

Beleggingsproducten onder de Wft, een stroomschema

mr. J.J.M. Schrama*

1. Inleiding

De Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) regelt toezichtregimes voor verschillende beleggingsproducten. Het is niet altijd even makkelijk om uit de Wft de afbakening tussen die beleggingsproducten af te leiden. Met deze bijdrage wordt beoogd aan de hand van een stroomschema meer inzicht te brengen in die afbakening en de begrippen die daarbij spelen. Gelet op de beperkte omvang van deze bijdrage wordt niet overal diep op ingegaan en is voor een praktische insteek gekozen. Nu het overgangsregime bij de implementatie van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: AIFMD)¹ op 22 juli 2014 is geëindigd,² wordt aan deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en in icbe's³ meer aandacht besteed (verder: deelnemingsrechten).

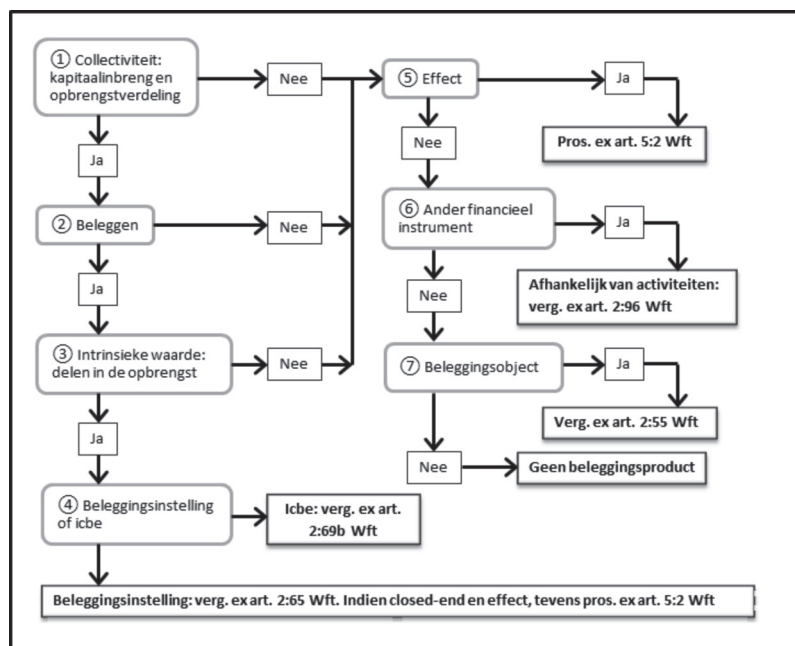
2. Beleggingsproducten

2.1 Met 'beleggingsproducten' worden in deze bijdrage producten bedoeld die door een cliënt of een consument⁴ ter belegging worden aangeschaft. Met belegging wordt hier niet de term beleggen in de zin van de vervallen 'Beleidsregel ondernemen of beleggen' van de Stichting Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) bedoeld.⁵ Het gaat hier om het

beleggen in brede zin: de belegger koopt een product en verwacht dat het product na verloop van tijd meer waard wordt, zodat er winst kan worden behaald. Niet alle beleggingsproducten die in de Wft voorkomen worden hier besproken. Zo blijven pensioenen en verzekeringen buiten beschouwing.

Ook 'producten' met een beleggingskarakter als individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies worden niet besproken, nu het daarbij gaat om het verlenen van beleggingsdiensten.⁶ Deze bijdrage richt zich enkel op effecten, deelnemingsrechten en beleggingsobjecten.

2.2 Beleggingsobjecten vormen de restcategorie van beleggingsproducten, zoals blijkt uit de definitie van beleggingsobject. Daarin wordt als voorwaarde gesteld dat er geen sprake is van een ander financieel product.⁷ Het begrip financieel product is gedefinieerd in art. 1:1 Wft en omvat, via het begrip financieel instrument, onder meer effecten en deelnemingsrechten. Het stroomschema begint daarom met vragen die duidelijk kunnen maken of er sprake is van een deelnemingsrecht of effect en eindigt met de vraag of sprake is van een beleggingsobject. Het stroomschema, wat alleen betrekking heeft op de genoemde beleggingsproducten en niet op andere financiële producten of diensten, ziet er als volgt uit:



* J.J.M. Schrama is senior jurist bij de afdeling Juridische Zaken van de Stichting Autoriteit Financiële Markten. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.

