

Aan:

Ministerie van Financiën
Projectteam herziening Wft

28 februari 2017

Herziening van de Wft – reactie internetconsultatie

Graag reageer ik op het consultatie document van het Ministerie van Financiën inzake een herziening van de Wet op het financieel toezicht (Wft). Ik schrijf vanuit het belangrijkste aandachtsgebied van mijn praktijk als ondernemingsrecht advocaat, te weten beleggingsinstellingen.

De centrale vraagstelling van het consultatie document heeft betrekking op de toegankelijkheid en toekomstbestendigheid van de Wft. Ik onderschrijf veel van de in het consultatie document genoemde obstakels ten aanzien van die toegankelijkheid en toekomstbestendigheid.

1. Cross-sectorale opzet

- 1.1 De voordelen van een cross-sectorale opzet, naar type voorschrift, zijn evident; eenheid van definities en begrippen, vermijding van verdubbeling van regels voor diverse sectoren, consistentie voor de afzonderlijke sectoren, etc. Een voorwaarde daarbij is wel dat de regels hanteerbaar blijven. De opzet vereist van de gebruiker dat deze met de hele wet goed bekend is en zich niet kan beperken tot een bepaald onderwerp. Dat betekent eigenlijk dat er hogere eisen gesteld worden ten aanzien van de helderheid van de structuur en de bepalingen zelf, dan in een sectorale opzet het geval was geweest. Daarbij, een zeer belangrijk deel van de marktpartijen is niet werkzaam in alle sectoren, maar in één of twee sectoren. Uiteindelijk is het op het moment naar mijn gevoel lastig navigeren in de Wft.
- 1.2 Ik herken de problemen die het consultatie document signaleert ten aanzien van de definities zelf. De gelaagdheid van sommige definities is moeizaam, en het gebruik is niet altijd inzichtelijk.
 - 1.2.1 Ik geef als voorbeeld de definities van voor de fondsen praktijk basale begrippen als beleggingsfonds, beleggingsinstelling, beleggingsmaatschappij. Dat “beleggingsinstelling”



dynamisch naar de AIFMD¹ verwijst lijkt zinnig, maar dan is het onduidelijk waarom de begrippen “beleggingsfonds” en “beleggingsmaatschappij” zelf weer een nieuwe omschrijving hanteren² (hoewel de gelijkenis met de definitie van “beleggingsinstelling” natuurlijk zeer groot is).

1.2.2 De samengestelde definitie van een “beheerder van een beleggingsinstelling” dient om deze te onderscheiden van de beheerder van een icbe, maar leidt dan tot bewerkelijke bepalingen bijvoorbeeld in artikel 1:13b(1) en 2:66 Wft, waar het gaat om een beheerder van een beleggingsinstelling met zetel in een staat die door de Minister is aangewezen of een beheerder van een beleggingsinstelling met zetel in een niet-aangewezen staat³. Het duurt even voor men ziet dat het daar gaat om de zetel van de beleggingsinstelling en niet om de zetel van de beheerder.

1.3 Ik geef een paar voorbeelden van onduidelijkheid in de structuur.

1.3.1 Ik noem het systeem van vrijstellingen dat hoort bij artikel 2:66a Wft. Wie denkt dat een beheerder van een beleggingsinstelling die uit hoofde van dat artikel niet aan een vergunning uit hoofde van artikel 2:65 Wft onderworpen is, zich automatisch niet hoeft te bekommeren om de overige voor beheerders geldende regels, moet iets beter kijken. Dergelijke kleine beheerders zijn door artikel 15(1) Vrijstellingsregeling Wft vrijgesteld van hetgeen ingevolge het Deel Prudentieel toezicht financiële ondernemingen is bepaald (met uitzondering van artikel 3:7 Wft). Volgens artikel 4:1(1)c Wft is het Deel Gedragstoezicht financiële ondernemingen van toepassing op alle beheerders van beleggingsinstellingen waaraan het ingevolge afdeling 2.2.7 is toegestaan in Nederland beleggingsinstellingen te beheren dan wel rechten van deelneming in een beleggingsinstelling in Nederland aan te bieden, dus ook de kleine beheerders, maar zijn de kleine beheerders dan weer vrijgesteld via artikel 4:1(5) Wft (behoudens opt-in) en niet in de Vrijstellingsregeling Wft.

1.3.2 Een andere structuurmatige onduidelijkheid schuilt in de eisen ten aanzien van bewaarders. Er is nu een vergunningseis voor bewaarders in artikel 2:3g(1) Wft. Als vanouds geldt een vrijstelling voor de “alternatieve bewaarders” via artikel 1c Vrijstellingsregeling Wft van de vergunningseis. Vervolgens blijkt echter uit pagina 4 van de toelichting uit het Ministerieel

¹ Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

² Een “vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen”.

³ Deze dubbele vermelding in 1:13b Wft lijkt overigens ook niet helemaal nodig – is there any other kind?



besluit voor de Vrijstellingsregeling Wft van 18 maart 2016⁴ dat de alternatieve bewaarder “net als andere bewaarders doorlopend [dient] te voldoen aan de eigen vermogensseis ingevolge artikel 3:53 van de Wft en de geschiktheidseis ingevolge artikel 4:9 van de Wft. Ook de overige regels die van toepassing zijn op de bewaarder zijn van toepassing op de alternatieve bewaarder”. Men kan zich afvragen wat inhoudelijk het nut van een vrijstelling van de vergunningsplicht is als de regels voor de vergunninghouder desondanks van toepassing zijn, maar het onderscheid tussen de toepasselijkheid van de vergunningseis en toepasselijkheid van de inhoudelijke eisen werkt ook verwarrend.

