

Voorwoord

Beleggingsinstellingen – wij gebruiken deze term in dit voorwoord in ruime zin, met inbegrip van icbe's – trekken gelden aan van beleggers om deze gelden voor rekening en risico van deze beleggers collectief te beleggen. Beleggingsinstellingen vervullen een belangrijke rol bij het mobiliseren van particuliere besparingen en het investeren van deze gelden in de economie. Ook grote institutionele beleggers bedienen zich van beleggingsinstellingen om hun beleggingen te diversificeren. Beleggingsinstellingen zijn er in alle soorten en maten. Wat alle beleggingsinstellingen gemeen hebben, is het collectieve element: het eventuele rendement komt ten goede aan de participanten naar rato van hun inbreng.

De financiële crisis uit 2008 heeft geleid tot een flinke intensivering van de regulering van de financiële sector. Ten aanzien van beleggingsinstellingen valt in het bijzonder te denken aan de inwerkingtreding van de AIFMD en de UCITS V-richtlijn. Deze richtlijnen moesten in de Nederlandse regelgeving worden geïmplementeerd. Daarnaast zijn er diverse rechtstreeks werkende gedelegeerde EU-verordeningen, richtsnoeren, Q&A's en rapporten van ESMA en de nodige regelingen van nationale origine. Dat maakt de regulering van beleggingsinstellingen tot complexe en onoverzichtelijke aangelegenheid.

Ofschoon er de laatste jaren verschillende omvangrijke studies over beleggingsinstellingen zijn verschenen¹, ontbrak tot dusverre een handzame bundel waarin de belangrijkste aspecten van beleggingsinstellingen op een overzichtelijke wijze op een rijtje worden gezet. Deze bundel probeert daarin te voorzien en de lezer op een toegankelijke manier vertrouwd te maken met de voornaamste facetten van beleggingsinstellingen. Daarbij wordt niet alleen beschreven wat de regels inhouden maar ook hoe zij in de praktijk uitpakken.

In de bundel wordt allereerst ingegaan op het begrip 'beleggingsinstelling'. Daarna worden de verschillende soorten beleggingsinstellingen en hun mogelijke rechtsvormen besproken. Vervolgens wordt aandacht besteed aan het contracteren met een beleggingsinstelling in de vorm van een beleggingsfonds. Hierna komen aan de orde belangrijke onderwerpen als markttoegang, bedrijfsvoering en de positie van de bewaarder. Aansluitend wordt ingegaan op product governance, distributie en duurzaamheid bij beleggingsinstellingen alsmede op de voor beleggingsinstellingen geldende informatieverplichtingen en prudentiële eisen. Tot slot worden enkele fiscale aspecten behandeld.

1. Te noemen zijn in dit verband bijvoorbeeld S.N. Hooghiemstra, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht. Deel III – Beleggingsinstellingen en ICBE's*, Den Haag: Boom Juridisch 2020 en J.E. de Klerk, *Instellingen voor collectieve beleggingen in effecten* (serie Onderneming & Recht, deel 119), Deventer: Wolters Kluwer 2020.

Bij de bovengenoemde onderwerpen is gepoogd een zo actueel mogelijk overzicht te geven. De kopij is afgerond op 1 februari 2021. Ontwikkelingen die zich na deze datum hebben voorgedaan en voordien nog niet bekend waren, konden uiteraard niet worden meegenomen. Wel is rekening gehouden met (voorstellen voor) toekomstige wijzigingen in de regelgeving die op 1 februari 2021 al in de pijplijn zaten (zoals die inzake grensoverschrijdende distributie van deelnemingsrechten, duurzaamheid voor fondsbeheerders en een nieuw prudentieel raamwerk op grond van IFD en IFR).

Opgemerkt zij dat in deze bundel de termen ‘beleggingsinstelling’ en ‘abi’ (alternatieve beleggingsinstelling) en hun Engelstalige equivalent ‘AIF’ (alternative investment fund) naast elkaar worden gebruikt. Hetzelfde geldt voor de term ‘icbe’ (instelling voor collectieve belegging in effecten) en het Engelstalige equivalent ‘UCITS’ (undertaking for collective investment in transferable securities). Hiermee hebben wij geprobeerd recht te doen aan de voorkeuren van de verschillende auteurs.

Wij zijn in de eerste plaats dank verschuldigd aan de auteurs die aan deze bundel hebben bijgedragen. De auteurs zijn allen werkzaam op het gebied van het financieel recht: in de wetenschap, de financiële advocatuur, als belastingadviseur, bij de toezichthouder, bij een brancheorganisatie en bij een CSD. Zij zijn allen specialisten op het gebied van beleggingsinstellingen. Iedere auteur geeft vanuit zijn of haar eigen achtergrond invulling aan het onderwerp. Zonder verder iemand tekort te willen doen, danken wij ook Florine Mars, student-assistent bij het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden, voor haar hulp bij de totstandkoming van deze bundel.

E.M. Dieben
W.A.K. Rank

Amsterdam, 1 mei 2021

Hoofdstuk 1

Wat zijn beleggingsinstellingen?