1. Richtlijn 2011/61/EU.

2. Zie art. VII van de wet tot implementatie van de AIFMD, *Stb.* 2013, 228.

3. Als bedoeld in art. 1:1 Wft.

4. Als bedoeld in art. 1:1 Wft.

5. Zie *Stert.* 2013, 29979.

6. Als bedoeld in art. 1:1 Wft.

3. Deelnemingsrechten

Stap 1 van het stroomschema stelt de vraag of er sprake is van een collectieve of individuele kapitaalbreng en opbrengstverdeling in het kader van deelnemingsrechten. Voor een goed begrip van de overige stappen uit het stroomschema is relevant te weten hoe de richtlijn instellingen voor collectieve belegging in effecten (hierna: UCITS⁸) en de AIFMD het landschap van 'beleggingsinstellingen' per 22 juli 2013 hebben onderverdeeld. In tegenstelling tot voorheen is de destijds als 'instelling voor collectieve belegging' gedefinieerde icbe geen beleggingsinstelling onder de Wft. Een beleggingsinstelling onder de Wft is nu enkel nog een alternatieve beleggingsinstelling of 'abi' als bedoeld in de AIFMD. Het oude, nationale, kader is komen te vervallen en daarvoor in de plaats zijn twee regimes opgetuigd: één voor abi's en één voor icbe's. Beleggingsinstellingen (abi's) en icbe's kennen op de kernpunten van collectiviteit, beleggen en het doel van de vermogensopbouw wel dezelfde kenmerken. De verschillen zitten in andere criteria die volgen uit de definities in de betreffende richtlijnen en de Wft, zie 3.4.

3.1 Collectief / individueel

3.1.1 Terug naar Stap 1 van het stroomschema. Dat betreft de vraag of sprake is van collectiviteit bij de kapitaalbreng en de opbrengstverdeling. Bij de beantwoording van die vraag zijn de door de European Securities and Markets Authority (hierna: ESMA) opgestelde richtsnoeren relevant.⁹ Deze ESMA-richtsnoeren geven een illustratie en nadere toelichting van de vereisten in de definitie van abi in de AIFMD en pretenderen niet in alle gevallen doorslaggevend te zijn.¹⁰ De AFM past de richtsnoeren toe in haar toezicht.¹¹ Met betrekking tot het vereiste van collectiviteit is in de richtsnoeren toegelicht dat het moet gaan om bij beleggers opgehaald kapitaal dat wordt 'gepoold' voor beleggingsdoeleinden met het oog op het genereren van 'gepoolde opbrengsten' voor die beleggers.¹² Dit wil m.i. zeggen dat er eerst kapitaal bij elkaar wordt gebracht in een fonds,¹³ alvorens er wordt geïnvesteerd door dat fonds¹⁴ én dat de opbrengsten die daaruit voortvloeien onder de beleggers worden verdeeld. Zonder een collectieve kapitaalbreng en een collectieve opbrengstverdeling is er dus geen sprake van een abi.

3.1.2 Het vereiste van een collectieve kapitaalbreng is met de ESMA-richtsnoeren nieuw te noemen. Eerder werd de nadruk gelegd op het vereiste van een collectieve opbrengstverdeling. Ter toelichting volgt een voorbeeld aan de hand van een ontduikingsprobleem (vanuit toezichthouderperspectief bezien). Voorafgaand aan het toezicht op beleggingsobjecten¹⁵ werd van het vereiste van collectiviteit gebruik gemaakt om beleggingsproducten aan te bieden, zonder daarvoor een vergunning nodig te hebben. Het aanbieden van deelnemingsrechten zonder vergunning was namelijk verboden¹⁶ en dat marktverbod bleef buiten toepassing indien er niet collectieve, maar individuele beleggingen werden aangeboden. Teahoutplantages zijn daar een bekend voorbeeld van. Er werd niet eerst kapitaal bijeengebracht om nadien een hele plantage aan te kopen, maar elke 'deelnemer' of beter gezegd, belegger, verkreeg een zake-lijk recht op een deel van de plantage. Men kreeg bijvoorbeeld het eigendomsrecht op een deel van de grond waarop de plantage was gevestigd en men verkreeg dus ook alleen de opbrengst van dat deel. Alleen als bijvoorbeeld de bomen op een specifiek stuk grond, toebehorend aan een specifieke

