien men in elk van die landen een beheerder moet hebben. Indien men de werkzaamheden die worden verricht voor de verschillende beleggingsinstellingen feitelijk beschouwt, dan worden de meeste activiteiten echter zo veel mogelijk vanuit één locatie gedaan.¹²

In het concept-voorstel waren bepalingen opgenomen die een (beperkte) verbetering van het paspoort voor de beheerder zouden betekenen. Deze verbeteringen hielden in dat een beheerder weliswaar beleggingsinstellingen, gevestigd in andere EU-landen, kon beheren, maar dat bepaalde administratieve taken (het aandeelhoudersregister en dergelijke) en de bepaling van de intrinsieke waarde nog steeds in het land van de beleggingsinstelling plaats moesten vinden. In de verdere discussie in Europa wordt dit concept aangeduid als het 'partial passport'.

In de consultatiereacties op het concept-voorstel is door de meeste marktpartijen alsmede door diverse overheden en toezichthouders gepleit voor het creëren van een volledig Europees paspoort voor de beheerder. Dit zou de beheerder in staat moeten stellen om beleggingsinstellingen te beheren, en dus om alle daarmee verband houdende activiteiten te verrichten vanuit het land van vestiging van de beheerder. In de verdere discussie is dit concept aangeduid als het 'full passport'. Ook diverse partijen in het Europese Parlement zijn duidelijk voor een 'full passport'.

Hoewel dus vrijwel alle marktpartijen en een overgrote meerderheid van de toezichthouders hebben gepleit voor een 'full passport', is dit niet opgenomen in het definitieve voorstel. De reden hiervoor lijkt gelegen in het feit dat de verantwoordelijke Europese Commissaris, de Ier Charly McGreevy, gevoelig is geweest voor druk van tegenstanders van het 'full passport': voornamelijk Ierland en Luxemburg.¹³ Deze landen zijn zeer succesvol geworden als vestigingsplaats voor beleggingsinstellingen en zij zien het full passport als potentiële bedreiging voor hun vestigingsklimaat (en daarmee een mogelijke bedreiging voor hun belastinginkomsten en werkgelegenheid).

Het argument van de tegenstanders tegen een 'full passport' is dat, wanneer de beheerder en de beleggingsinstelling zich in verschillende landen bevinden, er een gevaar bestaat dat de respectieve toezichthouders van die landen onvoldoende

het totaaloverzicht hebben en er mogelijk gaten in het toezicht kunnen vallen. Hiermee zou de beleggersbescherming in gevaar kunnen komen. Opvallend is dat dit argument alleen wordt gebruikt door landen met geen of een kleine interne markt voor ICBE's. Het lijkt logischer dat juist landen waar veel buitenlandse ICBE's hun rechten van deelneming aanbieden onoverkomelijke bezwaren zouden hebben tegen het 'full passport' vanuit de optiek van beleggersbescherming. Dit lijkt echter niet het geval.

De door de tegenstanders van het 'full passport' aangehaalde argumentatie is naar onze mening weinig valide aangezien momenteel reeds door middel van uitbesteding de meeste activiteiten plaatsvinden in andere landen dan waar de beheerder en de beleggingsinstelling zich bevinden. Ook ten aanzien van andere producten en aanbieders is de situatie gebruikelijk dat producten en diensten worden gelanceerd of aangeboden vanuit een andere lidstaat dan die waar de uitgevende financiële onderneming is gevestigd (zoals bijvoorbeeld bij gestructureerde producten en beleggingsondernemingen).¹⁴

8. Allereerst is de terminologie in de Richtlijn waar nodig aangepast aan MiFID. In de Engelstalige versie wordt verder bijvoorbeeld de term 'unit trust' vervangen door 'common fund' en er zijn ook diverse verbeteringen doorgevoerd in de Bulgaarse, Franse, Italiaanse, Letse en Spaanse versie van de Richtlijn.
9. Zie de nieuwe overweging 1 bij de Richtlijn. Een dergelijke benadering zou onzes inziens ook door de Nederlandse wetgever gevolgd kunnen worden. Een opeenstapeling van wijzigingsvoorstellen van bijvoorbeeld de Wet op het financieel toezicht leidt ertoe dat velen door de bomen het bos niet meer zien en er, onbedoeld, fouten optreden in het wetgevingsproces.
10. Dit laatste wordt een 'self managed'-beleggingsinstelling genoemd.
11. Vgl. art. 4:59 Wft. Overigens kan in de huidige Richtlijn ook worden gelezen dat een paspoort voor de beheerder al mogelijk is op grond van de 'Management Company Directive', 2001/107/EC. Echter, doordat er geen overstemming kon worden bereikt over hoe de betreffende tekst moet worden gelezen is er op dit moment geen paspoort voor de beheerder. Zie ook het rapport van de 'Expert Group on investment fund market efficiency' aan de Commissie van juli 2006, par. IV.
12. Robeco heeft bijvoorbeeld Robeco Luxembourg SA als beheerder in Luxemburg en Robeco Fund Management N.V. als beheerder in Nederland, terwijl vrijwel alle activiteiten voor zowel de Luxemburgse als de Nederlandse fondsen worden verricht in Rotterdam (voor de Luxemburgse fondsen door middel van uitbesteding). Zie art. 4:16 Wft juncto art. 38 Bgfo.
13. Nationale belangen lijken bij sommige Eurocommissarissen soms voor te gaan boven het belang van een Europese interne markt. Lees ook de kritische opmerkingen van de Europarlementariër Wolf Klinz over de Eurocommissaris voor Interne Markt en Diensten McGreevy, 'UCITS IV could be dropped', *Financial Times*, Bijlage FTfm, 14 april 2008.
14. Op basis van de Prospectusrichtlijn kan een uitgevende financiële instelling kiezen via welke lidstaat hij het product op de markt brengt. De toezichthoudende autoriteit van het land waar het product initieel wordt uitgebracht toetst het product (prospectus), terwijl de toezichthoudende autoriteit van het land waar de financiële onderneming is gevestigd naar de uitgevende instelling kijkt.

De voorlopige uitkomst van de discussie over het paspoort van de beheerder is dat in het Voorstel daarover geen enkele nadere bepaling staat.

Aan CESR is echter gelijktijdig met de publicatie van het Voorstel door de Commissie een mandaat gegeven om een advies uit te brengen over bepalingen die een paspoort voor de beheerder mogelijk maken, waarbij tegelijkertijd een hoog niveau van beleggerbescherming gehandhaafd blijft.¹⁵ CESR heeft dit verzoek voortvarend aangepakt en op 30 september jongstleden een Consultatiedocument met betrekking tot het paspoort voor de beheerder uitgebracht.¹⁶ Het is de bedoeling dat CESR voor 1 november 2008 een definitief advies uitbrengt aan de Commissie. Op basis van het consultatiedocument wordt duidelijk dat, onder bepaalde voorwaarden, de toezichthouders een full passport mogelijk achten.¹⁷

In het document zijn deels nadere bepalingen over verantwoordelijkheden en bevoegdheden van de toezichthouders, zoals inzake informatie-uitwisseling en assistentie bij onderzoeken, als randvoorwaarden aangegeven. Dit lijkt niet meer dan logisch. De grootste discussiepunten van het consultatiedocument betreffen:

- a. de taken die in het land van vestiging van de ICBE moeten worden verricht, zoals bijvoorbeeld de locatie van de bewaarder;¹⁸
- b. de aard van de vertegenwoordiging van de beheerder in het land van de beleggingsinstelling;¹⁹
- c. de eventuele bemoeienis van de toezichthouder van het land van de ICBE ten aanzien van activiteiten die de beheerder betreffen en in principe gedekt moeten zijn door de beoordeling van de toezichthouder van het land van de beheerder (bijvoorbeeld het systeem van risicomanagement).²⁰

Gegeven het feit dat het nog onduidelijk is hoe het definitieve advies van CESR zal luiden en wat de reactie hierop zal zijn van de Commissie, via een mogelijke aanpassing van het Voorstel, wordt hier verder niet inhoudelijk ingegaan op het CESR-consultatiedocument.

