

# Verdere harmonisatie van Europese regelgeving voor beleggingsinstellingen

*Mr. J. H. A. Verweij, LL.M. \**

## Inleiding

Op 7 december 2009 is de Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (hierna: UCITS IV) in werking getreden.<sup>1</sup> UCITS IV voorziet in verdere Europese harmonisatie van de regelgeving voor instellingen voor collectieve belegging in effecten (hierna: ICBE's). De implementatie van UCITS IV moet per 1 juli 2011 voltooid zijn. Deze bijdrage bespreekt de ontwikkelingen in de Europese fondsensector die aanleiding zijn geweest voor UCITS IV, alsmede de veranderingen in de Europese regelgeving voor beleggingsinstellingen die de implementatie van UCITS IV met zich zal brengen.

## Herkomst en belangrijkste kenmerken van ICBE's

ICBE's werden geïntroduceerd in de Richtlijn 85/611/EEG (hierna: de ICBE-Richtlijn).<sup>2</sup> Een ICBE is een beleggingsinstelling met als uitsluitend doel het voor collectieve rekening beleggen van kapitaal dat is aangetrokken van het publiek, in effecten en/of andere liquide activa<sup>3</sup> met inachtneming van het beginsel van risicospreiding. Een ICBE dient derhalve een voldoende liquide en gevarieerde beleggingsportefeuille aan te houden. Zowel beleggingsinstellingen met rechtspersoonlijkheid (beleggingsmaatschappijen) als zonder rechtspersoonlijkheid (beleggingsfondsen) komen in aanmerking voor het ICBE-regime. Voorwaarde is wel dat deze beleggingsinstellingen *open-end* zijn, dat wil zeggen dat deelnemingsrechten op verzoek van deelnemers direct of indirect ten laste van de activa van de beleggingsinstelling worden ingekocht of terugbetaald. Een ICBE die zelf rechtspersoonlijkheid ontbeert, kent een aparte beheermaatschappij (hierna: een beheermaatschappij). De activa van een ICBE moeten, ongeacht haar rechtsvorm, in bewaring worden gegeven bij een bewaarder die onaf-

hankelijk is van de ICBE en (indien aanwezig) haar beheermaatschappij.

Met de introductie van de ICBE en het coördineren van het toezicht op beleggingsinstellingen werd niet alleen een meer uniforme en effectieve bescherming van beleggers beoogd, maar ook een vereenvoudiging van de wijze waarop beleggingsinstellingen binnen de Europese Unie worden verhandeld, met als uiteindelijk doel een bijdrage te leveren aan de totstandkoming van één Europese kapitaalmarkt. Wellicht het belangrijkste instrument dat de ICBE-Richtlijn in dit kader introduceerde is het 'Europees paspoort' van ICBE's. Een ICBE kan namelijk nadat zij is toegelaten in haar lidstaat van herkomst (dat wil zeggen de lidstaat van de Europese Unie of de staat binnen de Europese Economische Ruimte waar haar statutaire zetel zich bevindt of, indien de ICBE rechtspersoonlijkheid ontbeert, waar de statutaire zetel van haar beheermaatschappij zich bevindt), in elke andere lidstaat haar deelnemingsrechten aan het publiek aanbieden zonder daar ook toegelaten te zijn. Het enige wat een ICBE moet doen, is de toezichthouder in de andere lidstaat vooraf in kennis stellen van haar voornemen om aldaar aan het publiek deelnemingsrechten aan te bieden. Nadat twee maanden na deze notificatie zijn verstreken, kan een ICBE overgaan tot het aanbieden van deelnemingsrechten in de andere lidstaat, tenzij de toezichthouder aldaar vóór het verstrijken van deze termijn in een met redenen omkleed besluit bezwaar aantekent. De regeling voor ICBE's is in Nederland neergelegd in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft). Artikel 2:65 en 2:67 tot en met 2:69 Wft geven de toelatingseisen voor ICBE's met Nederland als lidstaat van herkomst. Artikel 2:70 tot en met 2:72 Wft beschrijven de notificatieprocedures voor het in Nederland aanbieden van deelnemingsrechten door ICBE's met een lidstaat van herkomst buiten Nederland.

Na toelating blijft een ICBE in de lidstaat van herkomst onderworpen aan het doorlopend gedrags- en prudentieel toezicht (dat wil zeggen het toezicht op de liquiditeit en solvabiliteit), ongeacht of de ICBE haar deelnemingsrechten voornamelijk in de lidstaat van herkomst of elders aanbiedt. Een ICBE die in een andere lidstaat dan haar lidstaat van herkomst deelnemingsrechten aanbiedt, is in deze andere lidstaat alleen onderworpen aan de aldaar geldende reclamevoorschriften, alsmede wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen die

\* Mr. J.H.A. Verweij, LL.M. is als advocaat werkzaam bij Allen & Overy.

1. PbEG 2009, L 302, p. 32-96 (17 november 2009).
2. Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), zoals laatstelijk gewijzigd bij de Richtlijn 2008/18/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 maart 2008.
3. Zie verder Richtlijn 2007/16/EG van de Europese Commissie van 19 maart 2007 ter uitvoering van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) wat de verduidelijking van bepaalde definities betreft.

betrekking hebben op onderwerpen die buiten de reikwijdte van de ICBE-Richtlijn vallen (vergelijk art. 4:62 Wft).