Prof. mr. J.W.P.M. van der Velden *

1.1 Inleiding

In dit inleidende hoofdstuk ga ik in op de vraag wat een beleggingsinstelling kenmerkt en wat haar onderscheidt van verwante figuren. Vervolgens komen de verschillen aan de orde tussen beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen, tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen en tussen fiscaal open en besloten beleggingsinstellingen. Daarna kijk ik nader naar subfondsen, intern-beheerde beleggingsinstellingen en de juridisch eigenaar van beleggingsfondsen. Ten slotte komen enige ontwikkelingen in de regelgeving aan bod rondom duurzaamheid en beleggingsinstellingen.¹

1.1.1 Beleggingsinstelling: vier elementen

Als verschillende personen samen willen beleggen in effecten of andere goederen, kunnen zij dat doen middels een beleggingsinstelling. Een beleggingsinstelling is een instelling waarvan het vermogen wordt belegd ten behoeve van een collectief van deelnemers in die beleggingsinstelling.

Een beleggingsinstelling kan een rechtspersoon zijn, maar dat hoeft niet. De financiële toezichtrechtelijke regelgeving onderscheidt verschillende soorten beleggingsinstellingen. De belangrijkste soorten zijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe, zoals gedefinieerd in de icbe-richtlijn, hierna ook: UCITS-richtlijn)² en alternatieve beleggingsinstellingen (abi, zoals gedefinieerd in de AIFM-richtlijn).³ Het onderscheid tussen een icbe en een abi komt in paragraaf 1.3 aan de orde. De volgende elementen zijn kenmerkend voor beide soorten beleggingsinstellingen:

1. de instelling geeft deelnemingsrechten uit;
2. de deelnemers brengen geld of goederen in, tegen de uitgifte van deelnemingsrechten;
3. het ingebrachte vermogen wordt belegd; en

* Jan Willem van der Velden is hoogleraar financieel recht aan de Universiteit van Amsterdam, raadsheer-plaatsvervanger in gerechtshof 's-Hertogenbosch en partner bij Keijser van der Velden Advocaten te Nijmegen.

1. Delen van dit hoofdstuk zijn ontleend aan eerdere publicaties, waaronder J.W.P.M. van der Velden & E.L.M. van Kranenburg, 'Ondernemingsrechtpraktijk en financieel recht', in: W.D. Kolkman & L.C.A. Verstappen, *Handboek Ondernemingsrecht*, Zutphen: Walburg Pers 2016, hoofdstuk 22; en J.W.P.M. van der Velden, 'hoofdstuk 5, Beleggingsinstellingen', in: M. Haentjens, R.P. Raas & W.A.K. Rank, *Compendium financieel recht*, Deventer: Wolters Kluwer 2020.
2. Richtlijn 2014/91/EU (ICBE-richtlijn/UCITS-richtlijn). UCITS staat voor *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*.
3. Richtlijn 2011/61/EU (AIFM-richtlijn). AIFM staat voor *Alternative Investment Fund Managers*.

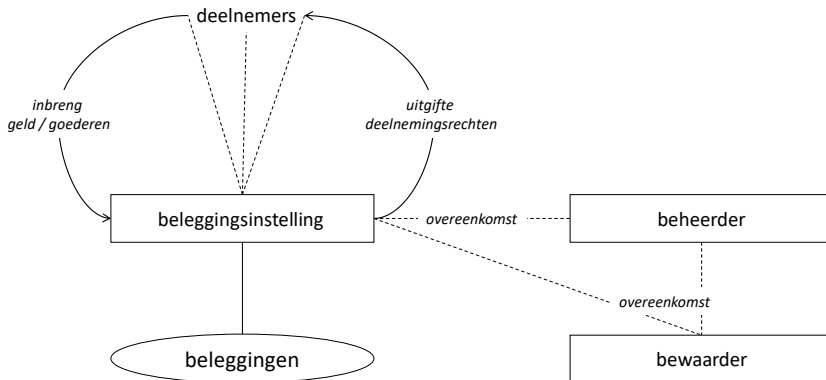
4. het belegde vermogen en de opbrengsten daarvan komen per saldo toe aan de deelnemers, naar rato van hun inleg.

1.1.2 Beheerder

In de regel is bij de beleggingsinstelling een externe partij betrokken, die op zich neemt om de beleggingsportefeuille en de daarmee verband houdende risico's te beheren. Deze partij wordt de beheerder genoemd. De taken van de beheerder worden neergelegd in een overeenkomst tussen de beheerder en de beleggingsinstelling. Soms zijn ook de deelnemers partij bij die overeenkomst. De financieel-rechtelijke toezichtregelgeving onderwerpt de beheerder in beginsel aan een vergunningplicht van de AFM⁴ en aan doorlopend toezicht van de AFM en DNB.⁵ Soms voorziet een beleggingsmaatschappij in haar eigen beheer, zodat geen externe beheerder nodig is. In dat geval is de beleggingsmaatschappij zelf in beginsel vergunningplichtig.⁶

1.1.3 Bewaarder

Bij beleggingsinstellingen pleegt naast de beheerder ook een bewaarder betrokken te zijn. Dat is verplicht als het gaat om een vergunningplichtige beheerder of beleggingsinstelling. De bewaarder heeft als hoofdtaken om de activa van de beleggingsinstelling te bewaren en administreren, om de kasstromen te controleren en om te verifiëren of de beleggingsinstelling gerechtigd is tot haar activa.⁷ De bewaarder zelf is in beginsel ook vergunningplichtig.⁸ De taken van de bewaarder worden neergelegd in een (tripartiete) overeenkomst inzake bewaring tussen de bewaarder, de beheerder en de beleggingsinstelling.