Conclusie paspoort voor de beheerder

Het niet realiseren van een full passport voor de beheerder zou een gemiste kans betekenen en daarmee een continuering van een inefficiënte situatie. Hopelijk wordt dit hersteld door de Commissie naar aanleiding van het advies van CESR. Vanuit de markt verdient het concept advies van CESR nog wel aanpassing, ten einde onnodige 'red tape' te vermijden. Mocht de Commissie het CESR advies niet aangrijpen om het Voorstel aan te passen, dan ligt het in de lijn der verwachtingen dat vanuit het Europees Parlement amendementen hiervoor zullen worden aangedragen.²¹

3.2 (Grensoverschrijdende) fusies van ICBE's²²

De huidige Richtlijn bevat geen bepalingen met betrekking tot fusies van ICBE's, hetzij nationaal, hetzij grensoverschrijdend. In de praktijk verschilt het per land of een fusie mogelijk is en zo ja, welke eisen eraan worden gesteld.²³ Als een (grensoverschrijdende) fusie al mogelijk is wordt deze veelal nog bemoeilijkt door het verschil in wettelijk kader

tussen de lidstaten of het ontbreken hiervan. In de praktijk worden wel methoden gebruikt om feitelijk een fusie te bewerkstelligen, zoals zetelverplaatsing van de ICBE of verkoop van de assets aan de 'verkrijgende' ICBE, gevolgd door liquidatie van de 'verdwijnde' ICBE, maar deze methoden kunnen minder efficiënt zijn, temeer omdat de mogelijkheden per lidstaat verschillen.

Idealiter moet er één Europees geharmoniseerd wettelijk kader zijn waarmee (grensoverschrijdende) fusies tussen ICBE's mogelijk zijn. Een ander aspect dat hier een rol speelt zijn de mogelijke schaalvoordelen die nu niet behaald kunnen worden.

Opvallend is dat de markt van Europese beleggingsinstellingen de omvang heeft van ongeveer twee derde ten opzichte van die van de Verenigde Staten, maar dat in Europa drie keer zoveel beleggingsinstellingen actief zijn.²⁴ Europa heeft dus meer kleinere beleggingsinstellingen.

In het Voorstel is nu een wettelijk kader opgenomen dat zowel een nationale als een grensoverschrijdende fusie tussen ICBE's regelt; in ieder geval vanuit het perspectief van het toezicht. Ondanks vele opmerkingen van marktpartijen, maar ook toezichthouders, is er helaas op geen enkele wijze aandacht besteed aan de civiele of fiscale aspecten van een grensoverschrijdende fusie.²⁵ Deze laatste aspecten zullen

15. CESR/08-572, 'Call for evidence on the request for advice to CESR on the UCITS asset management passport'. Zie www.cesr.eu.

16. Consultation paper on UCITS Management Company Passport, CESR/08-748; zie www.cesr.eu.

17. Bij het ter perse gaan van dit artikel is inmiddels het definitieve CESR-advies verschenen. Zie www.CESR.eu, het document CESR/08-864.

18. Een dergelijke constructie kan tot lastige situaties leiden, aangezien in de operationele uitvoering nauwe samenwerking is vereist tussen de beheerder (in de ene lidstaat) en de bewaarder (in een andere lidstaat?). Dit kan bijvoorbeeld het geval zijn bij beleggingsinstellingen die geen rechtspersoon zijn, zoals het fonds voor gemene rekening. Zie ook de recente dissertatie van dr. J.W.P.M. van der Velden, 'Beleggingsfondsen naar Burgerlijk Recht'.

19. Zie p. 9-10 van het Consultatiedocument. Daarin wordt gesteld dat voor beleggingsfondsen (ter onderscheid van beleggingsmaatschappijen), een financiële onderneming of bewaarder (in het land van vestiging van de ICBE) die onder prudentieel toezicht staat als contactpunt voor investeerders of de toezichthouder moet dienen.

20. Zie p.13-14 van het Consultatiedocument, met name par. 5.

21. Vanuit het Economisch en Monetaire Comité van het Europees Parlement is dat, bij monde van Europarlementariër Wolf Klinz, reeds aangegeven.

22. Zie hoofdstuk VI van het Voorstel; art. 34 t/m 44 van het Voorstel.

23. Volgens FIN-USE (Forum of user experts in the area of financial services) vinden er alleen in Frankrijk jaarlijks al 1000 fusies plaats tussen beleggingsinstellingen. Zie http://ec.europa.eu/internal_market/fin-use_forum.

24. Zie het rapport van de 'Expert Group on investment fund market efficiency' aan de Commissie van juli 2006.

25. Hieruit blijkt helaas weer de zeer gefocuste en sectorale benadering die de Commissie intern hanteert bij het tot stand komen van Europese wetgeving.

immers doorslaggevend zijn voor de vraag of een fusie inderdaad plaats zal vinden.

Het ontbreken van duidelijkheid op fiscaal vlak is opmerkelijk omdat de Commissie in het Witboek heeft aangegeven dat zij (uitgaande van de jurisprudentie van het Europese Hof van Justitie) een mededeling zal opstellen om te verduidelijken dat de bestaande nationale fiscaal neutrale regelingen moeten worden uitgebreid tot fusies waarbij beleggingsinstellingen uit andere lidstaten betrokken zijn.²⁶

De regelgeving in het Voorstel voor een (grensoverschrijdende) fusie van ICBE's kan worden onderverdeeld in vier elementen.

1. Reikwijdte en goedkeuring voor fusie;
2. Controle door derden (bewaarder en accountant);
3. Rechten van beleggers en informatie voor beleggers;
4. Kosten en moment van voltooiing van de fusie.

3.2.1 Reikwijdte en goedkeuring voor fusie

In de eerste plaats is het belangrijk dat voor de regels met betrekking tot fusies onder 'ICBE' ook beleggingscompartimenten zullen worden verstaan.²⁷ De regels met betrekking tot fusies zien op een juridische fusie waarbij drie situaties kunnen worden onderscheiden²⁸:

1. Een of meer ICBE's dragen hun vermogen onder algemene titel over aan een reeds bestaande ICBE;
2. Twee of meer ICBE's dragen hun vermogen onder algemene titel over aan een nieuw op te richten ICBE;²⁹ en
3. Een of meer ICBE's dragen hun activa onder algemene titel over aan een bestaande ICBE waarna de uitstaande schulden op een later tijdstip worden voldaan.

De verhouding tussen de toezichthouders van de verdwijnende en verkrijgende ICBE zoals uitgewerkt in het Voorstel is opmerkelijk te noemen. Het toezicht op een fusie tussen ICBE's is bijna geheel toebedeeld aan de toezichthouder van de lidstaat waar de verdwijnende ICBE is gevestigd. Voor een fusie is voorafgaande toestemming vereist van de toezichthouder van de lidstaat waar de verdwijnende ICBE is gevestigd. De verdwijnende ICBE moet de volgende informatie aanleveren:³⁰

- i. Het fusievoorstel van de voorgenomen fusie, goedgekeurd door de daartoe bevoegde organen van zowel de verdwijnende als de verkrijgende ICBE's;
- ii. Een bijgewerkte³¹ versie van de prospectus en de vereenvoudigde prospectus;
- iii. Een verklaring van de bewaarders van de verdwijnende en verkrijgende ICBE waarin wordt bevestigd dat zij zijn nagegaan of het fusievoorstel voldoet aan de eisen van de Richtlijn en van het fondsreglement of de statuten van de betrokken ICBE's en waarin hun bevindingen staan vermeld;
- iv. De informatie die door de verdwijnende ICBE zal worden voorgelegd aan zijn beleggers.

De toezichthouder van de verdwijnende ICBE beoordeelt de gevolgen van de fusie voor zowel de aandeelhouders in de verdwijnende als de verkrijgende ICBE. De toezichthouder van de verkrijgende ICBE zal om advies gevraagd worden, tenzij de andere toezichthouder van mening is dat impact op

de verkrijgende ICBE verwaarloosbaar is. Onduidelijk is wanneer sprake is van een verwaarloosbare impact en wat de waarde van het ingewonnen advies is: moet het worden meegenomen in de uiteindelijke beslissing, mag er (gemotiveerd) van worden afgeweken of heeft het formeel geen enkel gevolg?

Alleen indien de toezichthouder van de verdwijnende ICBE van oordeel is dat de fusie aanmerkelijke gevolgen zou kunnen hebben voor de beleggers van de verkrijgende ICBE zal dit worden medegedeeld aan de andere toezichthouder. De toezichthouder van de verkrijgende ICBE zal van deze ICBE vereisen dat correcte en nauwkeurige informatie over de fusie aan de beleggers wordt verschaft.³² Belangrijk om op te merken is dat het hier nog gaat om de fase waarin het fusievoorstel ter goedkeuring is voorgelegd aan de bevoegde toezichthouder. Onzes inziens ligt de nadruk te veel op de toezichthouder en de beleggers van de verdwijnende ICBE en worden de belangen van de beleggers van de verkrijgende ICBE te veel buiten beschouwing gelaten. Een fusie zal immers ook de portefeuille van de beleggers van de verkrijgende ICBE raken.