### Ontwikkeling en effect van de ICBE-Richtlijn

De ICBE-Richtlijn is in de afgelopen jaren meerdere keren gewijzigd. De belangrijkste wijzigingen dateren uit 2002 en komen voort uit de richtlijnen UCITS II en UCITS III. UCITS II (de 'managementrichtlijn')<sup>4</sup> introduceerde een paspoort voor beheermaatschappijen, dat hen in staat stelt op basis van één vergunning hun diensten aan te bieden in een andere lidstaat dan waar zij zijn gevestigd. Beheermaatschappijen werd echter niet toegestaan buiten de lidstaat van herkomst ICBE's op te richten en/of te beheren. UCITS II breidde verder de voor beheermaatschappijen toegestane werkzaamheden uit en introduceerde het vereenvoudigd prospectus voor ICBE's. UCITS III (de 'productrichtlijn')<sup>5</sup> verruimde de beleggingsmogelijkheden voor ICBE's, onder meer door ICBE's toe te staan ook voor andere doeleinden dan *hedging* te beleggen in bepaalde financiële derivaten. Deze aanpassing maakte het voor beleggingsinstellingen met alternatieve beleggingsstrategieën (zoals *index-tracking* en *hedging*) mogelijk om in aanmerking te komen voor een Europees paspoort onder de ICBE-Richtlijn.

De ICBE-Richtlijn heeft een cruciale rol gespeeld in de ontwikkeling van de Europese fondsensector en is een belangrijke eerste stap gebleken op weg naar een geïntegreerde en concurrerende Europese markt voor beleggingsfondsen. ICBE's genieten vandaag de dag een brede markterkenning, niet alleen binnen, maar ook buiten Europa, en gelden als een liquide instrument met een gedegen productstructuur dat een effectief toezicht en risicobeheersing garandeert.<sup>6</sup> De belangstelling buiten Europa is voornamelijk afkomstig van beheerders van Amerikaanse hedgefondsen die gebruikmaken van de verruimde beleggingsmogelijkheden van ICBE's en UCITS III-type ICBE's gebruiken als *hedgfund-lite* vehikels (ook wel *Newcits* genoemd).<sup>7</sup> Met deze fondsen wordt ingespeeld op de grotere behoefte van (tevens professionele) beleggers aan bescherming, toezicht en transparantie. De aangekondigde Europese regelgeving voor beheerders van niet-ICBE's (ofwel alternatieve beleggingsinstellingen),<sup>8</sup> die op een aantal punten stringen-

ter zal zijn dan de ICBE-Richtlijn, zal de interesse voor ICBE's van beheerders van hedgefondsen alleen maar verder doen toenemen.

### Inefficiënties in de ICBE-Richtlijn

In 2005 verscheen het 'Groenboek over de verbetering van het EU-kader voor beleggingsfondsen', waarin het effect werd beoordeeld van de vigerende Europese regelgeving op de ontwikkeling en het gebruik van de ICBE.<sup>9</sup> Het Groenboek constateerde een aantal inefficiënties dat het optimaal, op een pan-Europees niveau benutten van het volledige potentieel van de Europese fondsensector in de weg staat. Deze inefficiënties zijn:

1. De ICBE-Richtlijn vereist dat alle aan de ICBE gerelateerde activiteiten in dezelfde lidstaat plaatsvinden: het Europees paspoort geldt alleen voor de ICBE zelf; het huidige paspoort voor beheermaatschappijen is te beperkt.
2. De ICBE-Richtlijn bevat geen mechanismen die de fusie van ICBE's of het poolen van activa mogelijk maken, met als gevolg dat de Europese markt bestaat uit kleine en vrij dure ICBE's, wat de concurrentiepositie van ICBE's ten opzichte van (offshore) niet-ICBE-fondsen verslechtert.
3. Het vereenvoudigd prospectus blijkt beleggers en hun adviseurs niet te helpen om deugdelijke beleggingsbeslissingen te nemen.
4. De notificatieprocedure voor het grensoverschrijdende aanbieden van ICBE's is tijdrovend, duur en wordt gekenmerkt door een te grote bemoeienis van de toezichthouder.

De Europese Commissie constateerde dat deze inefficiënties alleen konden worden verholpen door een aanpassing en aanvulling van de Europese regelgeving voor ICBE's. Eind 2006 verscheen het 'Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen', waarin de Europese Commissie haar voorstel uiteenzette voor de aanpassing van de ICBE-Richtlijn teneinde de in het Groenboek geconstateerde inefficiënties het hoofd te bieden.<sup>10</sup> Het Witboek resulteerde in een voorstel voor UCITS IV, dat op 16 juli 2008 werd gepubliceerd. Het (gewijzigde) voorstel voor UCITS IV werd uiteindelijk op 13 juli 2009 door het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie gezamenlijk vastgesteld en op 17 november 2009 gepubliceerd. Ter wille van de duidelijkheid resulteerde UCITS IV in een herschikking van de ICBE-Richtlijn.

### Herschikking van de ICBE-Richtlijn: UCITS IV

UCITS IV geeft een aantal geheel nieuwe voorschriften voor ICBE's. Deze bijdrage bespreekt (1) het nieuwe paspoort voor beheermaatschappijen, (2) de regeling voor fusies tussen

4. Richtlijn 2001/107/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) met het oog op de reglementering van beheermaatschappijen en vereenvoudigde prospectussen.

5. Richtlijn 2001/108/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 januari 2002 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) betreffende de beleggingen van icbe's.

6. Toelichting bij het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), 16 juli 2008 COM(2008)458 def., 2008/0153 (COD).

7. 'Questions linger over Ucits hedge offerings' en 'Hedge funds assets rise again', The Financial Times 24 januari 2010 en 28 februari 2010.

8. Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheermaatschappijen van alternatieve beleggingsfondsen, SEC(2009)577.

9. Groenboek over de verbetering van het EU-kader voor beleggingsfondsen van de Commissie van de Europese Gemeenschappen, 12 juli 2005, COM(2005)314 def.

10. Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen van de Commissie van de Europese Gemeenschappen, 15 november 2006, COM(2006)686 def.

ICBE's en 'master-feeder'-structuren van ICBE's, (3) de introductie van essentiële beleggersinformatie en (4) de vereenvoudigde notificatieprocedure.<sup>11</sup>

### *Het nieuwe paspoort voor beheermaatschappijen*

UCITS IV introduceert een paspoort dat een beheermaatschappij toestaat op basis van één vergunning de onder deze vergunning vallende werkzaamheden, inclusief het oprichten en beheren van ICBE's, uit te oefenen in een andere lidstaat dan haar lidstaat van herkomst (art. 16 e.v. UCITS IV). Daarmee voorziet UCITS IV in een belangrijke uitbreiding van de grensoverschrijdende bevoegdheden van beheermaatschappijen ten opzichte van het paspoort onder UCITS II.

Het UCITS IV-paspoort voor beheermaatschappijen was in eerste instantie niet opgenomen in het voorstel voor UCITS IV omdat volgens de Europese Commissie 'bij het verrichten van de effectbeoordeling is gebleken dat het uitvoering geven aan het paspoort (...) op een aantal moeilijkheden stuit'.<sup>12</sup> Na advies te hebben ingewonnen bij het Comité van Europese effectenregelgevers (hierna: CESR) kwam het paspoort weer terug in een gewijzigd voorstel voor UCITS IV. Het is opmerkelijk dat in eerste instantie getwijfeld werd aan de invoering van dit paspoort, aangezien dit mijns inziens nu juist het aangewezen instrument is om een aantal geconstateerde inefficiënties het hoofd te bieden. Zo zal het UCITS IV-paspoort een beheermaatschappij in staat stellen schaalvoordelen te benutten en het beheer van ICBE('s) kostenefficiënter te maken. Lagere beheerkosten zullen resulteren in hogere netto-beleggingsopbrengsten, wat ICBE's aantrekkelijker zal maken voor beleggers. Dit alles zou de concurrentiepositie van ICBE's ten opzichte van niet-ICBE's aanzienlijk kunnen verbeteren. Daarnaast is invoering van een dergelijk paspoort in lijn met andere Europese regelingen voor grensoverschrijdende financiële dienstverlening. Zo stelt Richtlijn 2004/39/EG (hierna: MIFID) vermogensbeheerders in staat in andere lidstaten dan de lidstaat van vestiging individueel vermogensbeheer aan te bieden en staat Richtlijn 2003/41/EG (IORP-Richtlijn) beheermaatschappijen toe grensoverschrijdend instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening te beheren. Bovendien is er binnen de Europese Unie feitelijk al sprake van grensoverschrijdend beheer van ICBE's, aangezien beheermaatschappijen beheerstaken vaak uitbesteden aan dienstverleners in andere lidstaten.<sup>13</sup>

Een beheermaatschappij kan haar werkzaamheden in een andere lidstaat uitoefenen door middel van het aldaar vestigen

van een bijkantoor of door middel van het grensoverschrijdend vrij verrichten van diensten. Een beheermaatschappij blijft, ongeacht de aard van haar grensoverschrijdende activiteiten, onder toezicht staan in haar lidstaat van herkomst (*home country control*) en dient de aldaar geldende organisatorische voorschriften en gedragsregels in acht te nemen. Dit geldt ook indien een beheermaatschappij werkzaamheden in een andere lidstaat verricht zonder aldaar een bijkantoor te vestigen (art. 18 lid 3 jo. art. 19 lid 1 UCITS IV). Indien een beheermaatschappij in een andere lidstaat een bijkantoor vestigt, blijft zij weliswaar onderworpen aan het toezicht en de organisatorische voorschriften in haar lidstaat van herkomst, maar dient zij de gedragsregels in acht te nemen die gelden in de lidstaat waar dit bijkantoor is gevestigd (art. 17 lid 4 UCITS IV). Deze verdeling van bevoegdheden tussen verschillende toezichthouders komt deels overeen met de wijze waarop MIFID voorziet in het toezicht op grensoverschrijdende activiteiten van beleggingsondernemingen. Echter, een beleggingsonderneming die door middel van een bijkantoor in een andere lidstaat dan de lidstaat van vestiging beleggingsdiensten verricht, is anders dan een beheermaatschappij niet onderworpen aan alle gedragsregels die gelden in de lidstaat van ontvangst, maar slechts aan de aldaar geldende gedragsregels die zien op bepaalde *front office*-activiteiten die de beleggingsonderneming door middel van het bijkantoor in de lidstaat van ontvangst verricht (vergelijk art. 4:1 lid 2 Wft).