ke belegger, opbrengst oprachten, werd er aan die specifieke belegger ook rendement uitgekeerd. Als het betreffende stuk grond verlies bracht, werd dat verlies niet omgeslagen over alle beleggers, maar alleen ten laste gebracht van die ene belegger. Hiermee kon het beleggingsproduct zo worden vormgegeven dat het niet onder het beleggingsinstellingtoezicht viel. Deze beleggingsproducten vereisen echter een strikte administratie en uitvoering: de opbrengst of het verlies op elk stuk grond moest separaat worden geadministreerd en uitgekeerd. Praktisch bleek dat vaak te kostbaar of simpelweg ondoenlijk. In bepaalde gevallen was er slechts sprake van een papieren individuele opbrengstverdeling en werd de opbrengst er in werkelijkheid wel collectief uitgekeerd. In die gevallen was er destijds, ondanks het individuele eigendom, sprake van een collectiviteit.¹⁷ Met de ESMA-richtsnoeren is er in die gevallen echter geen sprake van collectiviteit. De richtsnoeren sluiten m.i. door het vereiste van collectieve kapitaalbreng individueel eigendom uit van collectiviteit. Daarmee kunnen beleggingsproducten gemakkelijker zodanig worden vormgegeven dat het beleggingsinstellingtoezicht niet op hen van toepassing is. Dit betekent niet dat er op die beleggingsproducten geen toezicht is. Er is immers sinds 2006 toezicht op het aanbieden van beleggingsobjecten. Het nieuwe criterium van collectieve kapitaalbreng maakt de eis van collectiviteit gemakkelijker te toetsen. M.i. zouden eigendomsverhoudingen een goede indicator zijn: indien de belegger een eigendomsrecht heeft op specifieke activa in het betreffende fonds, is er geen sprake van een collectieve kapitaalbreng. Op eenzelfde wijze kan een verschil worden gevonden tussen een collectieve belegging en zogenoemde 'administratieve pooling' bij bijvoorbeeld individueel vermogensbeheer, waarbij eenzelfde

7. Zie art. 1:1 Wft en art. 2 Besluit definitiebepalingen Wft en *Kamerstukken II* 2005/06, 29 507, nr. 4, p. 27 en 30.
8. Richtlijn 2009/65/EG.
9. Zie ESMA, Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD, 13 augustus 2013, ESMA/2013/611 (hierna: ESMA-richtsnoeren).
10. Zie ESMA-richtsnoeren, randnummer 5. Verg. D. Busch & L. van Setten, *Chapter 1: The Alternative Investment Fund Managers Directive*, in: L. van Setten & D. Busch (Eds), *Alternative Investment Funds in Europe - Law and Practice*, Oxford: Oxford University Press 2014 (verder Busch 2014), § 1.53.
11. Zie www.afm.nl.
12. Zie ESMA-richtsnoeren, randnummer 12.(b).
13. Waarbij niet relevant is welke rechtsvorm dat fonds heeft, zie art. 2, tweede lid, onder b, AIFMD, *Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 11 en Busch 2014, § 1.52.
14. De investering behoort tot het fonds en daarmee in beginsel niet tot de deelnemers. Verg. D.A. Zetzsche, *The Alternative Investment Fund Managers Directive. European Regulation of Alternative Investment Funds*, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer 2012 (verder: Zetzsche 2012), p. 42.
15. In het leven geroepen per 1 januari 2006 met de Wet financiële dienstverlening, ingetrokken per 1 januari 2007, zie *Stb.* 2006, 664.
16. Zie art. 4 Wet toezicht beleggingsinstellingen die is ingetrokken per 1 januari 2007, zie *Stb.* 2006, 664.
17. Zie ook de per 14 december 2011 ingetrokken Beleidsregel Teahoutprojecten van de AFM, *Stcrt.* 2011, 22753.

de strategie op meerdere vermogens wordt toegepast en er in die zin wordt gepoold.¹⁸ Als de individuele beleggers het eigendomsrecht hebben op de voor hen aangekochte financiële instrumenten, is er m.i. geen sprake van collectiviteit en dus ook niet van een collectieve kapitaalbreng.