De verantwoordelijke toezichthouder zal de verdwijnende ICBE binnen 30 dagen na indienen van alle informatie berichten of de fusie al dan niet is goedgekeurd. Indien geen goedkeuring wordt verleend moet dit ook worden gemotiveerd.

Goedkeuring zal worden verleend indien:

1. de voorgestelde fusie voldoet aan de eisen van de artikelen 36 t/m 39 van het Voorstel;³³
2. de verkrijgende ICBE is genotificeerd in alle lidstaten waar het ook de verdwijnende ICBE is toegestaan rechten van deelneming aan te bieden;

26. Zie par. 1.2 van het Witboek.

27. Art. 34 van het Voorstel. Het Voorstel spreekt hier over 'For the purpose of this Chapter a UCITS shall include investment compartments thereof. Aangezien beleggingscompartimenten (subfondsen) gebruikelijk zijn in de praktijk zou de Nederlandse wetgever de uiteindelijke implementatie van de Richtlijn onzes inziens ook moeten aangrijpen om de positie van subfondsen in de Wft te verankeren.

28. Art. 34 van het Voorstel.

29. Situatie 1 en 2 zijn afkomstig uit art. 34, onderdeel a respectievelijk onderdeel b, van het Voorstel. De beleggers in de verdwijnende ICBE krijgen hierbij rechten van deelneming in de verkrijgende ICBE en eventueel een geldbetaling van niet meer dan 10% van de intrinsieke waarde van de verkregen rechten van deelneming.

30. Art. 36 van het Voorstel.

31. De Engelse tekst van het Voorstel spreekt over 'up-to-date version'. Bedoelt lijkt de meest recente versie en niet een versie die is aangepast aan de fusie.

32. Art. 36, derde lid, van het Voorstel.

33. Deze artikelen worden in deze paragraaf apart besproken; het betreft hier informatie die verstrekt moet worden aan de toezichthouder (fusievoorstel e.d.), eisen aan de inhoud van het fusievoorstel en dat voldaan moet zijn aan de regel met betrekking tot de controle van de bewaarder en accountant.

- de bevoegde toezichthouder na beoordeling van de ontvangen informatie de informatie die aan de beleggers van de verdwijnende en indien noodzakelijk verkrijgende ICBE wordt verstrekt toereikend acht.

Het fusievoorstel moet onder andere de achtergrond en reden voor de fusie, de verwachte gevolgen van de fusie op de beleggers van de betrokken ICBE's, de criteria die zijn vastgesteld voor de waardering van de activa en passiva op de ingangsdatum van de fusie en de berekeningsmethode van de ruilverhouding bevatten.³⁴

3.2.2 Controle door derden (bewaarder en accountant)

Zowel de accountants als de bewaarders van de betrokken ICBE's zullen een formele rol krijgen bij de beoordeling van enkele voor de fusie benodigde documenten en gegevens. De bewaarders van de betrokken ICBE's moeten controleren of het fusievoorstel overeenstemt met de bepalingen uit de Richtlijn en de statuten van de betreffende ICBE.³⁵ Een onafhankelijke accountant³⁶ zal de juistheid van de criteria voor de waardering van de activa (en passiva) op het tijdstip van ingang van de fusie en de berekening van de ruilverhouding moeten valideren.

3.2.3 Rechten van beleggers en informatie voor beleggers

Het zwaartepunt van alle eisen in het kader van de fusie ligt op de (toezichthouder van de) verdwijnende ICBE. De verdwijnende ICBE moet correcte en nauwkeurige informatie over de voorgenomen fusie aan zijn beleggers verstrekken om hen in staat te stellen een geïnformeerde keuze te maken over de gevolgen van het fusievoorstel op hun belegging. De informatie hoeft pas te worden verstrekt nadat de goedkeuring van de bevoegde toezichthouder is verkregen.³⁷ Vergelijkbaar met de hiervoor besproken situatie waarin het fusievoorstel ter goedkeuring wordt voorgelegd, zal ook hier alleen informatie aan de beleggers van de verkrijgende ICBE moeten worden verstrekt indien de fusie naar de mening van de toezichthouder van de verdwijnende ICBE aanmerkelijke gevolgen heeft voor deze beleggers.^{38, 39}

In ieder geval moet informatie worden verstrekt over de achtergrond en reden voor de fusie, de verwachte gevolgen van de fusie voor de beleggers, de relevante procedurele aspecten en eventuele bijzondere rechten die de beleggers hebben waaronder in ieder geval additionele informatie. Ook moet de Key Investor Information (zie hierna par. 3.4) van de verkrijgende vennootschap worden verstrekt.⁴⁰

De beleggers van zowel de verdwijnende als de verkrijgende ICBE hebben het recht om zonder kosten hun rechten van deelneming in te laten kopen of (indien mogelijk) om te laten zetten in rechten van deelneming in een andere ICBE met vergelijkbaar beleggingsbeleid.⁴¹ De vraag is hoe hier in de praktijk vorm aan moet worden gegeven omdat (in ieder geval in Nederland) ICBE's voornamelijk via een distributeur (beleggingsonderneming/gereguleerde markt) worden verkocht. Deze eis ziet immers alleen op de ICBE's en niet op de distributeurs, gelet op de reikwijdte van de Richtlijn. Op Europees niveau wordt er een strikt onderscheid tussen de richtlijnen gehanteerd behalve wanneer een

expliciete verwijzing is opgenomen.⁴² Vanuit praktisch oogpunt is deze conclusie ook wenselijk omdat het voor de betrokken ICBE's praktisch onmogelijk is hier op het niveau van al hun distributeurs zorg voor te dragen.

3.2.4 Kosten en moment van voltooiing van de fusie

Kosten in verband met de fusie zoals juridische, advies- en administratieve kosten mogen niet direct of indirect ten laste van de betrokken ICBE's of hun aandeelhouders komen.⁴³ De reden hiervoor is ook gelegen in de bescherming van de beleggers.⁴⁴ De fusie zal ingaan zodra alle activa en passiva zijn overgedragen en de beleggers van de verdwijnende ICBE hun rechten van deelneming in de verkrijgende ICBE hebben ontvangen.

3.2.5 Conclusie inzake fusies

De regels voor (grensoverschrijdende) fusies van ICBE's zijn op zich een goede stap in de richting van verbetering van de Europese markt voor beleggingsinstellingen, maar biedt geen volledige oplossing. De voorgestelde bepalingen zien alleen op de toezichtaspecten. Doordat niets wordt geregeld met betrekking tot de fiscale aspecten en mogelijke knelpunten aan de civielrechtelijke kant, lijken de voorgestelde regels voor de praktijk onvoldoende oplossing te bieden. Verder lijkt bij de voorgestelde regeling de invloed van de toezicht-

34. Art. 37 van het Voorstel.

35. Art. 38 van het Voorstel.

36. Art. 39 van het Voorstel. Het Voorstel spreekt over 'an independent auditor [...] approved in accordance with Directive 2006/43/EC'. Voor de Nederlandse praktijk betekent dit feitelijk een accountant die is ingeschreven in het register van de NOvAA (met de titel AA) of NIVRA (met de titel RA). Afhankelijk van bijlage 1 bij de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta) (op het moment van implementatie van de Richtlijn) zou het betrokken accountantskantoor over een Wta-vergunning moeten beschikken.

37. Art. 40 van het Voorstel.

38. Art. 40, tweede lid, van het Voorstel.

39. De Commissie heeft de mogelijkheid om uitvoeringsmaatregelen vast te stellen voor de inhoud, de vorm en de wijze waarop de hiervoor genoemde informatie aan de belegger moet worden verstrekt. Art. 40, zesde lid, van het Voorstel. Hierbij moet gedacht worden aan een uitvoeringsrichtlijn of een verordening.