Figuur 1 Beleggingsinstelling (bron: J.W.P.M. van der Velden)

4. Hoofdstuk 5 behandelt de vergunningplicht van de beheerder en de uitzonderingen op die vergunningplicht.
5. Vergelijk Hoofdstuk 6 voor de taken en inrichting van de beheerder en Hoofdstuk 9 voor het doorlopende toezicht.
6. Art. 1:13 lid 2 Wft. Zie nader par. 1.8.
7. Vergelijk Hoofdstuk 7 inzake de taken van de bewaarder.
8. Hoofdstuk 5 en Hoofdstuk 7 gaan in op de bewaarder en diens vergunningplicht.

1.1.4 Terminologie: beleggingsinstelling, icbe en abi

In dit hoofdstuk wordt de term abi gehanteerd voor beleggingsinstellingen in de zin van de AIFM-richtlijn. Beleggingsinstellingen in de zin van de UCITS-richtlijn worden als icbe aangeduid.⁹ De term beleggingsinstelling zal in dit hoofdstuk zowel icbe's als abi's omvatten. Dit wijkt af van de terminologie in de Wft. Artikel 1:1 Wft definieert 'beleggingsinstelling' slechts als abi.

1.2 Beleggingsinstelling en verwante figuren

Een beleggingsinstelling is zoals vermeld een instelling waarvan het vermogen wordt beheerd ten behoeve van het collectief van de deelnemers. Sommige andere figuren hebben kenmerken die aan beleggingsinstellingen doen denken, maar die toch niet als zodanig zijn te kwalificeren. Men denke aan individueel vermogensbeheer, het aanbieden van obligaties of het aanbieden van aandelen door een instelling die niet belegt. Deze drie figuren loop ik nu langs.

1.2.1 Individueel vermogensbeheer

Individueel vermogensbeheer heeft gemeenschappelijk met beleggingsinstellingen, dat vermogen wordt beheerd. Het onderscheidt zich echter van beleggingsinstellingen op de volgende drie punten:

1. individueel vermogensbeheer geschiedt op basis van een individuele opdracht (lastgeving), terwijl bij een beleggingsinstelling het vermogen voor een collectief wordt beheerd;
2. bij individueel vermogensbeheer wordt het vermogen van een cliënt beheerd, terwijl bij een beleggingsinstelling het vermogen van de beleggingsinstelling zelf wordt beheerd; en
3. individueel vermogensbeheer betreft slechts beleggingen in financiële instrumenten.¹⁰ De beleggingen van een beleggingsinstelling kunnen daarentegen ook bestaan uit andere goederen, zoals roerende zaken (goud en andere fysieke grondstoffen) en onroerende zaken. Overigens mag ook een icbe slechts in financiële instrumenten beleggen.

1.2.2 Obligaties

Het is mogelijk dat een instelling die belegt, slechts obligaties uitgeeft aan het publiek. Een dergelijke instelling zal in beginsel – evenals een beleggingsinstelling – onderworpen zijn aan de prospectusplicht.¹¹ Zij wordt echter niet aangemerkt als beleggingsinstelling en valt daarom niet onder de desbetreffende vergunningplicht.¹²

9. Zie nader Hoofdstuk 2 over de verschillende soorten beleggingsinstellingen.

10. Vergelijk de definitie van beheren van een individueel vermogen in art. 1:1 Wft.

11. Vergelijk art. 3 lid 1 Prospectusverordening (Verordening (EU) 2017/1129). Verhandelbare obligaties zijn aan te merken als effecten, zoals blijkt uit art. 2 sub a Prospectusverordening jo. art. 4 lid 1 sub 44 MiFID II (Richtlijn 2014/65/EU). De prospectusplicht van beleggingsinstellingen komt nader aan de orde in Hoofdstuk 5 en Hoofdstuk 9.

12. In 2016 heeft een consultatie plaatsgehad voor een wetsvoorstel, dat ertoe strekte om partijen die beleggingsobligaties uitgeven aan een vergunningplicht te onderwerpen. Na de nodige kritische reacties is aan de consultatie vooralsnog geen gevolg gegeven. Vergelijk internetconsultatie.nl/wet-beleggingsobjectenbeleggingsobligaties.

Het verschil zit in het karakter van de rechten die worden uitgegeven. Kenmerkend voor obligaties is dat enig nominaal bedrag dient te worden terugbetaald. Bij deelnemingsrechten ontbreekt een dergelijke aanspraak op een nominaal bedrag. Belegt de beleggingsinstelling succesvol, dan komt het rendement toe aan de deelnemers. Vallen de beleggingen tegen, dan dalen de deelnemingsrechten dienovereenkomstig in waarde, waarmee ook de aanspraak van de deelnemers op de beleggingsinstelling daalt. De deelnemers hebben immers slechts een aanspraak tot het saldo van het belegde vermogen.