3.1.3 Naast de eisen van collectieve kapitaalbreng en opbrengstverdeling, benoemt ESMA nog dividendregelingen in het kader van collectiviteit. In de richtsnoeren hanteert ESMA het begrip ‘gepoolede opbrengsten’. In de definitie van dat begrip is onder meer bepaald dat een verschil in opbrengstverdeling onder de beleggers, zoals specifieke dividendregelingen, geen afbreuk doet aan de collectiviteit.¹⁹ In mijn optiek is dat niet onbegrensd. Indien dividendregelingen verband houden met (de opbrengsten uit) specifieke activa die zijn toegerekend aan specifieke beleggers, zou er m.i. afbreuk kunnen worden gedaan aan het vereiste van collectieve kapitaalbreng, waardoor er in het geheel geen sprake zou zijn van een abi. Bovendien moet hier rekening worden gehouden met art. 115u van het Besluit Gedragstoezicht financiële markten Wft. Hierin is een gebod opgenomen alle deelnemers gelijk te behandelen. Specifieke dividendregelingen zouden daarmee m.i. op gespannen voet kunnen staan.

3.1.4 Tot slot in dit kader nog een opmerking over icbe’s. De ESMA-richtsnoeren hebben enkel betrekking op de AIFMD en dus niet op de UCITSD. De problematiek met betrekking tot icbe’s is m.i. echter dezelfde, gelet op de gelijkenis op dit punt tussen de betreffende definities²⁰ en de afwezigheid van indicaties dat er (in ieder geval op Europees niveau) voor icbe’s een andere invulling zou moeten worden gegeven aan de eis van collectiviteit. Het voorgaande zou daarom m.i. analoog kunnen worden toegepast op icbe’s.

3.2 Belegging

3.2.1 Stap 2: indien er sprake is van een collectieve kapitaalbreng en opbrengstverdeling, is de volgende vraag of er sprake is van een *belegging*. Zowel een abi als een icbe kennen in hun definities de eis dat het bijeengebrachte kapitaal moet worden belegd. De vraag is echter wat ‘beleggen’ nu precies is. De definitie van beleggingsproducten die hierboven is gegeven, zou te ruim zijn in het kader van de beoogde reikwijdte van het toezicht op abi’s en icbe’s. Elke (rechts)persoon of instelling die kapitaal verzamelt om activiteiten mee te ontplooiën en opbrengsten te genereren zou daarmee een abi of icbe zijn. Men heeft daarom een onderscheid gemaakt tussen ‘beleggen’ en ‘ondernemen’.

3.2.2 Alvorens op dat onderscheid in te gaan, is van belang in ogenschouw te nemen wiens activiteiten hierbij precies moeten worden getoetst. Het gaat niet om de activiteiten van de deelnemers zelf. Het gaat m.i. om de activiteiten die met het ingebrachte kapitaal worden verricht, voor zover het fonds daarover doorslaggevende zeggenschap heeft. In beginsel zijn dat de activiteiten van het fonds zelf,²¹ maar het kan verder gaan. Het kan zijn dat een fonds het ingebrachte kapitaal volledig aanwendt om aandelen in één onderneming te houden. Het houden van aandelen kwalificeert in beginsel als beleggen.²² Indien het fonds met de kapitaalbreng echter doorslaggevende zeggenschap verwerft over de onderneming, is van het enkel houden van aandelen geen sprake meer. Met de doorslaggevende zeggenschap krijgt het fonds het karakter van een holding en kunnen de activiteiten van de onderneming in die zin aan het fonds worden toegerekend, waarmee het fonds niet belegt, maar ook onderneemt.²³ Er kan overigens een verschil

worden gemaakt tussen overwegende zeggenschap en actief aandeelhouderschap (zie hieronder 3.2.6).

3.2.3 Wat is nu beleggen? De ESMA-richtsnoeren spreken van beleggen als een fonds geen ‘algemeen zakelijk of bedrijfsdoel’ heeft, waarbij het kort gezegd gaat om (een combinatie van) handel, dienstverlening en productie. Indien een fonds niet één van deze activiteiten als voornaamste activiteit heeft, is er volgens de richtsnoeren sprake van een belegging. Als men bedenkt dat de AIFMD ook van toepassing wordt geacht te zijn op hedge fondsen, private equity fondsen, venture capital fondsen en infrastructuurfondsen (verder: Actieve Fondsen)²⁴ en dat de AIFMD niet van toepassing is op holdings,²⁵ wekt dit op het eerste gezicht verwarring. Is het Actieve Fonds dat zich als holding gedraagt boven een onderneming wel of geen abi? De definitie van holding in de AIFMD geeft hierover iets meer duidelijkheid.²⁶ Omdat de AIFMD op een Actief Fonds van toepassing is, kan uit die definitie worden afgeleid dat Actieve Fondsen er niet op zijn gericht bij te dragen aan de langetermijnwaarde van de onderneming waarin zij deelnemen, maar dat zij zijn gericht op het genereren van rendement door het afstoten van dochterondernemingen (twee kernaspecten van een holding onder de AIFMD).²⁷ Hiermee kan een onderscheid worden gemaakt tussen Actieve Fondsen en holdings, wat van belang is voor de vraag of er wordt belegd. Of vooral het eerste aspect een afdoende onderscheid geeft, kan echter worden betwijfeld. Een Actief Fonds kan juist heel goed zijn gericht op het bijdragen aan de langetermijnwaarde van haar deelnemingen, zodat die deelnemin-