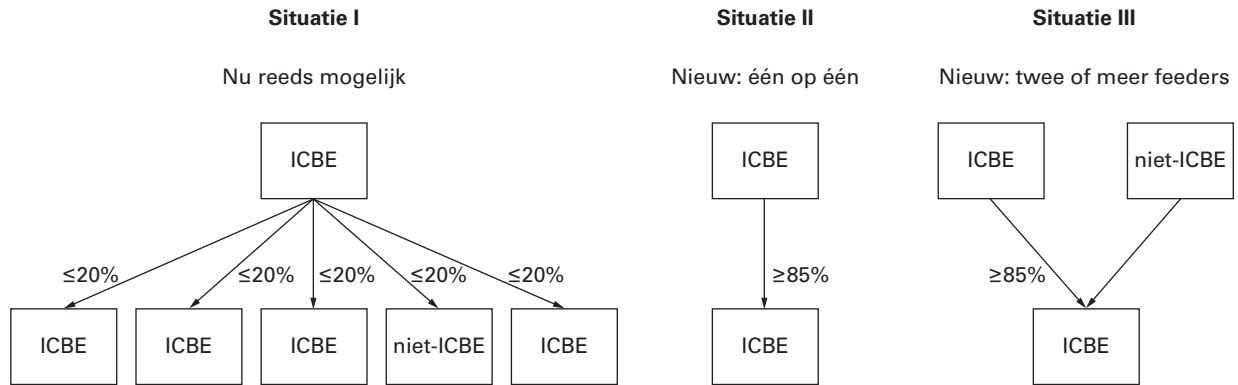
40. Opmerkelijk is dat er ook een civielrechtelijke eis is opgenomen. Indien de beleggers van de verdwijnende vennootschap op grond van het recht van een lidstaat goedkeuring moeten geven voor de fusie mag voor de goedkeuring niet meer dan 75% van de daadwerkelijk door de deelnemers op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders uitgebrachte stemmen vereist zijn. Voor Nederland lijkt deze bepaling voor het quorum geen gevolgen te hebben aangezien art. 2:330, eerste lid, BW minimaal twee derde van de aanwezigen stemmen vereist voor goedkeuring indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd.

41. Art. 42, eerste lid, van het Voorstel.

42. Vergelijk art. 6 van het Voorstel (huidig art. 5 Richtlijn) en overweging 47 van het Voorstel.

43. Art. 43 van het Voorstel.

44. Improved EU framework for investment funds – Frequently Asked Questions, memo/08/510.



Figuur 1. Master-feeder beleggingen ICBE's.

houder van de verdwijnende beleggingsinstelling disproportioneel groot te zijn en worden de belangen van de beleggers in de verkrijgende ICBE vergeten.

3.3 Master-feeder beleggingen⁴⁵

De huidige Richtlijn bevat voor ICBE's verschillende regels die ervoor zorgen dat de beleggingen van de ICBE gespreid zijn. Een ICBE kan bijvoorbeeld niet al haar activa beleggen in één of twee ondernemingen.⁴⁶ Op grond van de huidige Richtlijn kan een ICBE ook beleggen in andere beleggingsinstellingen (ICBE's en niet-ICBE's), maar voor niet meer dan 20% van haar eigen vermogen per onderliggende beleggingsinstelling. Op grond hiervan kan een ICBE dus bijvoorbeeld beleggen in vijf onderliggende ICBE's (ieder voor maximaal 20%).⁴⁷

In het Voorstel wordt het, in afwijking van bovengenoemde beleggingsrestricties, mogelijk gemaakt dat een ICBE (de feeder) voor minimaal 85% belegt in één onderliggende ICBE (de master).

3.3.1 Algemene vereisten voor de master en de feeder

De master zelf moet een ICBE zijn en mag zelf niet weer een feeder zijn noch voor een deel beleggen in een andere feeder-ICBE.⁴⁸ Wel mogen meerdere feeders (van verschillende aanbieders of uit verschillende EU-lidstaten) beleggen in een master. Hierbij is het mogelijk dat naast een ICBE-feeder ook niet-ICBE's beleggen in de master.⁴⁹ De feeder hoeft niet gevestigd te zijn in dezelfde lidstaat als de master en hoeft ook niet beheerd te worden door dezelfde beheerder.

Anderzijds is het weer niet toegestaan dat een ICBE-feeder belegt in meer dan één master (behoudens uiteraard de 'normale' situatie dat één feeder belegt in vijf masters voor maximaal 20%). Deze beperking is onzes inziens onverklaarbaar. Als een belegging in één andere ICBE kan worden toegestaan en ook de belegging in vijf andere beleggingsinstellingen (ICBE's of deels ook niet-ICBE's), dan zien we geen reden waarom de belegging door een feeder in twee of drie andere ICBE's (masters) niet zou kunnen worden toegestaan. Op dit punt verdient het voorstel naar onze mening dan ook aanpassing.

De mogelijkheden zijn schematisch weergegeven (zie figuur 1).

In het Voorstel is het overigens onduidelijk of master-feeder beleggingen binnen een paraplustructuur zijn toegestaan, dat wil zeggen dat het ene subfonds voor minimaal 85% kan beleggen in een ander subfonds van dezelfde paraplu. Het Voorstel zou dit onzes inziens expliciet moeten regelen, zoals dat bijvoorbeeld wel gebeurt ten aanzien van fusies.⁵⁰

3.3.2 Belegging van de resterende 15% door de feeder

Naast de belegging van minimaal 85% van het vermogen van de feeder in de master, worden specifieke restricties gesteld aan de belegging van de resterende 15% (maximaal) van het vermogen van de feeder.⁵¹

Deze 15% van het vermogen van de feeder mag bestaan uit:

a. liquide middelen;⁵²

45. Zie hoofdstuk VIII van het Voorstel; art. 53 t/m 62. Onder master-feeder beleggingen wordt verstaan het beleggen door een beleggingsinstelling (feeder) van vrijwel haar gehele vermogen in één of meerdere andere beleggingsinstellingen (masters). Hiermee voert de feeder zelf geen actief beleggingsbeleid; dat geschiedt door de master(s).

46. Deze eisen aan de onderliggende waarden, internationaal ook wel aangeduid als 'eligible assets', zijn geïmplementeerd in art. 126 t/m 147 van het Bgfo.

47. Zie art. 24 van de Richtlijn, zoals geïmplementeerd in art. 139 van het Bgfo. Daarbij mag in totaal ook voor maximaal 30% van het vermogen van de 'feeder' belegd worden in beleggingsinstellingen die niet de ICBE-status hebben.

48. Art. 53, derde lid, van het Voorstel.

49. Er moet op grond van art. 53, derde lid, minimaal één ICBE-feeder beleggen in een ICBE-master.

50. Zie art. 34 van het Voorstel. Een paraplustructuur is een in de markt zeer veel gebruikte structuur, terwijl de huidige Richtlijn (alsmede de Wft) daar niets over bepaalt. Hierdoor ontstaan regelmatig interpretatievragen over de toepasselijkheid van bepaalde normen.

51. Art. 53, tweede lid, van het Voorstel.

52. Zie ook art. 45, derde lid, van het Voorstel. Hiermee wordt bedoeld op kasgeld, direct opvraagbare deposito's en dergelijke.

- b. bepaalde financiële derivaten (ondermeer futures, rentetermijncontracten, rente- valuta- of aandelenswaps, verschillende opties);⁵³
- c. roerende en onroerende zaken die noodzakelijk zijn voor de directe uitvoering van de werkzaamheden, voor zover de feeder-ICBE een beleggingsmaatschappij is.⁵⁴

Met deze 15% van het vermogen kan de feeder voldoende liquiditeiten ter beschikking hebben in verband met inkoop van deelnemingsrechten van uittreedende beleggers en is hij daarnaast in de gelegenheid om specifieke aanvullende beleggingscapaciteiten of kenmerken toe te voegen ten opzichte van de master (met name via het gebruik van derivaten). Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan het afdekken (hedgen) van valutarisico's ten opzichte van de master of anderzijds het verhogen van de exposure ten aanzien van bepaalde activa. Hiermee ontstaan dus mogelijkheden om de feeder meer te laten zijn dan een soort kloon van de master.