1.2.3 Aanbieden van aandelen aan het publiek

Als een vennootschap aandelen aanbiedt aan het publiek en haar vermogen belegt, zal zij zijn aan te merken als beleggingsinstelling. Oefent zij echter een bedrijf uit of zijn haar werkzaamheden anderszins niet aan te merken als beleggen, dan wordt zij niet als beleggingsinstelling gekwalificeerd. In verband met het aanbieden van aandelen aan het publiek, zal de vennootschap in beginsel een prospectus dienen uit te geven.¹³ Zij is echter niet onderworpen aan een vergunningplicht als beleggingsinstelling, indien zij niet belegt. De vraag waar de scheidslijn ligt tussen beleggen en niet-beleggen is overigens niet eenvoudig te beantwoorden, zoals uit de volgende paragraaf zal blijken.

1.3 Kenmerken van een beleggingsinstelling nader beschouwd

In paragraaf 1.1 kwamen vier criteria aan de orde, die voor alle beleggingsinstellingen van toepassing zijn. De UCITS-richtlijn en de AIFM-richtlijn geven daarnaast nog enige aanvullende kenmerken.

Een icbe heeft de volgende kenmerken, in aanvulling op de vier criteria uit paragraaf 1.1:¹⁴

1. het kapitaal wordt aangetrokken van het publiek;
2. de beleggingsinstelling belegt het vermogen in liquide financiële instrumenten met toepassing van het beginsel van risicospreiding;
3. de deelnemers kunnen hun deelnemingsrechten regelmatig laten inkopen tegen de intrinsieke waarde;
4. de beleggingsinstelling belegt niet met vreemd vermogen.

13. Vergelijk art. 3 lid 1 Prospectusverordening (Verordening (EU) 2017/1129). Verhandelbare aandelen zijn aan te merken als effecten, zoals blijkt uit art. 2 sub a Prospectusverordening jo. art. 4 lid 1 sub 44 MiFID II (Richtlijn 2014/65/EU). De prospectusplicht van beleggingsinstellingen komt nader aan de orde in Hoofdstuk 5 en Hoofdstuk 9. De distributie van deelnemingsrechten wordt behandeld in Hoofdstuk 8.

14. Art. 1 lid 2 en art. 83 e.v. UCITS-richtlijn. Zie Hoofdstuk 2 over de verschillende soorten beleggingsinstellingen.

De AIFM-richtlijn beoogt (het beheer van) alle beleggingsinstellingen te reguleren, die niet onder de UCITS-richtlijn vallen. Een beleggingsinstelling als bedoeld in de AIFM-richtlijn (een abi) heeft de volgende kenmerken:¹⁵

1. het is een instelling voor collectieve belegging;
2. de instelling haalt bij een reeks beleggers kapitaal op;
3. de instelling belegt het opgehaalde kapitaal;
4. de instelling handelt daarbij in het belang van de beleggers;
5. de instelling hanteert daarbij een bepaald beleggingsbeleid; en
6. de instelling is niet vergunningplichtig als icbe.

1.3.1 Nadere criteria ESMA

ESMA heeft in richtsnoeren nadere criteria ontwikkeld om te kunnen bepalen wanneer sprake is van een beleggingsinstelling in de zin van de AIFM-richtlijn.¹⁶ Ook de AFM heeft een document gepubliceerd met vragen en antwoorden over de AIFM-richtlijn, waarin zij nadere duiding geeft aan het begrip 'abi'.¹⁷ Uit de richtsnoeren van ESMA is onder meer het volgende op te maken:

- a. Een abi heeft geen algemeen zakelijk of bedrijfsdoel.

Hieronder verstaat ESMA het doel om een bedrijfsstrategie uit te voeren die zich onder meer kenmerkt door de uitoefening als voornaamste activiteit van:

1. een zakelijke activiteit bestaand in het aankopen, verkopen en/of ruilen van goederen of grondstoffen en/of het verlenen van niet-financiële diensten; of
2. een bedrijfsactiviteit bestaand in het produceren van goederen of de bouw van onroerend goed; of
3. een combinatie van deze activiteiten.

De criteria genoemd onder 1. hebben nauwelijks onderscheidend vermogen. Zo zal het kopen en verkopen van goederen als financiële instrumenten of grondstoffen veelal duiden op beleggen. Daarentegen zal een partij die financiële diensten verleent op bancair of verzekeringsterrein normaliter juist niet zijn te kwalificeren als beleggingsinstelling.

- b. Een abi haalt bij een reeks beleggers kapitaal op dat wordt gepoold voor beleggingsdoeleinden, met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten voor die beleggers.

Als wetgeving, statuten of andere bindende regelingen het de onderneming niet verbieden kapitaal bij meer dan één belegger op te halen, dient zij volgens ESMA te worden beschouwd als onderneming die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt. Dit geldt ook als de onderneming in de praktijk slechts één belegger heeft.

15. Art. 4 AIFM-richtlijn. Zie Hoofdstuk 2 over de verschillende soorten beleggingsinstellingen.

16. ESMA, Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD (13 augustus 2013).

17. AFM, Veelgestelde vragen/Q&A AIFM-richtlijn (dit document wordt van tijd tot tijd aangepast).

- c. De deelnemers hebben als collectief geen dagelijkse zeggenschap over het beheer van de abi.