18. Zie *Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 3, p.11-12.

19. Zie ESMA-richtsnoeren, paragraaf II.

20. Zie de definities van abi en icbe in de betreffende richtlijnen en de definities van beleggingsinstelling, beleggingsfonds, beleggingsmaatschappij, icbe, fonds voor collectieve belegging in effecten en maatschappij voor collectieve belegging in effecten in art. 1:1 Wft.

21. Verg. Zetzsche 2012, p. 60.

22. Zie de ‘Beleidsregel ondernemen of beleggen’ van de AFM, *Stcrt.* 2010, 11816. Alhoewel vervallen, wordt deze beleidsregel door de AFM nog ‘wel zoveel mogelijk aangehouden’, zie *Stcrt.* 2013, 29979. Zie verder Busch 2014, § 1.58.

23. Zie de toelichting bij vraag 3 van de ‘Beleidsregel ondernemen of beleggen’ van de AFM, *Stcrt.* 2010, 11816; de algemene toelichting bij de Vrijstellingsregeling Wft, *Stcrt.* 2006, 229, p. 20; en C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2012 (hierna: Grundmann-van de Krol 2012), p. 96 e.v.

24. Zie overwegingen 8, 34, 43, 78 en art. 69, eerste lid, sub i van de AIFMD en *Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 3, 7, 15, 27, 31 en 34. Zie ook het Impact Assessment dat de Europese Commissie bij de totstandkoming van de AIFMD heeft opgesteld (The Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for the AIFMD, COM(2009)207, p. 2) en de AIFMD-rapportageformulieren die onderdeel zijn van de verordening die de AIFMD uitwerkt (verordening 231/2013, Annex IV).

25. Zie art. 2, derde lid, onder a, AIFMD en Busch 2014, § 1.58.

26. Zie art. 4, eerste lid, onder o, AIFMD.

27. Zie Zetzsche 2012, p. 58-63 uitgebreid over holdings onder de AIFMD.

gen met winst kunnen worden verkocht. Er zijn geen definities van de Actieve Fondsen, waardoor onbekend is welke activiteiten zij precies uitvoeren in de ogen van de Europese wetgever. Daarmee is tevens onbekend hoe die activiteiten moeten worden gewogen in relatie tot een ‘algemeen zakelijk of bedrijfsdoel’. De activiteiten zouden verder kunnen gaan dan de grenzen die de AFM met de Beleidsregel ondernemen of beleggen heeft gesteld aan het begrip beleggen. Met die reden is die beleidsregel ook ingetrokken, waarbij wel is opgemerkt dat de AFM de in de beleidsregel opgenomen handvatten zoveel mogelijk zal blijven toepassen.²⁸ Het gaat daarbij met name om de vraag of sprake is van arbeid die de waarde van de activa direct of indirect beïnvloedt, in tegenstelling tot arbeid die alleen gericht is op het kopen, houden of in stand houden van activa.²⁹ Dit past m.i. goed in de ESMA-richtsnoeren omtrent ‘een algemeen zakelijk of bedrijfsdoel’.

3.2.4 De definitie van algemeen zakelijk of bedrijfsdoel is m.i. op één punt te ruim vormgegeven. De definitie bepaalt dat het verrichten van niet-financiële diensten tot een dergelijk doel behoort. Daaruit zou kunnen worden afgeleid dat het verlenen van financiële diensten *niet* het een dergelijk doel behoort. Daardoor zou een instelling die voornamelijk financiële diensten verleent een abi zijn (afhankelijk van de andere eisen die volgen uit de definitie van abi). Dat zou ertoe leiden dat bijvoorbeeld een bemiddelaar in de rechtsvorm van een b.v. (waarbij er gelet op het bestaan van aandeelhouders in beginsel sprake zal zijn van collectiviteit) een abi zou zijn. Een dergelijke bemiddelaar zou daardoor niet alleen over een vergunning als bedoeld in art. 2:80 Wft moeten beschikken, maar ook over een vergunning als bedoeld in art. 2:65 Wft. Dit kan m.i. niet een bedoelde uitkomst zijn. Gelet op het in 3.1.1 beschreven karakter van de richtsnoeren, zouden die m.i. op dit punt niet doorslaggevend moeten zijn.

