



Consultatie

Wijzigingswet financiële markten 2014

Het Ministerie van Financiën stelt voor om de regeling voor vermogensscheiding van toepassing te maken op alle beleggingsinstellingen (art. 4:37j, Wft) en ICBEs (art. 4:44 en 4:45, Wft), ook degene met rechtspersoonlijkheid. Het Ministerie stelt dat dit de beleggersbescherming verbetert. Dat is volgens DUFAS¹ betrekkelijk. In ieder geval betaalt de belegger daar een hoge prijs voor. De regels voor vermogensscheiding zouden niet moeten gelden voor beleggingsinstellingen met rechtspersoonlijkheid (en hun subfondsen), omdat dat een voor de beleggers kostbare en overbodige regeling zou zijn.

De eisen die worden gesteld aan vermogensscheiding dienen in de juiste verhouding te staan tot de risico's die men beoogt te beheersen en de lasten die hierdoor gecreëerd worden, zeker nu die lasten uiteindelijk – veelal indirect – door de beleggers zelf betaald zullen worden. Het rechtspersonenrecht biedt naast de vermogensscheiding al aanvullende bescherming aan de beleggers.

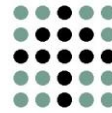
DUFAS heeft berekend dat slechts 10% van het aantal in Nederland aangeboden beleggingsinstellingen en ongeveer de helft van het door Nederlandse huishoudens in fondsen belegd vermogen onder de Nederlands recht vallen. Daarom zou dit voorstel slechts schijnbescherming bieden aan de Nederlandse belegger.

Een effectief alternatief zou zijn om de relatieve beperkingen van de crediteuren-rangregeling in het fondsprospectus aan te geven zoals dit ook voor Luxemburgse en Ierse beleggingsvehikels gebeurt.

Inleiding

Het Ministerie van Financiën stelt voor om de regeling voor vermogensscheiding van toepassing te maken op alle beleggingsinstellingen (art. 4:37j, Wft) en ICBEs (art. 4:44 en 4:45, Wft), ook degene met rechtspersoonlijkheid. DUFAS onderschrijft de technische reactie hierop van De Brauw Blackstone Westbroek. Over de overige voorgestelde onderwerpen in het consultatiedocument heeft DUFAS geen opmerkingen.

¹ DUFAS is de belangenvereniging van de Nederlandse asset management sector (vermogensbeheer, beheer van beleggingsinstellingen) en kent naast onafhankelijke asset managers leden uit de banksector, verzekerings-, vastgoed- en pensioensector. DUFAS is lid van EFAMA, de belangenvereniging van Europese asset managers. Zie voor meer informatie www.dufas.nl



De eisen die gesteld worden aan vermogensscheiding zijn erop gericht de rechten van deelnemers in een beleggingsinstelling (beleggers) te beschermen. Voorkomen moet worden dat de aanspraken van beleggers worden beïnvloed door verplichtingen die op grond van de voorwaarden van de beleggingsinstelling niet ten laste van de beleggers komen en waarvan beleggers ook niet hoefden te verwachten dat deze ten laste van hen zouden komen.

Bij beleggingsfondsen (incl. UCITS) naar Nederlands recht (waarbij de beleggingen geen eigendom zijn van de beleggingsinstelling) bestaat er een bijzonder risico omdat het vermogen in beginsel² niet afgescheiden is. De (privé)crediteuren van degenen die juridisch gerechtigd zijn tot de goederen 'van' het beleggingsfonds, kunnen zich hierop verhalen. Hun vorderingen zijn gelijk in rang met de vorderingen van beleggers uit hoofde van hun deelnemingsrechten. Dit rechtvaardigt dat aanvullende waarborgen worden gecreëerd voor beleggers in beleggingsfondsen.

Vermogensscheiding in de Wft

De waarborgen voor beleggers in beleggingsfondsen bestaan na het van kracht worden van de Implementatiewet AIFM richtlijn³ uit:

1. de rangregeling; en
2. de verplichting om de juridische eigendom te laten houden door een entiteit die uitsluitend voor het beleggingsfonds houdt.