Een aantal kenmerken uit de omschrijving van abi in de AIFM-richtlijn heeft blijkens de richtsnoeren van ESMA geen of nauwelijks zelfstandige betekenis. Zo duidt het begrip ‘collectieve belegging’ (kenmerk 1) erop dat het vermogen van meer dan één deelnemer wordt opgehaald (kenmerk 2) en wordt belegd (kenmerk 3 en 5) in het belang van die deelnemers (kenmerk 4). Het moet gaan om een instelling die belegt en niet om een bedrijf, zoals nader verwoord onder (a) hiervoor. De inmiddels ingetrokken beleidsregel van de AFM ‘Ondernemen of beleggen’ kan in dit verband nog steeds bruikbare onderscheidscriteria geven.¹⁸

1.3.2 Holding

Bij holdings rijst de vraag of deze houdstermaatschappijen een bedrijf uitoefenen of beleggen. Men zou namelijk kunnen betogen dat de werkmaatschappijen een bedrijf uitoefenen en dat de houdstermaatschappij slechts in die werkmaatschappijen belegt. Dat is echter veelal niet de bedoeling van een holding. De Wft zondert holdings daarom uit van het toezicht op beleggingsinstellingen.¹⁹

De vraag is waar het onderscheid ligt tussen een holding en een partij, die door middel van deelnemingen belegt in andere ondernemingen. De Wft maakt zelf niet duidelijk wat onder een holding moet worden verstaan. De AIFM-richtlijn geeft daarvoor wel een definitie.²⁰ Daaruit blijken de volgende criteria voor een holding:

- a. de holding heeft als zakelijk doel om een bedrijfsstrategie uit te voeren;
- b. zij voert die bedrijfsstrategie uit via haar deelnemingen;
- c. teneinde aan de langetermijnwaarde van die deelnemingen bij te dragen;
- d. indien de aandelen van de holding zijn genoteerd aan een gereglementeerde markt, treedt de holding op voor eigen rekening;
- e. indien de aandelen niet beursgenoteerd zijn, heeft de holding een ander hoofddoel dan rendement te genereren door het afstoten van deelnemingen.

Deze criteria komen erop neer, dat een holding in de zin van de AIFM-richtlijn niet belegt, maar door middel van haar deelnemingen een bedrijf uitoefent. Ik meen dat een holding die aan deze criteria voldoet, in wezen geen abi is.

1.3.3 Family office

De Wft zondert *family offices* niet uitdrukkelijk uit van toezicht op abi-beheerders. ESMA verklaart echter in haar Richtsnoeren, dat ‘als een lid van een bestaande groep kapitaal belegt in een onderneming die uitsluitend is opgericht voor de belegging van het particuliere vermogen van deze groep, dit waarschijnlijk niet onder het ophalen van kapitaal valt’. ESMA definieert een bestaande groep kort gezegd

18. AFM beleidsregel ondernemen of beleggen, laatstelijk gewijzigd in 2010, *Stcrt.* 2010, 11816. De beleidsregel is ingetrokken per 28 oktober 2013, *Stcrt.* 2013, 29979. De AFM houdt deze beleidsregel nog steeds beschikbaar op haar website, hoewel deze is ingetrokken.

19. Art. 1:13a lid 1 onder b Wft, ter implementatie van art. 2 lid 3 AIFM-richtlijn.

20. Art. 4 lid 1 AIFM-richtlijn.

als leden van één familie.²¹ Als slechts familieleden in een beleggingsinstelling kunnen participeren, wordt in beginsel geen kapitaal opgehaald bij een reeks beleggers, zoals bedoeld in de AIFM-richtlijn. Een *single family office* is daarom niet aan te merken als beleggingsinstelling.

1.3.4 **Eén deelnemer, toch een reeks beleggers en dus een beleggingsinstelling?**

Soms is een partij die belegt en die slechts één aandeelhouder of deelnemer heeft, toch aan te merken als beleggingsinstelling. Zoals hiervoor opgemerkt moet een dergelijke partij volgens ESMA worden beschouwd als ‘onderneming die kapitaal ophaalt bij een reeks beleggers’, als haar statuten of reglementen dit niet verbieden. Dit geldt ook indien die partij in de praktijk slechts één belegger heeft, aldus ESMA.²² Volgens de rechtbank Rotterdam wordt de soep niet zo heet gegeten: als de statuten hierover niets bepalen, levert dit een weerlegbaar vermoeden op dat de rechtspersoon in kwestie een ‘onderneming is die kapitaal ophaalt bij een reeks beleggers’.

Enige jaren geleden deed zich het volgende geval voor. Een vennootschap belegde. Zij had slechts één aandeelhouder. De vennootschap had geen intentie om aan derden aandelen uit te geven en ook de aandeelhouder was niet voornemens om aandelen aan derden aan te bieden. Deze intentie lag echter niet vast in de statuten. De AFM stelde dat sprake was van een beleggingsinstelling. De vennootschap verweerde zich met het argument dat zij geen kapitaal had opgehaald bij een reeks beleggers, zodat ten minste dat criterium voor de kwalificatie als beleggingsinstelling niet was vervuld. De AFM bracht daar tegenin dat de vennootschap volgens ESMA geacht wordt om kapitaal op te halen bij een reeks beleggers, nu het tegendeel niet vastligt in de statuten of andere documenten van de vennootschap.