Een beheermaatschappij die op grensoverschrijdende basis een ICBE beheert, dient naast de toepasselijke organisatorische voorschriften en gedragsregels (zoals hiervoor besproken) en het fondsreglement of de statuten van de ICBE, ook de regels voor de samenstelling en werking van de ICBE in acht te nemen die gelden in de lidstaat van herkomst van de ICBE. De ICBE blijft nu eenmaal onder toezicht staan van de toezichthouder in haar lidstaat van herkomst, dat wil zeggen de lidstaat waar de ICBE is toegelaten (art. 19 lid 5 UCITS IV). Dit heeft als gevolg dat twee toezichthouders zich zullen bezighouden met een ICBE die wordt beheerd door een beheermaatschappij uit een andere lidstaat dan de lidstaat van herkomst van de ICBE:

1. de toezichthouder in de lidstaat van herkomst van de ICBE die toeziet op de naleving van de regels voor de samenstelling en werking van de ICBE, en indien het beheer wordt verricht via een bijkantoor gevestigd in de lidstaat van herkomst van de ICBE, de aldaar geldende gedragsregels voor beheermaatschappijen; en
2. de toezichthouder in de lidstaat van herkomst van de beheermaatschappij die toeziet op de naleving van de aldaar geldende organisatorische voorschriften en gedragsregels voor beheermaatschappijen.

CESR had als overgangsmaatregel voorgesteld beheermaatschappijen die op grensoverschrijdende basis ICBE's beheren, tevens te onderwerpen aan de organisatorische voorschriften voor beheermaatschappijen die gelden in de lidstaat van herkomst van de ICBE. CESR beoogde daarmee een *level playing*

11. C.M. Grundmann-van de Krol, Voorstel voor een nieuwe richtlijn voor icbe's, Ondernemingsrechts 2008, p. 150 e.v., en C.M. Grundmann-van de Krol, Ontwikkelingen ten aanzien van beleggingsinstellingen, Ondernemingsrecht 2009, p. 89 e.v.

12. Toelichting bij het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), 16 juli 2008, COM(2008)458 def., 2008/0153 (COD).

13. Consultation Paper on UCITS Management Company Passport, 31 oktober 2009, CESR/08-748.

*field* te creëren voor ICBE's uit één en dezelfde lidstaat. Aangezien de organisatorische voorschriften voor beheermaatschappijen nog altijd per lidstaat verschillen, en teneinde toezichtarbitrage te voorkomen, had deze overgangsmaatregel van CESR mijns inziens geen kwaad gekund. Nu UCITS IV het advies van CESR op dit punt niet overneemt, staat UCITS IV toe dat beheermaatschappijen die in dezelfde lidstaat werkzaam zijn en daar ICBE's beheren, in organisatorisch opzicht van elkaar verschillen, wat een uniforme regelgeving voor ICBE's en beheermaatschappijen frustreert. De toezichthouder in de lidstaat van herkomst van een ICBE kan hier weinig aan doen, aangezien deze een verzoek van een beheermaatschappij uit een andere lidstaat tot het beheren van een lokale ICBE niet kan weigeren vanwege de interne organisatie van de beheermaatschappij. CESR heeft de Europese Commissie echter recent geadviseerd beheermaatschappijen te onderwerpen aan de organisatorische voorschriften van MIFID die gelden voor beleggingsondernemingen. Het toepassen van MIFID zou de organisatorische voorschriften voor beheermaatschappijen binnen de Europese Unie harmoniseren en de bestaande verschillen tussen lidstaten opheffen.<sup>14</sup> Of beheermaatschappijen inderdaad aan MIFID zullen worden onderworpen, is op dit moment nog onzeker.

### *Fusies en 'master-feeder'-structuren*

De Europese Commissie constateerde in haar Witboek dat de markt gekenmerkt wordt door ICBE's van suboptimale omvang. Dit heeft tot gevolg dat belangrijke schaalvoordelen onbenut blijven en dat de eindbelegger onnodig hoge kosten moet betalen. Uit onderzoek is gebleken dat de kosten van ICBE's jaarlijks met naar schatting EUR 5 à 6 miljard zouden kunnen worden gereduceerd.<sup>15</sup> UCITS IV introduceert daarom twee regelingen die ICBE's beter in staat moeten stellen schaalvoordelen te benutten: (1) een regeling voor fusies tussen ICBE's en (2) een regeling voor 'master-feeder'-ICBE-structuren.

### *Fusies van ICBE's*

De fusieregeling van UCITS IV staat één of meer ICBE's (of beleggingscompartimenten daarvan), ongeacht de rechtsvorm, toe te fuseren met een andere ICBE of ander beleggingscompartiment (art. 37 e.v. UCITS IV). Een dergelijke fusie dient plaats te vinden overeenkomstig een van de volgende fusietechnieken: één of meer – respectievelijk twee of meer – ICBE's (hierna: een fuserende ICBE) dragen als gevolg en op het tijdstip van ontbinding zonder liquidatie al hun activa en passiva over aan:

- één andere bestaande ICBE dan wel door hen op te richten nieuwe ICBE (hierna: de ontvangende ICBE) tegen uitgifte van deelnemingsrechten in de ontvangende ICBE,

eventueel met een bijbetaling in geld die niet meer mag bedragen dan 10% van de intrinsieke waarde van de uitgegeven deelnemingsrechten; of

- één andere bestaande ICBE, waarna de uitstaande schulden aan de fuserende ICBE('s) op een later tijdstip worden gekweten.

Zowel ICBE's uit dezelfde lidstaat als ICBE's uit verschillende lidstaten kunnen op een dergelijke wijze fuseren.