3.2.5 Het woordje ‘voornaamste’ zoals gebruikt in de ESMA-richtsnoeren bij ‘een algemeen zakelijk of bedrijfsdoel’ zou m.i. ook met de beleidsregel kunnen worden ingevuld. Er kan een verband worden gelegd met de eerdere uitzondering op de vergunningplicht voor beleggingsinstellingen (destijds ook icbe’s)³⁰ in art. 4, eerste lid, aanhef en onder e, van de Vrijstellingsregeling Wft, die ook in de beleidsregel was opgenomen. Deze bepaling is met de implementatie van de AIFMD geschrapt,³¹ maar de ratio ervan is nog steeds van toepassing. Met de bepaling was namelijk een uitzondering gecreëerd voor fondsen die zowel ondernemingsactiviteiten als beleggingsactiviteiten verrichtten. Als die beleggingsactiviteiten voor minder dan 50% het balans-totaal en de gerealiseerde opbrengsten vertegenwoordigden, was het fonds uitgezonderd. Onder de ESMA-richtsnoeren zou de AFM m.i. eenzelfde criterium kunnen toepassen bij de bepaling van wat de voornaamste activiteiten van een bepaald fonds zijn.

3.2.6 Naast het algemeen zakelijk of bedrijfsdoel spreken de ESMA-richtsnoeren in het kader van beleggen over ‘dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap’, die niet wordt geacht te zijn toebedeeld aan deelnemers in een abi.³² Die zeggenschap gaat verder dan de zeggenschap van aandeelhouders over bijvoorbeeld fusies, overnames, benoeming van het bestuur of commissarissen of de goedkeuring van de jaarrekening. M.i. is dit een nieuw criterium, waarvan de ratio mij niet geheel duidelijk is. Als het de bedoeling zou zijn geweest om aan te geven dat een beleggingsinstelling niet zou moeten worden beheerd door

de deelnemers,³³ zou een gedragsregel m.i. beter passen dan een gekunsteld insluiten in de definitie van abi. Overigens kan er m.i. aan de hand van een analoge toepassing van dit criterium worden gezegd dat indien een abi zich als aandeelhouder actief opstelt in een onderneming, die abi om die reden niet wordt geacht te ondernemen in plaats van te beleggen.

3.2.7 Ook hier tot slot de vraag of de richtsnoeren analoog zouden moeten worden toegepast op icbe’s. Evenals in het kader van collectiviteit is hier een grote gelijkenis in woordkeus in de betreffende definities. Er zijn echter wel aanwijzingen dat er verschillen zijn tussen het AIFMD-beleggen en het UCITSD-beleggen. Uit de wetsgeschiedenis en uit overwegingen van de Europese Commissie blijkt namelijk dat in ieder geval hedgefondsen voorafgaand aan de AIFMD niet waren gereguleerd onder de UCITSD.³⁴ Dit lijkt een argument om te bepleiten dat, gelet op het ondernemingskarakter van de activiteiten van een hedgefonds, de AIFMD een breder toepassingsbereik kent in het begrip ‘belegging’ dan de UCITSD. De reden dat hedgefondsen niet onder de UCITSD vallen is echter onbesproken gebleven en die reden zou kunnen liggen in het ontbreken van het uitsluitende doel om in effecten te beleggen en in het niet toepassen van het beginsel van risicospreiding (zie 3.4.2). Die reden gaat ervan uit dat de Europese wetgever een eenduidige betekenis aan het woord ‘belegging’ heeft willen geven, hetgeen mij het meest waarschijnlijk lijkt. M.i. bestaat er daarom geen verschil tussen AIFMD-beleggen en UCITSD-beleggen en kunnen de ESMA-richtsnoeren analoog worden toegepast op icbe’s.