De rechtbank Rotterdam stelde de vennootschap in het gelijk.²³ Het feit dat de statuten geen beperking bevatten om aandelen aan derden aan te bieden, geeft volgens de rechtbank slechts een vermoeden dat kapitaal wordt opgehaald bij een reeks beleggers. In casu heeft de vennootschap dat vermoeden weerlegd. De interpretatie van de rechtbank wijkt hiermee af van de richtsnoeren van ESMA. Onzes inziens sluit de interpretatie van de rechtbank beter aan bij de tekst en de geest van de AIFM-richtlijn, dan de zeer stringente uitleg van ESMA.

1.4 **Beleggingsmaatschappij en beleggingsfonds**

De UCITS-richtlijn en de AIFM-richtlijn onderscheiden beleggingsinstellingen naar hun civielrechtelijke organisatie. Daarbij gaan zij uit van de volgende drie types: instellingen die zijn geregeld bij overeenkomst (beleggingsfondsen), als trust (unit trust) dan wel bij statuten (beleggingsmaatschappij).²⁴

21. Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFM-richtlijn d.d. 13 augustus 2013, p. 4 en 6.

22. Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFM-richtlijn d.d. 13 augustus 2013, p. 6.

23. Rb. Rotterdam 26 april 2017, JOR 2018/262, m.nt. E.J. van Praag.

24. Art. 1 lid 3 UCITS-richtlijn en art. 2 lid 2 AIFM-richtlijn. De civielrechtelijke inrichting van beleggingsinstellingen komt nader aan bod in Hoofdstuk 3.

Dit verschil komt terug in de Wft, die abi's onderscheidt in beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen. Icbe's worden onderscheiden in maatschappijen voor collectieve belegging in effecten en fondsen voor collectieve belegging in effecten. Hetgeen in dit hoofdstuk wordt opgemerkt over beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen geldt mutatis mutandis voor maatschappijen en fondsen voor collectieve belegging in effecten. Anders dan de Europese richtlijnen noemt de Wft geen beleggingsinstellingen van het trustachtige type. Nu het vermogen van het beleggingsfonds een afgescheiden vermogen vormt, is overigens verdedigbaar dat een beleggingsfonds een trust is in de zin van het Haags Trustverdrag.²⁵ Wanneer een Nederlands beleggingsfonds wordt aangemerkt als trust, wordt het afgescheiden vermogen van het beleggingsfonds in beginsel ook erkend in de landen die het Haags Trustverdrag hebben geratificeerd.

Beleggingsmaatschappijen zijn kort gezegd rechtspersonen: kapitaalvennootschappen (N.V. en B.V.), waaronder de beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, en coöperaties.²⁶ Beleggingsfondsen zijn beleggingsinstellingen die niet als rechtspersoon zijn opgezet, maar in contractuele vorm: personenvennootschappen (maatschap, vennootschap onder firma en commanditaire vennootschap) en fondsen voor gemene rekening (een contract *sui generis*).

Het onderscheid tussen beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen ligt in de verhouding tussen de deelnemers en de partij die de beleggingen in eigendom houdt. Is die verhouding van rechtspersonenrechtelijke aard (aandelen, lidmaatschapsrechten), dan is sprake van een beleggingsmaatschappij. Is de verhouding met de deelnemers van verbintenisrechtelijke (certificaten, participaties) of personenvennootschappelijke aard, dan gaat het om een beleggingsfonds. Dit is overigens niet goed af te leiden uit de definities in de Wft, die de lading niet goed dekken.²⁷ Op beleggingsmaatschappijen en beleggingsfondsen is nagenoeg identieke regelgeving van toepassing. Vanuit toezichtrechtelijk oogpunt is het belangrijkste verschil, dat het vermogen van een beleggingsfonds dient te worden ondergebracht bij een aparte 'juridisch eigenaar'.²⁸ Een ander verschil is, dat een beleggingsmaatschappij zelf mag voorzien in haar beheer, in welk geval zij ook zelf vergunningplichtig is.

1.5 Open-end en closed-end

Eerder schreef ik al dat als een beleggingsinstelling verplicht is om op verzoek van deelnemers hun deelnemingsrechten in te kopen, zij pleegt te worden aangeduid als een *open-end* beleggingsinstelling. Ontbreekt een dergelijke inkoopverplichting, dan wordt zij aangeduid als een *closed-end* beleggingsinstelling. Het onderscheid tussen *open-end* en *closed-end* beleggingsinstellingen is van belang voor verschillende regelgevende kaders.

25. Vergelijk art. 4:37j lid 5 Wft en J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2008, p. 157-159 en de aldaar genoemde literatuur.

26. Art. 2:53, 2:64, 2:76a en 2:175 BW.

27. Het vermogen van een beleggingsfonds moet worden ondergebracht bij een aparte rechtspersoon, de juridisch eigenaar, aldus art. 4:37j lid 1 Wft. Naar de letter van de definitie van beleggingsmaatschappij, zou die juridisch eigenaar (de rechtspersoon) als beleggingsmaatschappij zijn aan te merken. Vergelijk J.W.P.M. van der Velden, *Beleggingsfondsen naar burgerlijk recht* (diss. Nijmegen), Deventer: Kluwer 2008, p. 37-45.