Een fusie tussen ICBE's moet vooraf door de toezichthouder van de fuserende ICBE('s) worden goedgekeurd om te waarborgen dat de belangen van de deelnemers die effectief van ICBE veranderen, naar behoren worden beschermd. Indien bij de fusie meerdere fuserende ICBE's zijn betrokken die in verschillende lidstaten zijn gevestigd, moeten de verschillende toezichthouders in nauw overleg met elkaar de fusie goedkeuren.<sup>16</sup> Een voorgenomen fusie zal alleen worden goedgekeurd indien (1) de fusie voldoet aan de voorwaarden van artikel 39 tot en met 42 UCITS IV, (2) de ontvangende ICBE haar deelnemingsrechten in de lidstaat van herkomst van elke fuserende ICBE mag aanbieden, en (3) de toezichthouders van zowel de fuserende ICBE als de ontvangende ICBE de aan de deelnemers te verstrekken informatie over de fusie toereikend hebben bevonden. Hoe het overleg tussen verschillende toezichthouders zal plaatsvinden, wordt niet geregeld in UCITS IV. Een toezichthouder dient in elk geval binnen twintig werkdagen na indiening van volledige informatie aan een fuserende ICBE te laten weten of al dan niet goedkeuring is verleend.

Om de vereiste goedkeuring te verkrijgen dient elke fuserende ICBE een dossier met een aantal documenten aan haar toezichthouder te overleggen (onder andere een gezamenlijk fusievoorstel). Zodra het dossier volgens de toezichthouder(s) van de fuserende ICBE('s) volledig is, wordt een afschrift daarvan aan de toezichthouder van de ontvangende ICBE verstuurd, zodat deze kan nagaan of de informatie die aan de deelnemers in de ontvangende ICBE zal worden verstrekt, toereikend is. UCITS IV geeft slechts enkele voorschriften voor de inhoud van de informatie die aan de deelnemers wordt verstrekt, en laat het verder aan de Europese Commissie over om deze voorschriften nader uit te werken. De Europese Commissie dient uiterlijk op 1 juli 2013 aan het Europees Parlement en de Raad van Europese Gemeenschappen verslag uit te brengen over de toepassing van UCITS IV. In de praktijk verwacht men dat dit voor deze datum zal gebeuren.<sup>17</sup> Deze uitvoeringsmaatregelen dienen een uniforme toepassing van de fusieregeling voor ICBE's te bewerkstelligen en zo veel mogelijk administratieve beletsels weg te nemen. De Europese Commissie heeft CESR inmiddels gevraagd haar op dit punt

14. CESR's technical advice to the European Commission on the level 2 measures related to the UCITS management company passport, 28 oktober 2009, CESR/09-963.

15. Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen van de Commissie van de Europese Gemeenschappen, 15 november 2006, COM(2006)686 def., p. 7.

16. Toelichting bij het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), 16 juli 2008, COM(2008)458 def., 2008/0153 (COD), p. 20.

17. Key Information Document (KID): CESR moves forward its project to improve investor disclosures for UCITS, <www.dufas.nl>.

te adviseren. CESR adviseert deelnemers van fuserende en ontvangende ICBE's op een beknopte en eenvoudige wijze te informeren over de reden voor en de voornaamste gevolgen van de voorgenomen fusie. De verstrekte informatie moet hen in staat stellen de fuserende ICBE en ontvangende ICBE met elkaar te vergelijken. CESR heeft voorts aangegeven dat de informatie die wordt verstrekt aan deelnemers, toegespitst moet zijn op hun specifieke behoeften.<sup>18</sup>

Nadat de goedkeuring van de toezichthouder(s) is verkregen, dienen de deelnemers in alle bij de fusie betrokken ICBE's op de hoogte te worden gesteld van de voorgenomen fusie. De deelnemers hebben vanaf dat moment voor een bepaalde periode het recht hun deelnemingsrechten zonder kosten (dat wil zeggen anders dan kosten die ter dekking van desinvesteringkosten in rekening worden gebracht) te laten inkopen of, zo mogelijk, te laten omzetten in deelnemingsrechten in een andere ICBE met een soortgelijk beleggingsbeleid die wordt beheerd door dezelfde beheermaatschappij of door een andere maatschappij waarmee de beheermaatschappij is verbonden (art. 45 UCITS IV). In beginsel hoeft een fusie tussen ICBE's niet te worden goedgekeurd door de deelnemers in de betrokken ICBE's. UCITS IV geeft lidstaten echter de mogelijkheid om een dergelijk vereiste op te nemen in de nationale wetgeving. Lidstaten moeten er dan wel voor zorgen dat voor een dergelijke goedkeuring niet meer nodig is dan 75% van de daadwerkelijk uitgebrachte stemmen (art. 44 UCITS IV).

Een fusie tussen ICBE's wordt van kracht op het moment zoals bepaald in de wetgeving van de betrokken lidstaat, en in geval van een grensoverschrijdende fusie, zoals bepaald in de wetgeving van de lidstaat van herkomst van de ontvangende ICBE (art. 47 UCITS IV). Indien van toepassing dienen de lidstaten erop toe te zien dat een fusie pas van kracht wordt nadat de goedkeuring van de deelnemers is verkregen. Uiteraard zullen lidstaten er ook op toe moeten zien dat een fusie pas van kracht wordt nadat goedkeuring van de toezichthouder(s) is verkregen. Op het moment van het van kracht worden van een fusie verkrijgt de ontvangende ICBE alle activa en passiva van de fuserende ICBE('s). Het is mogelijk dat de ontvangende ICBE door deze verkrijging niet langer voldoet aan één of meer beleggingsbeperkingen die een ICBE in acht moet nemen (art. 52 e.v. UCITS IV). Om te voorkomen dat dit een fusie tussen ICBE's tegenhoudt, bepaalt UCITS IV dat een ontvangende ICBE tijdelijk mag afwijken van de beleggingsbeperkingen voor ICBE's. Gelet op de huidige overgangperiode voor nieuw toegelaten ICBE's waar de fusieregeling van UCITS IV naar verwijst (art. 57 lid 1 UCITS IV), neem ik aan dat de overgangperiode voor een ontvangende ICBE eveneens ten hoogste zes maanden bedraagt na het van kracht worden van de fusie. Deze overgangperiode moet een ontvangende ICBE in staat stellen haar beleggingsportefeuille na een

fusie weer in overeenstemming te brengen met de beleggingsvoorschriften voor ICBE's (art. 39 lid 6 UCITS IV).