De rangregeling geldt voor alle beleggingsfondsen en in alle gevallen. De verplichting om de juridische eigendom te laten houden door een afzonderlijke entiteit geldt alleen indien er een reëel "besmettingsrisico" bestaat.

De rangregeling is ook geïntroduceerd voor subfondsen van een beleggingsinstelling omdat alle subfondsen tot het vermogen van één beleggingsinstelling behoren, waardoor er – in theorie – een besmettingsgevaar tussen de subfondsen aanwezig is.

Vermogensscheiding en beleggingsmaatschappijen

Beleggingsmaatschappijen (waarbij de beleggingen eigendom zijn van de beleggingsinstelling) kennen – anders dan beleggingsfondsen naar Nederlands recht – wel een afgescheiden vermogen. Het vermogen van de beleggingsmaatschappij is afgescheiden van het vermogen van de beheerder, de bewaarder, de beleggers en eventuele anderen die bij de beleggingsmaatschappij zijn betrokken. Voor beleggingsmaatschappijen bestaat er daarom niet eenzelfde rechtvaardiging als voor beleggingsfondsen naar Nederlands recht voor de eis dat beleggingen worden gehouden door een afzonderlijke entiteit.

De eisen die worden gesteld aan vermogensscheiding dienen in de juiste verhouding te staan tot de risico's die men beoogt te voorkomen en de lasten die hierdoor gecreëerd worden, welke lasten uiteindelijk – veelal indirect – door de beleggers betaald zullen worden.

² Ten aanzien van de CV bestaat rechtspraak waarin is aangenomen dat zaakscrediteuren voorgaan boven privécrediteuren.

³ Kamerstuk 33.235



Zoals hiervoor vermeld heeft een beleggingsmaatschappij al een afgescheiden vermogen. Daarnaast bevat het rechtspersonenrecht waarborgen ter bescherming van beleggers. Naast de kapitaalbescherming bij NV's en BV's en bepalingen over bestuurdersaansprakelijkheid, kan een beroep worden gedaan op overschrijding van het statutaire doel van de rechtspersoon en kunnen rechtshandelingen in strijd met dat doel worden vernietigd.⁴

Doordat de activiteiten van de beleggingsmaatschappij beperkt zijn tot beleggen, zijn de bedrijfsrisico's gering en kleiner dan die bijvoorbeeld bij een premiepensioeninstelling aanwezig kunnen zijn. Een afweging van lasten en risico's heeft ook plaatsgevonden bij de premiepensioeninstelling en daar is de minister tot de afweging gekomen dat een separate pensioenbewaarder *per pensioenregeling* niet verplicht wordt gesteld. Naast de eigenvermogensseis (die voor de afzonderlijke entiteit bij beleggingsinstellingen niet geldt) noemt de minister:⁵

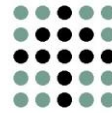
- (a) de noodzaak tot het opzetten van een of meer extra rechtspersonen waarvoor nieuwe bestuurders moeten worden aangesteld;
- (b) herziening of opnieuw aangaan van contracten, ook met derden zoals wederpartijen bij het aangaan van beleggingstransacties;
- (c) extra rapportages en accountantscontroles.

Deze argumenten gelden ook voor beleggingsmaatschappijen en hun subfondsen. Voor beleggingsmaatschappijen geldt bovendien:

- (i) overdracht van bestaande beleggingen zal niet altijd mogelijk zijn; dit zal vooral het geval zijn bij minder liquide beleggingen, bijv. omdat overdracht beperkt is door een goedkeuring- of aanbiedingsregeling die ertoe kan leiden dat beleggingen tegen een lagere prijs dan intrinsieke waarde moeten worden aangeboden aan derden;
- (ii) overdracht kan leiden tot hoge kosten indien er bijzondere leveringsvereisten gelden; hierbij kan in Nederland gedacht worden aan aandelen op naam en vastgoed, maar in het buitenland gelden ook voor andere goederen bijzondere leveringsvereisten die kostenverhogend werken;
- (iii) door de overdracht kan belasting verschuldigd worden, zoals overdrachtsbelasting bij onroerende goederen in Nederland of aandelen in onroerendezaak lichamen, maar ook voor andere goederen in het buitenland (bijv. *stamp duties* en *transfer duties* bij aandelenoverdracht);
- (iv) niet alleen zal het prospectus en de overige marketingdocumentatie van de beleggingsinstelling moeten worden aangepast; ook overeenkomsten met de bewaarder, de *custodian* en *subcustodians* zullen moeten worden aangepast; voor beleggingsinstellingen die wereldwijd in financiële instrumenten beleggen zullen wereldwijd effectenrekeningen op een andere naam moeten worden gesteld; bij vastgoedbeleggingsinstellingen die direct het vastgoed houden zullen ook vele overeenkomsten die in het kader van de exploitatie van het vastgoed zijn aangegaan op een andere naam moeten worden gezet, waarbij men vaak afhankelijk zal zijn van de medewerking van de wederpartijen.

⁴ Zie art. 2:7 BW.

⁵ Kamerstuk 33.236, nr. 8, p. 7 en 8.



Afweging risico's - lasten

Indien de risico's worden afgewogen tegen de hiervoor vermelde lasten, in de zin van kosten en operationele lasten, concluderen wij dat moet worden afgezien van de introductie van de eis dat een afzonderlijke entiteit de juridische eigendom moet houden voor beleggingsmaatschappijen en subfondsen van beleggingsinstellingen (zowel beleggingsfondsen als beleggingsmaatschappijen).

Hiervoor pleit ook dat andere landen een dergelijke eis niet kennen en volstaan met de wettelijke regeling van een afgescheiden vermogen. Onder deze andere landen zijn ook twee belangrijke vestigingslanden voor beleggingsinstellingen, Luxemburg en Ierland. Zij kennen al veel langer dan Nederland de wettelijke regeling van een afgescheiden vermogen en hebben geen aanleiding gezien andere waarborgen te introduceren. Door te eisen dat een afzonderlijke entiteit juridisch eigenaar wordt van de beleggingen, zou Nederland binnen Europa (en ook buiten Europa) uit de pas gaan lopen, hetgeen naar onze mening niet gewenst is.

Het ministerie van Financiën wil met dit voorstel bescherming van de Nederlandse belegger verbeteren. DUFAS steunt dat doel. Maar deze maatregel is niet effectief. Meer dan 90%⁶ van het aantal in Nederland aangeboden fondsen en ongeveer de helft⁷ van het door Nederlandse huishoudens in fondsen belegd vermogen staat namelijk niet onder Nederlands toezicht en hoeven dus niet aan deze eisen te voldoen. De vermogensscheidingsregeling zal niet gelden voor buitenlandse UCITS en AIFs, omdat die op grond van de Europese richtlijnen UCITS en AIFMD een Europees paspoort hebben. De voorgestelde vermogensscheidingsregeling zou dus slechts gelden voor minder dan 10% van de fondsen waarin Nederlandse beleggers kunnen beleggen. Dat geeft Nederlandse beleggers schijnzekerheid.

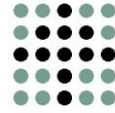
Een effectief alternatief zou zijn om de relatieve beperkingen van de crediteuren-rangregeling in het fondsprospectus aan te geven zoals dit ook voor Luxemburgse en Ierse beleggingsvehikels gebeurt.

Wij zijn gaarne tot nadere toelichting bereid. Daarvoor kunt u contact opnemen met

mr. R.E. (Ron) Batten
senior policy advisor
☎ 070 333 8778
✉ rb@dufas.nl

⁶ Per mei 2012 werden volgens gegevens van de AFM 642 Nederlandse beleggingsinstellingen en subfondsen (waarvan 29 UCITS en een aantal closed end vastgoedfondsen) in Nederland aangeboden. Daar tegenover staan 709 buitenlandse UCITS met in totaal 6.054 subfondsen in Nederland, die worden aangeboden door 34 buitenlandse beheerders.

⁷ Tabel [6.1.1.](#) en [6.6.2](#) van de statistieken van De Nederlandsche Bank.



ref. 12_233