Ten aanzien van het gebruik van derivaten door de feeder moet wel rekening gehouden worden met de restricties die hiervoor gelden, welke gelijk zijn aan die voor een 'gewone' ICBE. Het gebruik van derivaten door de feeder moet allereerst in overeenstemming zijn met het beleggingsbeleid van de feeder, zoals onder meer neergelegd in zijn prospectus.⁵⁵ Verder moet de feeder binnen de huidige risicogrenzen voor ICBE's blijven, waarbij voor de risico's van het gebruik van derivaten zowel de risico's van de feeder, als die van de master (naar verhouding) meegenomen moeten worden.⁵⁶ Bij het gebruik van derivaten door de feeder zal deze dus maatregelen voor risicomangement moeten treffen teneinde aan deze verplichting te kunnen voldoen. Daarbij lijkt onder meer een goede continue communicatie over de derivaten-exposure tussen de master en de feeder vereist. In geval van master-feederstructuren binnen één financiële groep lijkt dit in de praktijk weinig problemen op te hoeven leveren. Dit wordt lastiger wanneer de master en de feeder behoren tot verschillende groepen.⁵⁷

3.3.3 Specifieke vereisten voor de master-feeder structuur

Doordat de feeder-ICBE een afwijking betreft van de normale beleggingsrestricties voor ICBE's, dient deze specifiek als feeder te worden gekenmerkt. Hiervoor is voorafgaande toestemming vereist van de toezichthouder van het land van vestiging. Dit kan geschieden bij de initiële vergunningaanvraag in geval van een nieuw op te zetten feeder. Betreft het een bestaande ICBE, dan kan deze een verzoek indienen tot goedkeuring van de omvorming tot een feeder-ICBE, onder overlegging van de daarvoor benodigde documenten.⁵⁸

Naast de opgenomen vereisten ten aanzien van de master en de feeder in de Richtlijn mogen geen additionele vereisten worden gesteld door de lidstaten.

Zijn de master en de feeder in dezelfde lidstaat gevestigd, dan beoordeelt de toezichthouder op basis van een compleet ingediend dossier of de feeder, de master en de daarbij betrokken bewaarders en externe accountants aan alle vereisten voldoen. Wanneer de feeder is gevestigd in een andere lid-

staat dan de master dan geeft de toezichthouder uit het land van vestiging van de feeder toestemming nadat:

- beoordeeld is of de feeder, diens bewaarder en de externe accountant voldoen aan de eisen van de richtlijn;
- de feeder heeft aangetoond dat de master een vergunning heeft als ICBE, zelf geen feeder is en geen rechten van deelneming in een feeder houdt.⁵⁹

Deze laatste eis legt onzes inziens een onnodige verplichting neer bij de feeder. De toezichthouder van de feeder kan reeds op basis van de te overleggen documenten over de master, zoals de prospectus en dergelijke, dit zelfstandig beoordelen. Wil men toch een verklaring voor alle zekerheid dan zou het eenvoudiger zijn wanneer de toezichthouders hierover met elkaar communiceren.

In de artikelen 55 t/m 57 van het Voorstel worden verdere gedetailleerde eisen aangegeven met betrekking tot de overeenkomst tussen de master en de feeder⁶⁰, overeenkomst tussen de bewaarders⁶¹ respectievelijk de externe accountants⁶², voor zover deze niet dezelfde zijn voor de feeder en de master.

Verder zijn nadere eisen opgenomen over de informatie die de feeder moet opnemen in zijn prospectus, in de Key Investor Information⁶³, alsmede in zijn jaarverslag en halfjaarbericht. De prospectus van de master moet bijvoorbeeld als

53. In het voorstel wordt verwezen naar derivaten als genoemd in art. 45, eerste lid, onder g, en art. 46, tweede en derde lid, van het Voorstel. Het betreft hier derivaten zoals in de huidige Richtlijn genoemd onder art. 19, eerste lid, onder g. In de Nederlandse regelgeving is dit geïmplementeerd via art. 130, onder g en h, juncto de definitie van financieel derivaat in art. 1 van het Bgfo, waarin wordt verwezen naar financiële instrumenten als bedoeld in art. 4:60, eerste lid, onderdeel d, e, f of g, van de Wft.

54. Dit is ook momenteel toegestaan voor beleggingsmaatschappijen op grond van het huidige art. 19, tweede lid, onder c, van de Richtlijn (zie art. 45, tweede lid, onder b, van het Voorstel). Hier zou zich een probleem kunnen voordoen, indien het vermogen belegd in de master sterk in waarde daalt en de waarde van het onroerend goed gelijk blijft of stijgt. De feeder overschrijdt dan mogelijk het toegestane percentage van 15%. Hoe hiermee om te gaan is onduidelijk.

55. Vergelijkbaar met art. 21, tweede lid, van de huidige Richtlijn.

56. Zie art. 53, tweede lid, laatste alinea, juncto art. 46, derde lid, van het Voorstel. Art. 46 is vrijwel gelijklopend met art. 21, derde lid, van de huidige Richtlijn, dat is geïmplementeerd in art. 133 Bgfo.

57. Bijvoorbeeld een feeder van Fidelity die belegt in een master van Robeco.

58. Art. 54 van het Voorstel. De toezichthouder dient binnen 15 dagen te beslissen.

59. Art. 54, vierde lid, van het Voorstel.

60. Art. 55 van het Voorstel. Hierbij wordt in de tekst overigens onvoldoende rekening gehouden met het feit dat, in geval van een beleggingsfonds (fonds voor gemene rekening), het fonds geen rechtspersoonlijkheid heeft en derhalve zelf geen overeenkomst kan sluiten.

61. Art. 56 van het Voorstel.

62. Art. 57 van het Voorstel.

63. Art. 58 van het Voorstel.

bijlage bij de prospectus van de feeder worden gevoegd. In reclame-uitingen moet de feeder verder melding maken dat het een feeder betreft en daarbij aangeven in welke master voor 85% of meer wordt belegd.

Een feeder moet in het kader van de behartiging van de belangen van zijn beleggers de activiteiten van de master monitoren. Hierbij mag de feeder in principe afgaan op de hem verstrekte informatie door de master, diens bewaarder of de externe accountant, tenzij hij redenen heeft om te twifelen aan de accuraatheid van deze informatie.⁶⁴ De exacte betekenis van deze bepaling is onduidelijk. De feeder lijkt hier enerzijds tot een soort pseudo-toezichthouder te worden gebombardeerd, waarbij hij anderzijds weer af mag gaan op de getrouwheid van de verstrekte informatie. De feeder kan echter niet op de stoel van een toezichthouder gaan zitten (die heeft ten slotte een eigen taak en verantwoordelijkheid). De toezichthouder kan een feeder verder niet inlichten over eventuele geconstateerde substantiële problemen bij de master, gegeven de geheimhoudingsbepalingen van de Richtlijn. Pas als een formele maatregel genomen is kan de feeder daarover worden geïnformeerd.⁶⁵ De feeder lijkt hier dus een verantwoordelijkheid te krijgen waarvan niet duidelijk is hoe deze in de praktijk kan worden ingevuld.

Tot slot moeten door de feeder, de beheerder daarvan of enige daarmee verbonden persoon ontvangen commissies van de master ten goede komen aan de activa van de feeder.⁶⁶

3.3.4 Specifieke eisen voor conversie van een bestaande ICBE in een feeder

De deelnemers dienen, na toestemming van de toezichthouder, minimaal 30 dagen voorafgaand aan de effectuering van de conversie tot feeder-ICBE, daarover te worden geïnformeerd. Daarbij wordt aangegeven dat binnen een periode van 30 dagen de deelnemers dan zonder kosten kunnen uitreden uit de beleggingsinstelling⁶⁷. Onduidelijk is vooralsnog of dit ook betrekking heeft op de eventuele kosten die worden gerekend door de distributeur. De beheerder of de beleggingsinstelling van de feeder heeft evenwel niet of nauwelijks invloed op de kosten die de distributeur rekent aan zijn klanten voor transacties. Indien deze kosten niet doorberekend mogen worden, dan zou hiervoor onzes inziens een specifieke bepaling gericht op de distributeurs moeten worden opgenomen.

In het Voorstel wordt de Commissie verder de mogelijkheid geboden nadere bepalingen vast te stellen rond:

- de informatieverstrekking aan de deelnemers;
- de waardering van activa en de rol van de bewaarder in het geval er overdracht van activa plaatsvindt van de feeder naar de master in ruil voor aandelen in de master.⁶⁸

3.3.5 Conclusie master-feederbeleggingen

De verruiming van de beleggingsmogelijkheden voor ICBE's met master-feederbeleggingen is een duidelijke verbetering voor de markt en kan beleggingsmogelijkheden bie-

den die nu niet geboden kunnen worden. Het is echter onbegrijpelijk waarom een beperking is opgelegd tot beleggingen van een feeder in één master. Beleggingen in meerdere masters zouden ook mogelijk moeten zijn. Doordat de meerdere masters ook ICBE's moeten zijn, wordt automatisch de voor ICBE's vereiste spreiding van beleggingen gerealiseerd.

Het Voorstel kan nog aan duidelijkheid winnen door expliciet de situatie van master-feederbeleggingen binnen een paraplustructuur te behandelen.