Juridische, administratieve en advieskosten in verband met de voorbereiding en de afronding van een fusie tussen ICBE's mogen niet in rekening worden gebracht bij de fuserende ICBE('s), de ontvangende ICBE of hun deelnemers, behalve in het geval waarin een ICBE geen beheermaatschappij heeft aangesteld (art. 46 UCITS IV). Ik maak hieruit op dat de kosten van een fusie tussen ICBE's in beginsel ten laste moeten komen van de beheermaatschappijen van de fuserende en ontvangende ICBE's en wel (bij gebrek aan een regeling op dit punt) voor gelijke delen. Alleen indien een beheermaatschappij ontbreekt, komen de kosten van een fusie van ICBE's blijkbaar ten laste van de ICBE's zelf en daarmee indirect ten laste van hun deelnemers. Afgevraagd kan worden of dit onderscheid wel billijk is tegenover deelnemers in een ICBE zonder aparte beheermaatschappij.

### *'Master-feeder'-ICBE-structuren*

UCITS IV staat toe dat een ICBE een aanzienlijk gedeelte (ten minste 85%) van haar activa belegt in een andere ICBE of een beleggingscompartiment daarvan (art. 58 e.v. UCITS IV), en geeft daarmee een vrijstelling van een van de beperkingen die een ICBE normaal gesproken in acht moet nemen (zie art. 55 UCITS IV). Een ICBE waaraan wordt toegestaan ten minste 85% van haar activa te beleggen in een andere ICBE of een beleggingscompartiment daarvan, wordt aangemerkt als de feeder-ICBE; de ICBE of het beleggingscompartiment waarin wordt belegd, wordt aangemerkt als de master-ICBE.

De belegging door een ICBE van ten minste 85% van haar activa in de deelnemingsrechten van een master-ICBE dient vooraf te worden goedgekeurd door de toezichthouder van de feeder-ICBE. Om deze goedkeuring te verkrijgen dient een feeder-ICBE een aantal documenten aan haar toezichthouder te overleggen. Daartoe behoren enerzijds documenten die vergelijkbaar zijn met documenten die in het kader van een fusie tussen ICBE's moeten worden overlegd; anderzijds behoren hiertoe documenten waarin de onderlinge relatie tussen de feeder-ICBE en de master-ICBE wordt vastgelegd (art. 59 lid 3 UCITS IV). Een master-ICBE dient zelf een toegelaten ICBE te zijn, met ten minste één feeder-ICBE als deelnemer. Teneinde ondoorzichtige cascaderstructuren te vermijden mag een master-ICBE zelf geen feeder-ICBE zijn en mag een master-ICBE geen deelnemingsrechten houden in een feeder-ICBE (zie overweging 39 bij UCITS IV). Zowel 'master-feeder'-structuren met ICBE's uit dezelfde lidstaat als 'master-feeder'-structuren met ICBE's uit verschillende lidstaten zijn toegestaan.

De bedrijfsvoering en het (voort)bestaan van een feeder-ICBE en een master-ICBE worden zo veel mogelijk op elkaar afgestemd. Dit betekent onder meer dat inkoop en uitgifte van deelnemingsrechten, alsmede de berekening en publicatie van de intrinsieke waarde van deelnemingsrechten onderling wor-

18. CESR's technical advice to the European Commission on level 2 measures relating to mergers of UCITS, master-feeder UCITS structures and cross-border notifications, 22 december 2009, CESR/09-1186, p. 6-11.

den gecoördineerd, en dat de liquidatie, fusie of splitsing van een master-ICBE *in beginsel* de liquidatie van een feeder-ICBE betekent. Bovendien moeten een feeder-ICBE en een master-ICBE een overeenkomst met elkaar aangaan waarin wordt bepaald dat de master-ICBE aan de feeder-ICBE alle documenten en informatie verschaft die de feeder-ICBE nodig heeft om te voldoen aan de eisen van UCITS IV (art. 60 UCITS IV). Indien een feeder-ICBE en een master-ICBE verschillende bewaarders en/of accountants hebben, dienen deze bewaarders c.q. accountants eveneens een overeenkomst tot uitwisseling van informatie met elkaar aan te gaan, om ervoor te zorgen dat deze bewaarders c.q. accountants hun plichten kunnen vervullen (art. 61 en 62 UCITS IV).