3.3 Delen in de opbrengst

Met de vorige twee stappen is bezien of er sprake is van ‘een instelling voor collectieve belegging’ als opgenomen in de definities van abi en icbe. Stap 3 bestaat eruit te bezien met welk doel de belegging wordt gedaan. De definities van beleggingsinstelling en icbe in de Wft stellen via de definities van beleggingsfonds en beleggingsmaatschappij enerzijds en fonds voor collectieve belegging in effecten en maatschappij voor collectieve belegging in effecten anderzijds, de eis dat het kapitaal wordt belegd teneinde de deelnemers in de opbrengst van de belegging te doen delen. In de AIFMD en de UCITSD is die eis niet met zoveel woorden terug te vinden. Als het om de AIFMD gaat, wordt er wel gesproken over beleggen ‘in het belang van de beleggers’. De ESMA-richtsnoeren spreken in dat kader over ‘ge-

28. Zie *Stcrt.* 2013, 29979.

29. Zie de ‘Beleidsregel ondernemen of beleggen’ van de AFM, *Stcrt.* 2010, 11816.

30. Art. 2:65, eerste lid, Wft, zoals dat luidde voor 22 juli 2013.

31. Zie *Stcrt.* 2013, 19608.

32. Zie ESMA-richtsnoeren, randnummer 12(b).

33. Zie ESMA Discussion paper, **Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM**, 23 februari 2012, ESMA/2012/117, nr. 34. Zie ook S.N. Hooghiemstra, ‘Wat is een beleggingsinstelling onder AIFM-richtlijn?’, *Ondernemingsrecht* 2014/24 (verder: Hooghiemstra 2014), paragraaf 3.1.4 en Zetzsche 2012, p. 42.

34. Zie *Kamerstukken II* 2012/13, 33 235, nr. 12, p. 14 en COM(2009)207, p. 2.

poolde opbrengsten' voor beleggers die worden gegenereerd door beleggingsactiva aan te kopen, aan te houden of te verkopen. In de wetsgeschiedenis (daterend van vóór de AIFMD) is ten aanzien van het delen in de opbrengst overwogen dat het daarbij niet alleen gaat om de directe opbrengst, maar tevens om de groei van de intrinsieke waarde van een deelnemingsrecht.³⁵ De UCITSD gaat impliciet van dezelfde gedachte uit.³⁶ Daarom kan m.i. zowel op grond van de richtlijnen als op grond van de Wft worden gesteld dat het bij zowel beleggingsinstellingen als icbe's moet gaan om een deelname in de intrinsieke waarde van het betreffende ingebrachte kapitaal.³⁷ Het moet derhalve gaan om een inbreng van *eigen* vermogen. Indien een instelling enkel producten uitgeeft waarmee vreemd vermogen wordt aangehouden, is er m.i. geen sprake van een beleggingsinstelling of icbe.³⁸

3.4 Beleggingsinstelling of icbe

3.4.1 Stappen 1 tot en met 3 geven duidelijkheid over de vraag of het betreffende beleggingsproduct een deelnemingsrecht kan zijn. De bij elke stap behorende vraag moet positief worden beantwoord om tot Stap 4 te komen. Stap 4 stelt de vraag of er sprake is van een beleggingsinstelling of van een icbe. Aangezien de definitie van abi in de AIFMD bepaalt dat die abi geen vergunningplichtige icbe is uit hoofde van de UCITSD, moet eerst worden bezien of er sprake is van een icbe. De Wft kent ten aanzien van beleggingsmaatschappijen overigens een andere eis: er is pas sprake van een beleggingsmaatschappij indien er geen sprake is van een icbe, zonder dat een UCITSD-vergunningplicht daarbij van belang is. Dit zou m.i. moeten worden hersteld, nu bepaalde niet-vergunningplichtige icbe's anders ten onrechte geen beleggingsmaatschappij en dus ook geen beleggingsinstelling zouden zijn.³⁹

3.4.2 Er is sprake van een icbe indien het uitsluitende doel, kort gezegd, is gelegen in de collectieve belegging in 'effecten'⁴⁰ met toepassing van het beginsel van risicospreiding. Van een icbe is pas sprake als in de statuten of reglementen is vastgelegd dat haar uitsluitende doel collectieve belegging in 'effecten' is (in lijn met art. 4:60, eerste lid, Wft).⁴¹ In de praktijk moet dat doel ook zo worden uitgevoerd. Verder moet het beginsel van risicospreiding worden toegepast. Dat beginsel is niet gedefinieerd in UCITSD. Wel blijkt uit art. 50 UCITSD e.v. aan welke eisen het beleggingsbeleid van een icbe moet voldoen. Aan de hand daarvan kan worden getoetst of het beginsel van risicospreiding wordt toegepast. Naast de uitsluitende belegging in effecten en risicospreiding wordt nog de eis gesteld dat er sprake is van een 'open-end' fonds.⁴² Wordt aan deze eisen voldaan dan is er sprake van een icbe. Afhankelijk van de vergunningplichtigheid onder de UCITSD kan er tevens sprake zijn van een beleggingsinstelling.

