



De Minister van Financiën  
Postbus 20201  
2500 EE Den Haag

**Finnius advocaten**  
Weteringschans 128  
1017 XV Amsterdam

t. (020) 767 01 80  
f. (020) 767 01 81  
www.finnius.com

**Datum** 14 oktober 2016  
**E-mail** matthieu.van.straaten@finnius.com en astrid.schouten@finnius.com  
**Betreft** Consultatie concept wetsvoorstel in verband met het introduceren van toezicht op beleggingsobjecten en beleggingsobligaties (Wet beleggingsobjecten en beleggingsobligaties)

Excellentie,

## Inleiding

Met veel interesse hebben wij kennis genomen van het concept wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet bekostiging financieel toezicht in verband met het introduceren van toezicht op het beheren van beleggingsobjecten en het beheren inzake beleggingsobligaties (**Wetsvoorstel**). Wij maken graag gebruik van de mogelijkheid daarop een reactie te geven, vanuit onze positie als advocaten gespecialiseerd in het financieel toezichtrecht. In die hoedanigheid adviseren wij met regelmaat ondernemingen, die financiële instrumenten uitgeven.

Wij beperken ons tot het onderdeel in het Wetsvoorstel dat ziet op beleggingsobligaties, nu wij met name veel ervaring hebben met uitgiftes van obligaties en in veel mindere mate met beleggingsobjecten.

## Algemene opmerkingen

### *Europese context*

Binnen de Europese Unie is de tendens de laatste jaren steeds meer dat richtlijnen, verordeningen en guidance worden gecentraliseerd op Europees niveau. Een voorbeeld daarvan is het voornemen van de Europese Commissie om een meer gemeenschappelijke Europese kapitaalmarkt op te bouwen.<sup>1</sup> Als onderdeel van het actieplan van de Europese Commissie om te komen tot een Europese kapitaalmarktunie wordt onder meer de Prospectusrichtlijn<sup>2</sup> herzien. Achtergrond van de herziening is met name het langdurige, complexe en kostbare proces om een prospectus op te stellen en te laten goedkeuren door de toezichthouder, in Nederland de AFM. Met name het midden- en kleinbedrijf (**mkb**) kan worden ontmoedigd de kapitaalmarkt te betreden indien de administratieve belasting en kosten voor het opstellen van het prospectus groot zijn.

<sup>1</sup> Action Plan on Building a Capital Markets Union, 30 september 2015, < [http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf) >.

<sup>2</sup> Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de hand/el worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, zoals gewijzigd door Richtlijn 2008/11/EG van 11 maart 2008, door Richtlijn 2010/73/EG van 24 november 2010, door Richtlijn 2010/78/EG van 24 november 2010, door Richtlijn 2013/50/EG van 22 oktober 2013 en door Richtlijn 2014/51/EG van 16 april 2014.



# FINNIUS

Hoewel de tendens, zowel op Europees als op nationaal niveau, de afgelopen jaren is geweest dat er steeds meer werd gereguleerd, is de kapitaalmarktunie juist een initiatief van de Europese Commissie dat is gericht op het terugdringen van administratieve lasten en overregulering.

De in het Wetsvoorstel voorgestelde regelgeving botst naar onze mening met de geschetste Europese tendens.

De invoering van normen die materieel gezien verder gaan dan is vereist op basis van Europese regelgeving staat op gespannen voet met een level playing field binnen de interne markt. Dat houdt in dat de regels in alle lidstaten van de Europese Unie gelijk zijn voor zover daar op Europees niveau regels voor gesteld zijn. Het verdient aanbeveling dat nadere aandacht wordt besteed aan dit onderwerp en de wijze waarop het aanbieden van beleggingsobligaties in andere lidstaten is gereguleerd.

## *Wordt het beoogde doel bereikt?*

Het wetsvoorstel heeft tot doel het beschermingsniveau van beleggers in beleggingsobjecten en beleggingsobligaties te verhogen en malafide aanbieders uit de markt van beleggingsobjecten en beleggingsobligaties te weren door middel van aanscherping van regelgeving en toezicht.