Het toestaan van dergelijke 'master-feeder'-structuren stelt ICBE's in staat hun activa te poolen en daarmee schaalvoordelen te benutten.<sup>19</sup> Teneinde deze schaalvoordelen te waarborgen bewerkstelligt UCITS IV een grote mate van synergie tussen een feeder-ICBE en een master-ICBE en voorkomt UCITS IV dat kosten zowel op het niveau van de feeder-ICBE als op het niveau van de master-ICBE in rekening worden gebracht (art. 65 en 66 UCITS IV). Een 'master-feeder'-structuur brengt echter aanzienlijke administratieve verplichtingen met zich mee, die mijns inziens behaalde schaalvoordelen weer teniet kunnen doen. Bovendien geldt dat de precieze inhoud van de overeenkomsten die in het kader van een 'master-feeder'-structuur moeten worden aangegaan, het recht dat op dergelijke overeenkomsten van toepassing zal zijn, alsmede de wijze waarop deze overeenkomsten aan toezichthouders en deelnemers moeten worden verstrekt, nog niet vaststaat. Het is aan de Europese Commissie om uitvoeringsmaatregelen vast te stellen. CESR heeft de Europese Commissie inmiddels op dit punt geadviseerd.<sup>20</sup>

### *Essentiële beleggersinformatie*

UCITS II introduceerde voor ICBE's het vereenvoudigd prospectus met als doel beleggers en intermediairs basisinformatie te verschaffen over de mogelijke risico's, kosten en verwachte rendementen van de ICBE in kwestie. Het vereenvoudigd prospectus is echter duidelijk niet in deze opzet geslaagd. In de meeste gevallen bleek het document te lang en werd het niet begrepen door de lezers voor wie het was bestemd. Het vereenvoudigd prospectus is volgens de Europese Commissie het slachtoffer geworden van een uiteenlopende omzetting van de desbetreffende communautaire wetgevingstekst, waaraan soms nog overbodige nationale voorschriften zijn toegevoegd, wat heeft geleid tot 'een gigantische papiermolen' die van weinig nut is voor de beleggers, maar de fondsensector veel geld heeft

gekost.<sup>21</sup> UCITS IV laat het vereenvoudigd prospectus dan ook vervallen en stelt daarvoor in de plaats een kort document waarin aan (potentiële) beleggers op een beknopte en eenvoudige wijze informatie wordt verstrekt over de voornaamste kenmerken van een ICBE (het *Key Information Document*, hierna: KID) (art. 78 e.v. UCITS IV). Voor elke ICBE moet een KID worden opgesteld. De verplichting voor een ICBE en haar beheermaatschappij om een prospectus op te stellen en dit op verzoek van beleggers kosteloos te verstrekken, blijft onverkort gelden (zie art. 68 e.v. UCITS IV).

Het KID moet beknopt zijn en mag geen gebruik maken van technische bewoordingen. Het KID wordt opgesteld volgens een gemeenschappelijk model, wat beleggers in staat stelt ICBE's onderling eenvoudig te vergelijken. Het KID moet bovendien op een begrijpelijke wijze worden gepresenteerd. Dit alles moet de belegger in staat stellen de inhoud van het KID te begrijpen zonder dat naar andere documenten wordt verwezen. In alle lidstaten waar de deelnemingsrechten van een ICBE mogen worden aangeboden, wordt het KID zonder aanvullingen of wijzigingen, afgezien van vertaling, gebruikt en gepubliceerd. De Europese Commissie zal uitvoeringsmaatregelen vaststellen waarin de gedetailleerde en volledige inhoud van het KID wordt uitgewerkt.

De introductie van het KID is een mooie gelegenheid voor de Europese Commissie om een einde te maken aan de verschillen die op dit moment bestaan tussen het vereenvoudigd prospectus van ICBE's en de samenvatting van een prospectus dat overeenkomstig de Prospectusrichtlijn<sup>22</sup> is opgesteld.<sup>23</sup> Het wegnemen van dergelijke verschillen zou beleggers beter in staat stellen om ICBE's ook met andere financiële instrumenten (zoals closed-end beleggingsfondsen) te vergelijken. CESR heeft de Europese Commissie inmiddels op dit punt geadviseerd. Helaas geeft dit advies reden aan te nemen dat deze verschillen vooralsnog blijven bestaan.<sup>24</sup>

### *Vereenvoudiging van de notificatieprocedure*

Zoals hiervoor reeds werd opgemerkt, dient een ICBE (of haar beheermaatschappij) die in een andere lidstaat dan haar lidstaat van herkomst deelnemingsrechten wil aanbieden, eerst de toezichthouder in de andere lidstaat in kennis te stellen van haar voornemen. Vervolgens moet twee maanden worden gewacht voordat de deelnemingsrechten in de andere lidstaat mogen worden aangeboden. De huidige notificatieprocedure

19. Zie over de juridische en fiscale aspecten van asset pooling naar Nederlands recht: J.H.A. Verweij, Van de regen in de drup?, V&O 2006, p. 146-150.

20. CESR's technical advice to the European Commission on level 2 measures relating to mergers of UCITS, master-feeder UCITS structures and cross-border notifications, 22 december 2009, CESR/09-1186, p. 12-32.

21. Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen van de Commissie van de Europese Gemeenschappen, 15 november 2006, COM(2006)686 def., p. 20.

22. 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 handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG van de Raad.

23. P.C. de Jong, Op weg naar een geïntegreerde Europese markt voor instellingen voor collectieve belegging in effecten, Tve 2003, p. 3-15.

24. CESR's technical advice to the European Commission on the level 2 measures related to the format and content of Key Information Document disclosures for UCITS, 28 oktober 2009, CESR/09-949.

blijkt in de praktijk echter tijdrovend, duur, en kent een te grote bemoeienis van de toezichthouder. Daarmee vormt deze procedure een ernstige belemmering voor de grensoverschrijdende activiteiten van ICBE's.<sup>25</sup> UCITS IV beoogt deze belemmering weg te nemen met de introductie van een vereenvoudigde notificatieprocedure.

