

Vereniging ter behartiging van de gezamenlijke belangen  
van beursgenoteerde fiscale vastgoedbeleggingsinstellingen

p/a NSI N.V., de secretaris van de Vereniging, Postbus 3044, 2130 KA Hoofddorp,  
email: [daniel.van.dongen@nsi.nl](mailto:daniel.van.dongen@nsi.nl), tel. 020 7630300

Aan: het Ministerie van Financiën

**Betreft: Wijzigingswet financiële markten 2014 – consultatie**

Corio N.V., Eurocommercial Properties N.V., NSI N.V., Unibail-Rodamco S.E., VastNed Retail N.V en Wereldhave N.V., verenigd in de Vereniging ter behartiging van de gezamenlijke belangen van beursgenoteerde fiscale vastgoedbeleggingsinstellingen, reageren hierdoor op de consultatieversie van het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2014. Deze reactie is beperkt tot de aanpassing van de regels voor vermogensscheiding van beleggingsinstellingen.

***Algemene inleiding:***

De leden van de Vereniging zijn genoteerd aan de NYSE Euronext Amsterdam en hebben omvangrijke internationale vastgoedportefeuilles met een totale waarde van meer dan 40 miljard euro. De beursgenoteerde aandelen worden op doorlopende wijze bij veiling verhandeld en zijn opgenomen in de hoofdindexen van NYSE Euronext Amsterdam (respectievelijk, de AEX-index en de MidCap-index).

De leden zijn als uitgevende instellingen toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt en zijn daarom onderworpen aan strikte regels en toezicht waardoor de belangen van de aandeelhouders worden gewaarborgd. De leden zijn bijvoorbeeld onderworpen aan de Transparantierichtlijn, de Nederlandse Corporate Governance Code en regels van NYSE Euronext Amsterdam en dienen hun cijfers te rapporteren in overeenstemming met IFRS-normen.

De leden hebben diverse dochtermaatschappijen in verschillende landen en werkwijze de manier waarop Fbi's zijn opgezet komt overeen met die van (beursgenoteerde) multinationale ondernemingen. De leden hebben een langetermijnvisie en richten zich op huurinkomsten en het verhogen van de waarde van hun onroerend goed.

Het is op o.a. bovenstaande redenen dat de leden meerdere malen hebben bepleit bij het Ministerie, AFM en ESMA dat zij niet onder de werking van de AIFMD richtlijn vallen.

Ongeacht het voorgaande standpunt, willen wij graag van deze gelegenheid gebruik maken om onze reactie te geven op de thans voorliggende consultatieversie van het wetsvoorstel.

**1 Vermogensscheiding - algemeen**

**1.1 De eisen die gesteld worden aan vermogensscheiding zijn erop gericht de rechten van beleggers<sup>1</sup> in een beleggingsinstelling te beschermen. Voorkomen**

---

<sup>1</sup> Met beleggers wordt gerefereerd aan "deelnemers" als bedoeld in art. 1:1 Wft.

p/a NSI N.V., de secretaris van de Vereniging, Postbus 3044, 2130 KA Hoofddorp,  
email: [daniel.van.dongen@nsi.nl](mailto:daniel.van.dongen@nsi.nl), tel.: 020 7630300

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.

- 1.2** Bij beleggingsfondsen<sup>2</sup> naar Nederlands recht (waarbij de beleggingen geen eigendom zijn van de beleggingsinstelling) bestaat er een bijzonder risico omdat het vermogen in beginsel<sup>3</sup> 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.

## **2 Vermogensscheiding in de Wft**

- 2.1** De waarborgen voor beleggers in beleggingsfondsen bestaan na het van kracht worden van wetsvoorstel 33 235 tot implementatie van de AIFM richtlijn uit:

- (a) de rangregeling; en
- (b) 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.

- 2.2** 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.

## **3 Vermogensscheiding en beleggingsmaatschappijen**

- 3.1** 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

---

<sup>2</sup> Daaronder mede begrepen beleggingsfondsen voor collectieve belegging in effecten.

<sup>3</sup> Ten aanzien van de C.V. bestaat rechtspraak waarin is aangenomen dat zaakscrediteuren voorgaan boven privécrediteuren.

p/a NSI N.V., de secretaris van de Vereniging, Postbus 3044, 2130 KA Hoofddorp,  
email: [daniel.van.dongen@nsi.nl](mailto:daniel.van.dongen@nsi.nl), tel.: 020 7630300

naar Nederlands recht voor de eis dat beleggingen worden gehouden door een afzonderlijke entiteit.