Het is de vraag of dat verhoogde beschermingsniveau wordt bereikt met dit Wetsvoorstel en of dat op een eerlijke manier gebeurt. Onder het Wetsvoorstel vallen partijen die met bij het publiek opgehaalde gelden investeren in vermogensbestanddelen die niet direct worden gebruikt voor bedrijfsuitoefening binnen de reikwijdte. Partijen die bij het publiek opgehaalde gelden gebruiken om te investeren in de groei van hun onderneming (zogenoemde bedrijfsobligaties) vallen buiten de reikwijdte van het Wetsvoorstel. Het risico van beleggers is in het laatste geval echter niet per definitie kleiner. De keuze om partijen die de opgehaalde gelden beleggen onder de reikwijdte van dit Wetsvoorstel te laten vallen is arbitrair.

Het Wetsvoorstel bevat een grondslag voor een vrijstelling van de vergunningplicht en de vergunningeisen bij ministeriële regeling. Als wordt aangesloten bij het huidige vrijstellingsregime dan zijn in ieder geval (maar niet uitsluitend) aanbiedingen met een nominale waarde van ten minste € 100.000 vrijgesteld van de vergunningplicht. Wij wijzen graag op bijvoorbeeld Palminvest, een beleggingsfonds waarbij beleggers minimaal € 50.000 in moesten leggen om onder het toezicht van de AFM uit te komen. Boven dat bedrag hoefden beleggingsfondsen geen vergunning te hebben. Palminvest hield beleggers voor de inleg in vastgoed in Dubai te investeren tegen een hoog rendement. De ingelegde gelden werden echter aangewend voor de financiering van het privé leven van de oprichters en beleggers werden uitbetaald met het geld van nieuwe investeerders. Palminvest, dat niet op zichzelf staat, illustreert dat een vergunningregime met een vrijstelling niet betekent dat malafide aanbieders geen toegang kunnen krijgen tot de markt.

## *Wat zijn de gevolgen?*

Wij voorzien dat marktpartijen op zoek gaan naar andere Europese jurisdicties waar het voor hen makkelijker is om toegang te krijgen tot de kapitaalmarkt. Deze tendens zien we nu reeds, omdat het toezicht door de Autoriteit Financiële Markten vaak als erg streng wordt ervaren.

Daarnaast voorzien wij dat het voor de kleinere partijen geen reële optie is om een vergunning aan te vragen. De kosten voor juridisch advies met betrekking tot de aanvraag van een vergunning worden in het Wetsvoorstel ingeschat op € 15.000. Onze observatie, die wordt gedeeld

# FINNIUS

door vele kantoren in ons netwerk, is dat de kosteninschatting die in het Wetsvoorstel staat niet reëel is. In de praktijk vallen de kosten voor een vergunningaanvraag (voor bijvoorbeeld een beleggingsinstelling) veel hoger uit. Daardoor wordt de drempel voor toegang tot de kapitaalmarkt verder verhoogd. Dat staat haaks op de plannen die de Europese Commissie in het kader van de Kapitaalmarktunie aan het uitwerken is om juist voor de wat kleinere partijen de markt toegankelijker te maken. Wij verwachten dat het doorzetten van dit Wetsvoorstel leidt tot het verder frustreren van initiatieven vanuit het mkb.

Met de invoering van dit Wetsvoorstel zullen de kosten (zowel voor het doorlopend toezicht als voor markttoegang) significant stijgen. Doordat marktpartijen hogere kosten moeten maken, is het uiteindelijk de belegger die opdraait voor deze kosten omdat de kosten worden doorberekend in de producten. Dat betekent dat de gevolgen ook een nadelige uitwerking heeft op beleggers.

## **Inhoudelijke reactie op het wetsvoorstel**

Ondanks onze hiervoor uiteengezette fundamentele kritiek op het Wetsvoorstel, willen wij graag een aantal suggesties doen voor aanpassing van het Wetsvoorstel.