Tot slot verdient de rol die de feeder wordt geacht te hebben in het monitoren van de master een nadere bestudering, alsmede de kostendoorrekening van het distributiekanaal in geval van een conversie van een ICBE tot een feeder.

3.4 Key Investor Information; Een Europese Financiële Bijsluiter voor beleggingsinstellingen

Achtergrond

In het Voorstel zijn enkele nieuwe algemene bepalingen opgenomen met betrekking tot de informatieverstrekking, maar de grootste aanpassing betreft de nieuwe vereenvoudigde prospectus. De huidige vereenvoudigde prospectus (in Nederland de Financiële Bijsluiter voor beleggingsinstellingen) is zowel door de Commissie⁶⁹, toezichthouders, marktpartijen alsmede consumentenorganisaties als een mislukking bestempeld. Vanuit het perspectief van de belegger is het bezwaar dat de huidige vereenvoudigde prospectus vaak lang is en lastig te begrijpen. De klacht van marktpartijen is dat het nu geen Europees geharmoniseerd document is, waardoor iedere lidstaat andere eisen stelt aan de inhoud en vormgeving.⁷⁰ Op verzoek van de Commissie heeft CESR op 15 februari 2008 advies uitgebracht aan de Commissie over de vorm en inhoud van de nieuwe vereenvoudigde prospectus.⁷¹ De naam 'vereenvoudigde prospectus' wordt vervangen door de term 'Key Investor Information' ('KII').⁷²

64. Art. 60, tweede lid, van het Voorstel.

65. Art. 62 van het Voorstel.

66. Art. 60, derde lid, van het Voorstel. Tevens mogen op grond van art. 61, tweede lid, door de master geen toe- en uittredingskosten worden doorberekend aan de feeder.

67. Art. 59, eerste lid, van het Voorstel.

68. Art. 59, vierde lid, van het Voorstel.

69. Zie par. 2.1 van het Witboek.

70. Zie bijvoorbeeld ook de samenvatting van de workshops van de Commissie over de Key Investor Information, http://ec.europa.eu/internal_market/investment, en de reacties op de CESR-consultatie, document ref: CESR/08-035 op www.cesr.eu.

71. Zie document ref: CESR/08-087, 'CESR's advice to the European Commission on the content and form of Key Information Document disclosures for UCITS', www.cesr.eu.

72. De Nederlandse tekst van het Voorstel spreekt over 'essentiële beleggersinformatie' en de Engelse tekst spreekt over 'key investor information'. Key Investor Information is ook de naam die wordt gebruikt in het hele ontwikkelingstraject. De naam van het document staat nog niet vast.

De KII

De kern van de nieuwe KII is dat het een Europees geharmoniseerd⁷³ document moet zijn dat door de belegger in de pre-contractuele fase wordt gebruikt om een wel afgevoegen beleggingsbeslissing te nemen.⁷⁴ Ook moet de informatie in het KII correct, duidelijk en niet misleidend zijn.⁷⁵ ICBE's zullen de KII in grensoverschrijdende situaties alleen hoeven te vertalen. De lidstaat van ontvangst ('host toezichthouder') mag geen additionele eisen stellen aan het document. De toezichthouder van het land van vestiging ('home toezichthouder') van de ICBE is de verantwoordelijke toezichthouder voor de inhoud van het document.

De KII zal informatie over de ICBE bevatten die de belegger in staat stelt een geïnformeerde beleggingskeuze te maken en ook zo dat hij de aard en de risico's van het beleggingsproduct begrijpt.⁷⁶ Daarbij moet de KII zo zijn vormgegeven dat deze beknopt is en in niet-technische bewoordingen beschreven. Verder moet het document zijn opgesteld volgens een gemeenschappelijk model dat begrijpelijk is voor een particuliere belegger en dat deze belegger het document kan gebruiken om ICBE's met elkaar te vergelijken.⁷⁷ De definitieve vorm en inhoud zal door de Commissie in een later stadium worden vastgesteld. Wel zal de KII de volgende kerninformatie bevatten:

1. een beknopte beschrijving van de beleggingsdoelstelling en het beleggingsbeleid;
2. de in het verleden behaalde resultaten;
3. kosten en bijbehorende lasten;
4. een weergave van het risico-opbrengstprofiel van de belegging.⁷⁸

Op dit moment wordt door CESR, met technische input van experts vanuit de markt, een nadere uitwerking gemaakt voor de daadwerkelijke presentatie van deze kerninformatie. Daarbij wordt onder meer ook gewerkt aan de ontwikkeling van een Europese risico-indicator voor beleggingsinstellingen.⁷⁹

De Commissie laat op dit moment het hiervoor genoemde CESR-advies en de technische uitwerking van de kerninformatie testen bij een representatieve groep Europese particuliere beleggers. Duidelijk is dat het document kort zal zijn, twee bladzijden, en gebruik zal maken van een weergave die een particuliere belegger kan begrijpen. Bij dit laatste moet gedacht worden aan een grafische weergave van de kerninformatie aangevuld met beperkte toelichting.

Risico op aansprakelijkheid

Buiten de vorm en inhoud van het KII zijn er twee onderwerpen die gevoelig liggen bij toezichthouders en marktpartijen. Het eerste onderwerp is het risico op aansprakelijkheid, omdat een KII nooit alle informatie en disclaimers kan bevatten.⁸⁰ De door de Commissie gekozen oplossing is pragmatisch te noemen. Het Voorstel bepaalt dat lidstaten ervoor dienen te zorgen dat een persoon niet enkel op basis van de KII aansprakelijk kan worden gesteld, behalve als de opgenomen informatie misleidend, onnauwkeurig of niet in overeenstemming is met de relevante delen uit de prospectus.⁸¹ Het feit dat een persoon niet enkel op basis van de KII aansprakelijk kan worden gesteld moet wel worden opgenomen in de KII.

Verstreking van de KII

Het tweede onderwerp betreft de vraag wie verantwoordelijk is voor het vertrekken van de KII en op welk moment. Het Voorstel behandelt twee mogelijke vormen van distributie:⁸²

1. Bij verkoop van rechten van deelneming direct door de ICBE of door een aan de ICBE verbonden agent zijn de ICBE en de beheerder verantwoordelijk voor het actief verstrekken van de KII aan de potentiële belegger binnen een redelijke termijn voor de aankoop van de rechten van deelneming.⁸³
2. Bij indirecte verkoop van de rechten van deelneming via een andere tussenpersoon dan een verbonden agent moet de ICBE of de beheerder ervoor zorgen dat de KII actief wordt verstrekt aan productontwikkelaars en intermediairs. In deze situatie is de ICBE of beheerder niet verantwoordelijk voor het daadwerkelijk verstrekken van de KII aan de belegger.⁸⁴

Ad. 1 Het feit dat de KII actief moet worden verstrekt is een kleine wijziging maar mogelijk wel met flinke praktische gevolgen. Op dit moment hoeft in Nederland de financiële bijsluiter namelijk niet actief vertrekt te worden, maar moet

73. De regels met betrekking tot de KII zullen kwalificeren als zogenoemde maximumharmonisatie. Dit betekent dat lidstaten geen eigen eisen aan de KII mogen stellen, tenzij daarvoor expliciet ruimte wordt geschapen in de uitvoeringsregels. Uit oogpunt van vergelijkbaarheid voor consumenten en gelijk speelveld voor productaanbieder is het niet gewenst dat een dergelijke ruimte voor nationale invulling op onderdelen wordt geschapen.

74. Art. 73, zesde lid, en art. 74, eerste lid van het Voorstel.

75. Art. 74, eerste lid, van het Voorstel.

76. Art. 73, tweede lid, van het Voorstel.

77. Art. 73, vijfde lid, van het Voorstel.

78. Art. 73, derde lid, van het Voorstel spreekt over 'risk/reward'. Gelet op de samenhang tussen risico en opbrengst zal dit waarschijnlijk in een figuur worden vormgegeven; al dan niet met een toelichting.

79. In de concept-uitwerking wijkt deze risico-indicator in vormgeving en uitgangspunten af van de huidige Nederlandse risico-indicator omdat deze laatste niet onderscheidend genoeg is voor beleggingsinstellingen.

80. Het risico op aansprakelijkheid is zowel door toezichthouders als marktpartijen opgebracht. Bij enkele toezichthouders leeft de angst dat zij aansprakelijk gesteld zouden kunnen worden omdat zij de gedetailleerde uitwerking van de vorm en inhoud uiteindelijk in hun toezichthouderregels moeten opnemen.