Het voornaamste verschil met de huidige notificatieprocedure is dat in de vereenvoudigde notificatieprocedure ICBE's niet langer zelf contact opnemen met de toezichthouder in de andere lidstaat, maar dat in plaats daarvan het contact en de uitwisseling van documenten plaatsvinden tussen de toezichthouders onderling. Een ICBE zelf kan volstaan met het toezenden van een kennisgeving aan de eigen toezichthouder. De toezichthouder verzamelt de relevante documenten en stuurt deze, vergezeld van een verklaring dat de ICBE voldoet aan de in UCITS IV gestelde eisen, binnen tien werkdagen na ontvangst van de kennisgeving aan de toezichthouder in de andere lidstaat. De toezichthouder in de lidstaat van herkomst van de ICBE stelt de ICBE onmiddellijk in kennis van deze doorzending. Meteen vanaf dat moment kan de ICBE beginnen met het aanbieden van deelnemingsrechten in de andere lidstaat. Dit is een aanzienlijke versnelling ten opzichte van de huidige notificatieprocedure, waar een ICBE nog een wachperiode van twee maanden in acht moet nemen.

### Evaluatie en vooruitblik

Na een turbulente periode voor de internationale fondsensector, waarin vele fondsen als gevolg van de wereldwijde kredietcrisis en dalende beurskoersen het moesten ontgelden en zelfs ten onder gingen, lijkt de publicatie van UCITS IV, althans voor Europese fondsen, een periode van wederopbouw in te luiden. Met het wegnemen van een aantal inefficiënties in de huidige regelgeving voor ICBE's beoogt UCITS IV het grensoverschrijdend karakter van de ICBE te bevorderen en bij te dragen aan een meer geïntegreerde en efficiënter werkende Europese fondsensector. Het wegnemen van deze inefficiënties, onder meer door het vereenvoudigen van de notificatieprocedure en het toestaan van grensoverschrijdend beheer, zal ICBE's en hun beheermaatschappijen bovendien beter in staat stellen schaalvoordelen te benutten. De combinatie van grensoverschrijdend karakter en (kosten)efficiëntie enerzijds en een geharmoniseerd toezicht anderzijds zal een ICBE een aantrekkelijker beleggingsproduct maken voor beleggers die nu, meer dan ooit tevoren, behoefte hebben aan degelijke en minder risicovolle beleggingsmogelijkheden met voldoende toezicht en transparantie.

Tegelijkertijd kan niet onvermeld blijven dat UCITS IV nieuwe administratieve verplichtingen voor ICBE's en beheermaatschappijen introduceert. Aangevraagd kan worden in hoeverre deze nieuwe verplichtingen en de daaraan verbonden bemoeienis van de toezichthouder een averechts effect hebben

op de efficiëntie en daarmee het succes van ICBE's. Dit is nu nog moeilijk in te schatten en zal met name afhangen van de uitvoeringsmaatregelen van de Europese Commissie die deze verplichtingen verder zal uitwerken. CESR heeft de Europese Commissie in elk geval al geadviseerd niet te veel gedetailleerde voorschriften vast te stellen en waar mogelijk marktpartijen de ruimte te geven de specifieke kenmerken van de ICBE's en andere relevante omstandigheden in acht te nemen.

De nieuwe mogelijkheden voor ICBE's, zoals het fuseren en het opzetten van 'master-feeder'-structuren, hebben ontegenzeggelijk hun voordelen, maar resulteren ook in vragen die niet worden geregeld in UCITS IV en dus nopen tot aanvullende (Europese) regelgeving. Zo kan bijvoorbeeld worden afgevraagd wat de fiscale gevolgen zijn van een grensoverschrijdende fusie van ICBE's, en of de fiscaliteit in dit opzicht een beletsel zal zijn voor een dergelijke fusie. In tal van lidstaten bestaan al belastingregelingen die ervoor zorgen dat fusies tussen binnenlandse beleggingsinstellingen op fiscaal efficiënte wijze plaatsvinden. Om te voorkomen dat de fiscaliteit een beletsel vormt voor grensoverschrijdende fusies van ICBE's, is het van essentieel belang dat erop wordt toegezien dat deze bestaande belastingregelingen en de voordelen daarvan worden uitgebreid tot fusies waarbij beleggingsinstellingen uit verschillende lidstaten betrokken zijn. Verder kan worden afgevraagd op welke wijze rechten van deelnemers in een master-ICBE, die zelf geen feeder-ICBE's zijn, worden gewaarborgd. UCITS IV ziet namelijk alleen op de relatie tussen een master-ICBE en haar deelnemers die feeder-ICBE's zijn. In het kader van uniforme regelgeving voor ICBE's is het raadzaam dat deze en andere vragen op Europees niveau worden behandeld.

CESR heeft de Europese Commissie voorts geadviseerd over de bedrijfsvoering van beheermaatschappijen en heeft recent de regulering van bewaarders van ICBE's in de verschillende lidstaten in kaart gebracht, met als doel ook op dit punt te komen tot uitbreiding en harmonisatie van regelgeving.<sup>26</sup> Bovendien is het aannemelijk dat bij dit alles rekening wordt gehouden met de aangekondigde *Alternative Investment Fund Managers-Richtlijn*, die aanleiding zou kunnen geven tot verdere aanpassing van de voorschriften van ICBE's. Daarmee is UCITS IV zeker niet het sluitstuk van de regelgeving voor ICBE's.

25. Witboek over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen van de Commissie van de Europese Gemeenschappen, 15 november 2006, COM(2006)686 def., p. 7.

26. Mapping of duties and liabilities of UCITS depositaries, 15 januari 2010, CESR/09-175.