### *Reikwijdte*

Wij begrijpen uit het Wetsvoorstel dat een van de voornaamste bezwaren van het aanbieden van beleggingsobligaties zou zijn dat de belegger in beleggingsobligaties, anders dan de belegger in deelnemingsrechten, bij goed renderende beleggingen alleen recht heeft op de rentevergoeding en hoofdsomaflossing en bij slecht renderende beleggingen de kans bestaat dat geen uitbetaling van de rente en hoofdsom plaatsvindt. Wij merken in dit kader het volgende op, met de suggestie hier rekening mee te houden bij het vaststellen van de reikwijdte:

- Het bezwaar dat een obligatiehouder alleen recht heeft op rentevergoeding en hoofdsomaflossing geldt ook voor 'gewone' obligaties, zij het dat het dan niet gaat om eventuele goed renderende beleggingen, maar een goed renderende onderneming. Dit zijn nu juist essentiële eigenschappen van obligaties, die wezenlijk verschillen van de eigenschappen van deelnemingsrechten.
- Het is onjuist te stellen dat bij beleggingsobligaties categorisch geen ander recht zou zijn dan recht op rentevergoeding en aflossing van de hoofdsom. Er zijn diverse voorbeelden te noemen van obligaties die zijn uitgegeven (en die mogelijk zouden kwalificeren als beleggingsobligaties) waarbij aan de obligatiehouders een gedeelte van het rendement of de winst wordt uitgekeerd.
- De kans dat geen rente wordt betaald en de hoofdsom niet wordt afgelost is er natuurlijk altijd. Beleggen brengt nu eenmaal risico's met zich mee. Het beleggen in 'beleggingsobligaties' brengt geen grotere risico's met zich mee dan beleggen in 'gewone' obligaties. Daarbij geldt dat bij 'beleggingsobligaties' vaak wordt gekozen voor het vestigen van zekerheden ten behoeve van de obligatiehouders die kunnen worden uitgewonnen op het moment dat de uitgevende instelling tekort schiet. Gesteld zou kunnen worden dat op dit punt de obligatiehouders juist in een betere positie komen dan bij een traditionele obligatie.

# FINNIUS

## *Bescherming beleggers*

Een kerndoel van het Wetsvoorstel is het verhogen van het beschermingsniveau van beleggers in beleggingsobligaties. Een verhoogd beschermingsniveau voor beleggers kan wat ons betreft worden bereikt met de volgende pijlers:

- **Maximaal verlies.** In regelgeving met betrekking tot de aanbieder van financiële instrumenten wordt traditioneel voorzien in vrijstellingen van prospectus- en/of vergunningplichten wanneer alle beleggers bereid zijn om een minimum bedrag in te leggen, zoals op dit moment € 100.000. Wij zouden er voorstander van zijn om in dit Wetsvoorstel en overigens ook in andere regelgeving omtrent aanbieder van financiële instrumenten te voorzien in vrijstellingen wanneer juist het maximale verlies per beleggers wordt beperkt. Wij denken aan een structuur waarbij per belegger een maximaal bedrag mag worden ingelegd. Dit levert een bij uitstek fundamentele bescherming van beleggers op. Deze bescherming zou gegoten kunnen worden in maximale absolute bedragen of maximale gedeelten van het vermogen van een individuele belegger.
- **Informatieverstrekking.** Het Wetsvoorstel bevat diverse artikelen die de verstrekking van informatie naar een hoger niveau tilt. Wij zijn ook van mening dat het verstrekken van informatie bij kan dragen aan een hoger beschermingsniveau voor beleggers, maar vinden dat de informatieverstrekking reeds voldoende is geborgd door de Wet oneerlijke handelspraktijken, op grond waarvan alle partijen die financiële instrumenten aanbieden aan consumenten voldoende en duidelijke informatie dienen te verstrekken. Indien zij dit niet doen, kan de AFM handhavend optreden.
- **Minimum eigen vermogen.** Het Wetsvoorstel bevat regels met betrekking tot het minimum eigen vermogen. Onze suggestie is om dat eigen vermogen vast te stellen in de vorm van een percentage van het vermogen dat wordt opgehaald door de uitgifte van obligaties. Als wordt gekozen voor een percentage sluit het eigen vermogen beter aan bij het risico dat een belegger loopt. Dat ligt meer in de rede dan een absolute grens, omdat instellingen die meer vreemd vermogen aantrekken daar tegenover ook meer eigen vermogen moeten aanhouden.

## **Tot slot**

Wij hopen dat de bovenstaande reactie van nut zal zijn bij de totstandkoming van het definitieve wetsvoorstel.

Hoogachtend,  
Finnius advocaten,

Matthieu van Straaten, advocaat

Astrid Schouten, advocaat