81. Vgl. art. 5:14, tweede lid, onderdeel d, Wft, afkomstig uit de Prospectusrichtlijn.

82. Art. 75 van het Voorstel.

83. Het begrip 'verbonden agent' is niet gedefinieerd. Waarschijnlijk wordt aangesloten bij het begrip zoals afkomstig uit MiFID (2004/39/EC).

84. De tussenpersoon valt niet onder de reikwijdte van de Richtlijn maar zal (bijvoorbeeld) onder de reikwijdte vallen van de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID, 2004/39/EC); dit volgt ook uit overweging 47 bij de Richtlijn. Op grond van art. 58c, zesde lid, Bgfo kan een beleggingsonderneming wel voldoen aan de eisen van art. 4:20 Wft met betrekking tot de informatieverstreking door de KII te verstrekken aan de consument.

hij alleen beschikbaar worden gehouden.⁸⁵ Volgens het Voorstel moet de KII via een website of duurzame drager verstrekt worden.⁸⁶ Actief verstrekken zal voor de ICBE of verbonden agent betekenen dat deze ook moet bewijzen dat de belegger de KII ook daadwerkelijk gekregen heeft. Dat verstrekking via een website mogelijk is levert enige onduidelijkheid op. Niet duidelijk is of aan het vereiste van verstrekking voldaan is indien de KII op de website staat. Een andere uitleg zou betekenen dat de ICBE of de verbonden agent ervoor moet zorgen dat een belegger ook via internet de KII daadwerkelijk krijgt.

Ad. 2 De tekst van het Voorstel spreekt over het verstrekken door de ICBE van de KII aan productontwikkelaars en intermediairs.⁸⁷ Praktisch is dit echter niet uitvoerbaar omdat een ICBE nooit alle productontwikkelaars en intermediairs (bijvoorbeeld adviseurs) zal kennen. De ICBE (de beheerder) zal alleen die partijen (distributeurs) kennen waarmee hij een contractuele relatie heeft. Hier zou dan naar onze mening ook niet gesproken moeten worden van verstrekken maar van beschikbaar houden.

Conclusie KII

Het voorstel van de Commissie voor de KII is een behoorlijke verbetering voor zowel de beleggers als de marktpartijen. De KII wordt een geharmoniseerd document dat ook is toegespitst op de gebruiker; namelijk de particuliere belegger. Hoewel de Richtlijn alleen ziet op ICBE's, is de kans zeer reëel dat de Nederlandse wetgever ervoor kiest om de KII ook van toepassing te verklaren op (Nederlandse) niet-ICBE's.⁸⁸ Dit lijkt ons een goede zaak, omdat dit betekent dat er dan één informatiedocument voor beleggingsinstellingen op de Nederlandse markt gebruikt wordt dat is toegespitst op de belegger.

Deze vorm van informatieverstrekking aan de belegger zou naar onze mening ook verplicht moeten zijn voor andere beleggingsproducten die vaak als substituut worden gebruikt, zoals unit-linked verzekeringsproducten en gestructureerde producten. Vanuit het perspectief van de belegger zijn deze beleggingsproducten uitwisselbaar. Met het invoeren van een beknopt en Europees geharmoniseerd informatiedocument, dat gericht is op de eindgebruiker, wordt meer een gelijk speelveld gecreëerd tussen beleggingsproducten en is de potentiële belegger beter in staat om de verschillende producten te beoordelen en te vergelijken. Om het voorgaande te realiseren zouden de Prospectusrichtlijn en de Assurantiebemiddelingsrichtlijn⁸⁹ moeten worden aangepast.

Marketing algemeen

Het Voorstel bevat een nieuwe algemene regel die bepaalt dat alle marketing als zodanig herkenbaar moet zijn en dat de verstrekte informatie correct, duidelijk en niet misleidend moet zijn.⁹⁰ De marketing moet ook kenbaar maken dat en waar de prospectus en de KII beschikbaar zijn en de in de marketing gebruikte informatie moet ook in lijn zijn met de informatie zoals opgenomen in de prospectus en KII.⁹¹

3.5 Vereenvoudiging van de notificatie⁹²

3.5.1 Huidige knelpunten

De Richtlijn biedt door het Europees paspoort de mogelijkheid om een ICBE in een andere lidstaat aan te kunnen bieden dan het land van vestiging.⁹³ Hiervoor dient eerst een zogenoemde notificatieprocedure te worden doorlopen. Deze notificatieprocedure, waarbij de beheerder diverse stukken⁹⁴ moet indienen bij de toezichthouder van het land waar hij de beleggingsinstelling wil gaan aanbieden ('host state regulator'), duurt formeel twee maanden, maar in de praktijk veel langer.⁹⁵ Dit wordt onder meer veroorzaakt door het feit dat verschillende toezichthouders additionele eisen stellen met betrekking tot de aan te leveren documenten.⁹⁶ De additionele eisen worden veelal gemotiveerd met een beroep op art. 44 van de Richtlijn. Dat artikel stelt dat een ICBE die zijn rechten van deelneming in een andere lidstaat wil aanbieden, zich te houden heeft aan de in dat

85. Zie art. 65 Bgfo.

86. Art. 76 van het Voorstel.

87. Overweging 47 van het Voorstel maakt een duidelijk onderscheid tussen de verplichting tot verstrekken van de KII door de ICBE en het daadwerkelijke gebruik door de intermediair.

88. De regels afkomstig uit de huidige richtlijn en zoals geïmplementeerd in de Wft zijn ook op een groot aantal aspecten één-op-één van toepassing op (Nederlandse) niet-ICBE's. Deze regels zijn afkomstig uit de zogenoemde UCITS III-wijzigingen, zoals destijds per 1 september 2005 geïmplementeerd in de Wet toezicht beleggingsinstellingen.

89. Richtlijn 2002/92/EG.

90. Art. 72 van het Voorstel. Deze norm is ook gebruikt in MiFID, vgl. art. 4:19 Wft waarin dezelfde norm is opgenomen voor beleggingsondernemingen.

91. 'Marketing' is niet gedefinieerd. Uit overweging 45 volgt dat een onderscheid gemaakt moet worden tussen marketing en de verplichte informatie, de KII, de prospectus, halfjaarcijfers en jaarverslag. Uit art. 87 van het Voorstel volgt dat de 'host member state' regels op het gebied van marketing mag stellen.

Zie ook de 'Interpretatieve mededeling van de Commissie, Respectieve bevoegdheden van de lidstaat van herkomst en de lidstaat van ontvangst bij de verhandeling van rechten van deelneming in icbe's overeenkomstig afdeling VIII van de Icbe-richtlijn', COM (2007) 112, 19 maart 2007.

92. Art. 86-90 van het Voorstel.

93. Zie art. 46 van de huidige Richtlijn en art. 2:70, 2:72 en 2:112 van de Wft.

94. Zoals de prospectus, de Financiële bijsluiter, jaarverslagen, de overeenkomst van beheer en bewaring, statuten en dergelijke.

95. CESR heeft door middel van onderling overleg reeds geprobeerd een tijdelijke oplossing te creëren door het opstellen van de 'CESR's guidelines to simplify the notification procedure of UCITS', www.cesr.eu.

96. Voorbeelden hiervan zijn: vertalingen van alle documenten waarbij soms alleen vertaling door een in het land beëdigd vertaler is toegestaan, aanlevering in x-voud, overlegging van alle distributieovereenkomsten (vertaald) met lokale distributeurs, overlegging van lokaal marketingmateriaal dat goedgekeurd moet worden, overlegging van een gewaarmerkt afschrift van de vergunning.

land geldende wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen die geen betrekking hebben op gebieden die door de Richtlijn worden bestreken.

Verder verifiëren momenteel een aantal toezichthouders in detail de documenten, terwijl dat gegeven de systematiek van de Richtlijn niet zou moeten gebeuren aangezien de toezichthouder van de lidstaat van vestiging hier al naar heeft gekeken. Kortom, de huidige notificatieprocedure is (onnodig) tijdrovend en kostbaar vanwege de verschillende eisen die landen stellen.⁹⁷ Hiermee hebben beleggingsinstellingen ook een competitief nadeel ten opzichte van bijvoorbeeld gestructureerde producten, die op basis van de Prospectusrichtlijn⁹⁸ veel eenvoudiger grensoverschrijdend zijn te distribueren.

Gezien de potentiële vooruitgang wordt de aanpassing van de notificatieprocedure door de markt als een van de belangrijkste onderdelen van het Voorstel gezien.

3.5.2 De verbeteringen van de notificatie met UCITS IV

In het Voorstel wordt de notificatieprocedure als volgt substantieel gemoderniseerd en gestroomlijnd.