2 Internationale ontwikkeling

2.1 Een cross-sectorale opzet zou op zichzelf wellicht kunnen werken, als de structuur en de bepalingen eenvoudiger en consequenter zouden zijn geredigeerd. Een grotere bedreiging voor een cross-sectorale opzet is echter dat het recht van de financiële markten zich steeds sterker vanuit Europa ontwikkelt.

2.2 Het blijkt dat het EU overkoepelend normbesef, en de wens om tot een gelijk speelveld binnen de EU te komen, tot diep ingrijpen leidt van op Europees niveau geformuleerde regels binnen het nationaal bestel van de Lidstaten. Dat was heel bijvoorbeeld duidelijk te zien aan de AIFMD; een EU-brede reactie op een internationale financiële crisis. Te denken valt ook aan de omvang van de AIFM Verordening die direct van toepassing is. De maatschappelijke en economische onderwerpen die dit soort regelgeving adresseert zijn internationaal. Het gaat om internationaal politiek gedeelde wensen op het gebied van regelgeving, maar het gaat ook om internationale praktijk situaties; beheerders van beleggingsinstellingen kunnen beleidsbepalers uit diverse landen hebben, zoeken hun investeerders normaal gesproken in allerlei verschillende landen, doen investeringen in uitgevende instellingen in een bredere geografie (al dan niet in private equity context). Het ligt met het oog op deze ontwikkeling eigenlijk voor de hand dat de implementatie van Europese richtlijnen optimaal gefacilieerd moet worden door de Wft en bijbehorende regels. De EU regels zijn niet cross-sectoraal.

2.3 Ik noem voorbeelden.

2.3.1 Er is op het moment een aanzienlijke divergentie tussen de behandeling van uitgezonderde beheerders van beleggingsinstellingen tussen lidstaten waar het gaat om

⁴ Regeling van de Minister van Financiën van 29 februari 2016 tot wijziging van de Regeling taakuitoefening en grensoverschrijdende samenwerking financiële toezichthouders Wft, de Uitvoeringsregeling Wft en de Vrijstellingsregeling Wft in verband met de implementatie van richtlijn nr. 2014/91/EU van het Europees Parlement en de Raad van 23 juli 2014 tot wijziging van de richtlijn 2009/65/EG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat bewaartaken, beloningsbeleid en sancties betreft.



grensoverschrijdende activiteiten. Lidstaten hebben zeer verschillende regels voor, of verbinden zeer verschillende eisen aan, het lokaal aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling uit een andere lidstaat, of het beheren van een lokale beleggingsinstelling door een beheerder uit een andere lidstaat – ondanks dat de regels voor het uitzonderen van beheerders van een vergunning onder het registratieregime van artikel 3(2) AIFMD tamelijk helder en objectief geformuleerd zijn. Ik zou gokken dat de grens van EUR 100 miljoen niet veel verschillende cultureel-historische gevoelens losmaakt van lidstaat tot lidstaat. Het is dan in zekere zin teleurstellend dat zo ruim gebruik gemaakt wordt van de mogelijkheden die artikel 3(3) AIFMD in dat opzicht biedt. In dat verband merk ik wat de Nederlandse situatie betreft op, dat de regeling van artikel 2:66a Wft uitsluitend beschikbaar is voor Nederlandse beheerders. Bovendien legt de Wft daar een specifiek Nederlands private placement regime op in artikel 2:66a(1)(b) en (2) Wft. De eis van private placement is niet noodzakelijkerwijs slecht, maar de combinatie met de beperking tot Nederlandse beheerders, is opmerkelijk.

- 2.3.2 Er wordt wel geklaagd over de systematiek van dynamische verwijzing in de Nederlandse regels naar Europese regels, maar eigenlijk sluit dat goed aan bij deze ontwikkeling. Veel was en is onduidelijk bij introductie van nieuwe wetgeving naar aanleiding van de AIFMD; de betekenis van nieuwe begrippen, het toepassingsbereik van de bepalingen. Wat is er echter op tegen dat die onduidelijkheid zich op internationaal niveau afspeelt en wordt opgelost, in plaats van in ieder van de lidstaten afzonderlijk en verschillend.
- 2.3.3 Ik noem bijvoorbeeld de definitie die ESMA geeft van een “reeks beleggers”, namelijk dat indien het een onderneming overeenkomstig de nationale wetgeving, haar reglement of statuten of een andere bepaling of overeenkomst van juridisch bindende aard niet is verboden, kapitaal bij meer dan één belegger op te halen, deze onderneming dient te worden beschouwd als onderneming die bij een reeks kapitaal ophaalt als bedoeld in de definitie van beleggingsinstelling in de AIFMD.⁵ Men kan zich afvragen of dat niet te breed geformuleerd is, maar een dergelijke conceptuele analyse moet toch in internationaal verband gemaakt worden.

Hoogachtend,
M.J. Tausk

⁵ Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD van 13 augustus 2013, ESMA/2013/611, artikel 17.