28. Art. 4:37j en 4:44 Wft. Vergelijk over de juridisch eigenaar par. 1.9 en Hoofdstuk 4 (par. 4.3.2).

1.5.1 Icbe

Een icbe is in de regel een open-end beleggingsinstelling. De ICBE-richtlijn stelt namelijk de volgende eisen aan een icbe:²⁹

- a. De deelnemingsrechten worden op verzoek van deelnemers direct of indirect ingekocht of terugbetaald ten laste van de activa van de icbe. De icbe moet ten minste twee keer per maand de gelegenheid tot inkoop bieden. Icbe's zijn dus in beginsel *open-end* beleggingsinstellingen.
- b. Een *closed-end* beleggingsinstelling kan als icbe worden aangemerkt, indien zij ervoor zorgt dat de handelskoers van de deelnemingsrechten ter beurse niet aanzienlijk afwijkt van hun intrinsieke waarde. In zoverre zijn beursgenoteerde *closed-end* icbe's mogelijk.

1.5.2 Abi

Voor de kwalificatie als abi is dit onderscheid niet bepalend. Een abi kan een *open-end* of een *closed-end* beleggingsinstelling zijn. Wat onder een *open-end* abi wordt verstaan, is uitgewerkt in een gedelegeerde verordening.³⁰ Deze verordening kwalificeert een abi als *open-end*, indien de deelnemers het recht hebben om hun deelnemingsrechten periodiek in te laten kopen ten laste van de activa, zoals beschreven in de fondsdocumentatie. Voor die kwalificatie is niet van belang of de deelnemers een recht hebben op een uitkering bij kapitaalsvermindering of liquidatie. De vraag of de deelnemingsrechten kunnen worden verhandeld op de secundaire markt is evenmin bepalend voor de kwalificatie als *open-end* abi.

Mij lijkt dat deze uitwerking ook nuttig kan zijn voor het onderscheid tussen *open-end* en *closed-end* beleggingsinstellingen onder de UCITS-richtlijn en onder de hierna te noemen Prospectusverordening, ook al is de gedelegeerde verordening daarop niet van toepassing.

1.5.3 Prospectus

Voor het prospectus van een abi is het onderscheid tussen *closed-end* en *open-end* eveneens van belang. Een *closed-end* abi met verhandelbare deelnemingsrechten dient een prospectus op te stellen conform de Prospectusverordening.³¹ Is het een *open-end* abi of zijn haar deelnemingsrechten niet overdraagbaar, dan dient zij haar prospectus op te stellen conform deel 4 Wft.³²

29. Art. 1 lid 2 en art. 76 UCITS-richtlijn.

30. Vergelijk art. 1 lid 2 Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 694/2014.

31. Art. 1 lid 1 sub a en art. 2 sub a en sub p Prospectusverordening. Het prospectus dient mede te voldoen aan art. 23 AIFM-richtlijn. Art. 4:371 lid 5 Wft verwijst per abuis niet naar de laatstgenoemde bepaling.

32. Art. 4:371 lid 5 Wft jo. art. 115j en 115x Bgfo. Ook dit prospectus dient mede te voldoen aan art. 23 AIFM-richtlijn. De prospectusplicht voor beleggingsinstellingen komt nader aan de orde in Hoofdstuk 5 en Hoofdstuk 9.

1.5.4 Liquiditeit

Als een beleggingsinstelling zich verplicht om op verzoek van deelnemers in te kopen, is het uiteraard van belang dat haar vermogen voldoende liquide is om die verzoeken te kunnen honoreren. Artikel 3:63 Wft geeft een grondslag voor de liquiditeitsverplichtingen van *open-end* beleggingsinstellingen. De Nederlandsche Bank ziet hierop toe, naast haar toezicht op het vermogen van de beheerder en de bewaarder.³³

Een beleggingsinstelling die belegt in vastgoed of in private equity zal in de regel te weinig liquide zijn om een dergelijke inkoopverplichting op zich te nemen. Een instelling die slechts belegt in beursgenoteerde financiële instrumenten, zal normaal gesproken juist wel voldoende liquide zijn, om aan inkoopverzoeken te kunnen voldoen. Dat gaat echter niet altijd op, zoals tienduizenden deelnemers in het Woodford Equity Income Fund in 2019 ondervonden. Deze icbe belegde aanvankelijk in grote beursgenoteerde bedrijven, maar gaandeweg verschoof haar portefeuille steeds meer naar kleine ondernemingen, waarvan de aandelen feitelijk nauwelijks werden verhandeld. Toen de deelnemers massaal wilden laten inkopen, bleek dat Woodford niet voldoende liquide was. Dat leidde in november 2019 tot haar ondergang en tot grote schade voor de deelnemers.