- *Eigen toezichthouder is aanspreekpunt*

De notificatie start door indiening via een geharmoniseerde notificatiebrief bij de toezichthouder van het land van vestiging⁹⁹ ('home state regulator') met daarbij de volgende documenten:

- de fondsvoorwaarden of statuten van het fonds;
- de prospectus;
- de KII;
- het laatste jaarverslag en halfjaarbericht (voor zover beschikbaar).

In de notificatiebrief wordt ook de wijze van marketing in het desbetreffende andere land vermeld.

- *Gebruik van de elektronische snelweg*

De indiening van de stukken moet elektronisch kunnen.¹⁰⁰

- *Versoepeling taaleisen*

De hiervoor vermelde documenten kunnen, met uitzondering van de KII, worden ingediend in de taal of één van de officiële talen van het ontvangende land, in een taal die is goedgekeurd door de toezichthouder van het ontvangende land of in een taal 'customary in the sphere of international finance'.¹⁰¹ Met de laatste frase, die ook in de Prospectusrichtlijn wordt gehanteerd¹⁰², wordt de beleggingsinstellingen de mogelijkheid geboden om de stukken in het Engels in te dienen¹⁰³. Alleen de KII moet worden ingediend in de taal of één van de talen van het ontvangende land of in een taal die is goedgekeurd door de toezichthouder van dat land. Deze taalvereisten gelden niet alleen voor de notificatie maar ook het verstrekken of beschikbaar houden van deze documenten voor de belegger in dat land.

De ICBE krijgt dus meer keuze voor de te gebruiken talen bij notificatie en bij zijn distributie in andere landen, hetgeen een aanzienlijke tijd- en kostenbesparing zal betekenen. Een eenmaal in het Engels vertaald notificatiedossier (met uitzondering van de KII; maar dat is slechts twee pagina's groot) kan in principe voor alle andere lidstaten worden gebruikt.

- *'Regulator to regulator'-communicatie*

De toezichthouder uit het land van vestiging van de ICBE toetst of het dossier compleet is en zendt het dossier binnen een maand na ontvangst door aan de toezichthouder van het land waar de instelling zijn participaties wil aanbieden. Daarbij verstrekt hij ook een verklaring dat de beleggingsinstelling voldoet aan de bepalingen van de Richtlijn.¹⁰⁴ De beleggingsinstelling moet verder onmiddellijk in kennis worden gesteld van de verzending van het dossier aan de 'host state regulator' en mag vanaf dat moment starten met de distributie van zijn deelnemingsrechten.

Grote winst voor de instellingen is dus dat die niet meer met allerlei verschillende toezichthouders hoeven te communiceren en niet meer eventueel lokale adviseurs hoeven in te schakelen. Verder is de doorlooptijd van de procedure minstens gehalveerd. Waarom echter de 'home state regulator' een maand krijgt om de compleetheid van het notificatiedossier te checken en door te sturen is niet duidelijk. Deze termijn is aan de ruime kant en zou verkort kunnen worden. Voor gestructureerde producten die grensoverschrijdend worden aangeboden, geldt op basis van de Prospectusrichtlijn bijvoorbeeld een termijn van drie werkdagen.¹⁰⁵ Het lijkt dan ook niet meer dan logisch om voor ICBE's een vergelijkbare termijn te hanteren.

- *Geen aanvullende eisen 'host state'*

Expliciet is bepaald dat de 'host state regulator' geen aanvullende documenten of waarmerken mag vragen dan die in de Richtlijn genoemd staan en dat de lidstaten geen aanvullende regels mogen stellen of administratieve procedures mogen inrichten in verband met de notificatie¹⁰⁶.

- *Toetsing reclameregels ex post*

Hoewel het land van ontvangst de bevoegdheid blijft houden om regels te stellen met betrekking tot reclame/marketing, kunnen die nu alleen ex post getoetst worden. Omdat de regels rond reclame/marketing in verschillende landen soms weinig toegankelijk zijn, doordat ze bijvoorbeeld verspreid zijn over diverse niveaus van regelgeving of vervat

97. Ervaringen van Robeco met notificatie van haar in Luxemburg gevestigde fondsen laten zien dat Nederland (AFM) een van de weinige landen/toezichthouders is die zich in positieve zin onderscheidt door het snel behandelen van notificaties, het accepteren van documenten gesteld in het Engels en het overeenkomstig de Richtlijn afgaan op het oordeel van de toezichthouder van het land van vestiging.

98. Richtlijn 2003/71/EG.

99. Art. 88, eerste lid, van het Voorstel. Het format van de notificatiebrief wordt door de toezichthouder ter beschikking gesteld (waaronder een versie in het Engels).

100. Art. 88, vijfde lid, van het Voorstel.

101. Art. 88, tweede lid, juncto art. 89, eerste lid, onder b, c en d, van het Voorstel.

102. Zie art. 19, tweede lid, van de Prospectusrichtlijn (2003/71/EG).

103. Volgens goed gebruik in Europees verband wordt hier niet direct de Engelse taal aangeduid, om verschillende landen niet voor het hoofd te stoten die van mening zijn dat hun taal toch echt een wereldtaal is.

104. Art. 88, derde lid, van het Voorstel.

105. Art. 18, eerste lid, van de Prospectusrichtlijn (2003/71/EG).

106. Art. 86, tweede lid, en art. 88, zesde lid, van het Voorstel.

zitten in pseudo-regelgeving, worden de lidstaten verplicht de geldende regels op een duidelijke manier kenbaar te maken voor de marktpartijen; bijvoorbeeld verzameld op een website. Deze informatie dient ook beschikbaar te zijn in een taal *'customary in the sphere of international finance'*.¹⁰⁷ Hiermee kan de instelling of de distributeur zijn verantwoordelijkheid voor naleving ook waarmaken. Tevens vormt de publiciteit rond de regels wellicht een rem op bepaalde regels in sommige landen, waarvan betwijfeld kan worden of die wel in overeenstemming zijn met de Richtlijn of het Europese recht in bredere zin.

3.5.3 Conclusie notificatie

De voorgestelde veranderingen zijn van grote, positieve betekenis voor marktpartijen. De maatregelen betekenen een behoorlijke te verwachten reductie in kosten en 'time to market'. Hierdoor is het de verwachting dat ICBE's zich in meer landen zullen laten notificeren. Vanuit de markt bezien is de vereenvoudiging van de notificatie dan ook het meest belangrijke onderdeel van UCITS IV. Wel zou in het Voorstel de wachtermijn, alvorens het product op de markt gebracht kan worden in een ander land, analoog aan de Prospectusrichtlijn, verkort moeten worden tot drie dagen na indiening van de stukken bij de toezichthouder.

4. Slotopmerkingen

Het algemene beeld van het Voorstel is positief. Na jaren van overleg wordt met het Voorstel van de Commissie een goede stap voorwaarts gezet voor een efficiëntere Europese markt voor ICBE's.

Voor marktpartijen is de aangepaste notificatieprocedure het grootste winstpunt.

Verder kan het Voorstel op onderdelen zoals de master-feedermogelijkheid naar onze mening nog verruimd worden, terwijl de fusievoorstellen maar beperkt effect lijken te sorteren. Een groot gemis blijft voorlopig het ontbreken van de mogelijkheid voor een 'full passport' voor de beheerder. Indien dat, naar aanleiding van het definitieve CESR-advies, alsnog zou worden ingevoegd in het Voorstel, dan kan dat een echte efficiencyverbetering betekenen. Tevens zullen daarmee de ochtendfiles in Luxemburg wat afnemen, aangezien minder activiteiten aldaar voor de fondsen hoeven te worden verricht.

De KII is tot slot een belangrijke verbetering voor de belegger en voor marktpartijen. De belegger krijgt een document met de kerninformatie van de ICBE welke is vormgegeven op een voor hem begrijpelijke wijze. Marktpartijen hoeven nog maar één document op te stellen en deze in grensoverschrijdende situaties alleen maar te vertalen.

Het is wenselijk dat ook voor andere beleggingsproducten, zoals gestructureerde producten en unit-linked producten, er op basis van Europese regels dergelijke Key Investor Information verplicht wordt gesteld.

Kortom: er ligt nog een uitdagende taak voor de Commissie en de lidstaten om een aantal duidelijke verdere verbeteringen in het Voorstel aan te brengen en op het gebied van informatieverstrekking additionele cross-sectorale initiatieven te starten.

107. Art. 86, derde lid, van het Voorstel.