- 3.2** De eisen die worden gesteld aan vermogensscheiding dienen in de juiste verhouding te staan tot (i) de risico's die men beoogt te voorkomen en (ii) de lasten die hierdoor gecreëerd worden, welke lasten uiteindelijk – veelal indirect - door de beleggers betaald zullen worden.
- 3.3** Zoals hiervoor vermeld heeft een beleggingsmaatschappij al een afgescheiden vermogen. Daarnaast bevat het rechtspersonenrecht waarborgen ter bescherming van beleggers. Naast de kapitaalbescherming bij N.V.'s en B.V.'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.<sup>4</sup>
- 3.4** 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:<sup>5</sup>
- (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 die in vastgoed investeren 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 gedacht worden aan aandelen op naam en vastgoed;

---

<sup>4</sup> Zie art. 2:7 BW.

<sup>5</sup> Wijzigingswet financiële markten 2013, 33 236, Tweede nota van wijziging, nr. 8, p. 7 en 8.

p/a NSI N.V., de secretaris van de Vereniging, Postbus 3044, 2130 KA Hoofddorp,  
email: [daniel.van.dongen@nsi.nl](mailto:daniel.van.dongen@nsi.nl), tel.: 020 7630300

- (iii) door de overdracht kunnen aanzienlijke belastingen verschuldigd worden, zoals overdrachtsbelasting bij onroerende goederen of aandelen in onroerendezaak lichamen en *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 zullen moeten worden aangepast; 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.
- (v) Ook zal de bedrijfsvoering van de leden totaal wijzigen als gevolg van het wetsvoorstel. De leden zijn actief in diverse landen buiten Nederland en zij zijn deels gefinancierd met vreemd vermogen ("leveraged") middels o.a. financieringsovereenkomsten met diverse buitenlandse banken en/of verzekeraars en sommige leden hebben verhandelbaar schuld papier uitstaan op internationale markten; aldus bestaan er vorderingsrechten op basis van buitenlands recht. Het onderbrengen van de eigendom van de belegging in een separate entiteit zal enorme implicaties hebben op de zekerheidsstructuur en dientengevolge op de mogelijkheid voor de leden überhaupt nog financieringen te verkrijgen. Het wetsvoorstel vormt een ongewenste belemmering voor de bedrijfsvoering en zal een volledige herziening van de financieringscondities noodzakelijk maken. Het is de vraag of in dit geval de thans door de leden afgesloten financieringen (leningen, uitgegeven obligaties) niet opeisbaar worden, met alle gevolgen van dien. De leden maken zich dan ook grote zorgen.
- (vi) Bovendien kleven er mogelijk ook fiscale risico's aan het wetsvoorstel. De voorgestelde regeling verhoogt het risico dat een (buitenlandse) belastingdienst de zogenoemde 'beneficial ownership' met betrekking tot de assets (aandelenbelangen en/of vorderingen) ter discussie stelt. Dit kan een fiscaal nadeel met betrekking tot (buitenlandse) bronbelasting tot gevolg hebben, zelfs als dat gelet op de bedrijfsvoering van de leden volstrekt onredelijk zou zijn.

#### **4 Afweging risico's - lasten**

- 4.1** Indien de risico's worden afgewogen tegen de hiervoor vermelde lasten, in de zin van kosten en operationele lasten, dient dit door te slaan naar het afzien 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)).



p/a NSI N.V., de secretaris van de Vereniging, Postbus 3044, 2130 KA Hoofddorp,  
email: [daniel.van.dongen@nsi.nl](mailto:daniel.van.dongen@nsi.nl), tel.: 020 7630300

- 4.2** Hiervoor pleit ook dat andere landen een dergelijke eis niet kennen. 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. Door deze eis wordt het level playing field met onze concurrenten in Europa en daarbuiten verstoord.

---

Wij hopen dat u onze reactie in aanmerking neemt bij de verdere opvolging van het wetsvoorstel.

Vanzelfsprekend zijn wij bereid ons standpunt zowel mondeling als schriftelijk toe te lichten.

Namens de Vereniging,

Hoofddorp/Amsterdam, 17 oktober 2012

  
Evert Jan van Garderen, voorzitter.