1.6 Fiscaal open en fiscaal besloten

Voor de fiscale behandeling van een beleggingsfonds is onder meer van belang of het fonds fiscaal open of besloten is. Fiscaal besloten beleggingsfondsen kunnen transparant zijn voor de vennootschapsbelasting.³⁴ Dat betekent kort gezegd dat de Belastingdienst door het beleggingsfonds heen kijkt en de baten en lasten van het beleggingsfonds rechtstreeks aan de deelnemers toerekent. Het fiscaal besloten beleggingsfonds is daardoor zelf niet onderworpen aan vennootschapsbelasting. Beleggingsmaatschappijen kunnen niet fiscaal transparant zijn.

Het onderscheid tussen fiscaal open of besloten fondsen is anders dan tussen *open-end* en *closed-end* fondsen. Veel *open-end* beleggingsfondsen zijn bijvoorbeeld fiscaal besloten. De fiscaliteit komt nader aan de orde in hoofdstuk 10.

1.7 Subfondsen

Een beleggingsinstelling kan zijn verdeeld in afzonderlijke subfondsen. De beleggingsinstelling zelf pleegt in de praktijk een paraplufonds te worden genoemd, ook als het gaat om een beleggingsmaatschappij. Elk subfonds kan een eigen beleggingsbeleid hebben. Een N.V. of B.V. kan bijvoorbeeld verschillende letteraandelen uitgeven die betrekking hebben op verschillende subfondsen. De A-aandelen geven recht op subfonds A: een administratief als zodanig geormerkt deel van het vermogen van de vennootschap. De B-aandelen geven recht op subfonds B.

33. Vergelijk hierover nader Hoofdstuk 9.

34. Vergelijk art. 2 lid 1 en 3 Wet Vpb 1969, dat open fondsen voor gemene rekening aanwijst als binnenlands belastingplichtigen en – dus – besloten fondsen voor gemene rekening niet als binnenlands belastingplichtig aanmerkt.

De bepalingen met betrekking tot beleggingsinstellingen zijn van overeenkomstige toepassing op subfondsen. Waar de Wft bijvoorbeeld bepaalt dat de beheerder een nieuwe beleggingsinstelling dient aan te melden bij de AFM, moet de beheerder een subfonds op dezelfde wijze aanmelden.³⁵ De overeenkomstige toepassing is onder meer van belang voor vermogensscheiding. De Wft bepaalt dat het vermogen van een beleggingsinstelling een afgescheiden vermogen is. Dat geldt analoog voor subfondsen. Concreet betekent dit dat de schuldeisers inzake subfonds A zich niet kunnen verhalen op subfonds B, ook al maken deze subfondsen deel uit van dezelfde rechtspersoon.³⁶

1.8 Intern-beheerde beleggingsinstelling

Een beleggingsmaatschappij hoeft volgens de Wft geen aparte beheerder te hebben. Zij mag ook zelf voorzien in haar beheer. De bepalingen die zijn gericht tot de beheerder, zijn van toepassing op een dergelijke intern-beheerde beleggingsmaatschappij.³⁷ In dat geval is de beleggingsmaatschappij ook zelf vergunningplichtig. Waar beleggingsmaatschappijen volgens de Wft mogen voorzien in hun eigen beheer, is dat voor beleggingsfondsen niet toegestaan, althans in vergunningplichtige situaties. Dit betekent dat in vergunningplichtige situaties een beleggingsfonds steeds een externe beheerder moet hebben. Intern-beheerde beleggingsfondsen zijn niet toegestaan volgens de Wft.

De Wft is wat dit betreft in lijn met de UCITS-richtlijn, die slechts intern-beheerde beleggingsmaatschappijen toestaat. De AIFM-richtlijn biedt daarentegen een ruimere mogelijkheid. Volgens de AIFM-richtlijn zijn intern-beheerde beleggingsinstellingen mogelijk, indien hun rechtsvorm dat toelaat. Als een beleggingsfonds qua rechtsvorm kan voorzien in intern beheer, is dat dus toegestaan volgens de AIFM-richtlijn.³⁸

Bij niet-vergunningplichtige beleggingsfondsen komt het regelmatig voor dat de juridisch eigenaar zelf het beheer verzorgt.³⁹ De rechtsvorm laat kennelijk toe, dat de juridisch eigenaar het beleggingsfonds zelf beheert. Gezien de AIFM-richtlijn zou de juridisch eigenaar dan ook als vergunninghoudende interne beheerder moeten kunnen optreden. De Wft biedt die mogelijkheid echter niet. Mijns inziens is het eenvoudig om de Wft op dit punt aan te passen en beter te laten aansluiten op de AIFM-richtlijn.⁴⁰ De juridisch eigenaar van de abi zou dan de beheervergunning kunnen verkrijgen, het fondsvermogen voor de deelnemers houden en voor hen beheren.

35. Art. 1:13 lid 4 Wft; art. 4:37c Wft.

36. Art. 1:13 lid 4 Wft; art. 4:37j lid 5-8 en art. 4:45 Wft.

37. Art. 1:13 lid 1 en 2 Wft.

38. Vergelijk art. 5 lid 1 sub b AIFM-richtlijn en art. 29 UCITS-richtlijn.

39. Vergelijk art. 2:66a Wft.

40. Zie ik het goed, dan hoeven slechts art. 1:13 lid 1 en 2, art. 2:65 en art. 4:37j lid 1 Wft dienovereenkomstig te worden aangepast.