3.4.3 De definitie van beleggingsinstelling kent nog een aantal andere criteria, dan welke hiervoor zijn besproken. Pas als aan die criteria wordt voldaan, is sprake van een beleggingsinstelling. Het gaat om een 'bepaald beleggingsbeleid' en het 'ophalen van kapitaal'.⁴³ In de ESMA-richtsnoeren worden aan het bepaalde beleggingsbeleid een reeks eisen gesteld, waarmee eigenlijk een gedragsregel in de definitie van abi ligt verscholen. Dat werkt mogelijke ontduiking in de hand, nu het niet hebben van een bepaald beleggingsbeleid er strikt genomen toe leidt dat er geen sprake is van een abi. ESMA heeft daarom naast de voorwaarden dat het

beleggingsbeleid moet zijn vastgelegd, deel moet uitmaken van de statuten of reglementen, in rechte afdwingbaar moet zijn door deelnemers en criteria moet vastleggen ten aanzien van 'beleggingsrichtsnoeren',⁴⁴ gesteld dat het volledig overlaten van de beslissingsbevoegdheid over beleggingen aan de beheerder van het betreffende fonds er niet toe mag leiden dat de AIFMD wordt omzeild.⁴⁵ Ten aanzien van het 'ophalen van kapitaal' vertonen de ESMA-richtsnoeren een vreemd karakter. Het lijkt enkel te zijn opgenomen om overweging 7 van de AIFMD te verklaren, waarin is overwogen dat familieconstructies die geen *extern* kapitaal ophalen niet als abi worden beschouwd. Dit valt echter lastig te rijmen met de definitie van abi. De ESMA-richtsnoeren hebben daartoe de 'bestaande groep' (wat een nadere duiding van een familie geeft) in het leven geroepen en stellen, kort gezegd, dat indien er niet buiten een bestaande groep kapitaal wordt aangetrokken (niet extern), er 'waarschijnlijk' geen sprake van een abi is.⁴⁶ Onder een bestaande groep kan m.i. overigens niet de beleggingsclub worden begrepen. Beleggingsclubs, die zeer goed als beleggingsinstelling kunnen kwalificeren, worden vaak gevormd in de privésfeer. Hetgeen de mogelijkheid met zich brengt dat de beheerders ervan niet in de uitoefening van beroep of bedrijf handelen. In dat geval is de vergunningplicht van art. 2:65 Wft niet op hen van toepassing.⁴⁷

35. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 361.

36. Zie bijvoorbeeld art. 85 UCITSD.

37. Verg. Hooghiemstra 2014, paragraaf 3.2.4.

38. Verg. Q&A AIFM-richtlijn van de AFM op www.afm.nl, p. 12. Of er sprake is van vreemd of eigen vermogen kan m.i. worden beoordeeld aan de hand van IAS 32.

39. Zie art. 1:14 Wft. Zie ook Hooghiemstra 2014, paragraaf 3.2.5 en Zetzsche 2012, p. 50-51, waarin andere visies worden aangehaald, waarmee m.i. het primaat van de UCITSD zou worden ondermijnd. Daarbij is van belang dat met de AIFMD in aanvulling op de UCITSD een sluitend stelsel is beoogd, zie Alternative Investment Fund Managers Directive Question ID 1170 op ec.europa.eu.

40. Of andere in art. 50, eerste lid, UCITSD genoemde financiële activa.

41. Wat een implementatie is van de definitie van icbe in de voorganger van UCITSD (richtlijn 85/611/EEG), zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 536.

42. Zie art. 1, tweede lid, onder b, en art. 3, onder a, UCITSD. Zie inzake abi's ook de, op het moment van schrijven, nog niet in werking getreden verordening inzake 'types of alternative investment fund managers' COM(2013)9098, waarin handvatten worden gegeven inzake open- en closed-end abi's. Zie verder Zetzsche 2012, p. 51-52.

43. De voorwaarden omtrent het element 'bij een reeks beleggers' uit de definitie van abi, worden hier buiten beschouwing gelaten. Zie ESMA-richtsnoeren, randnummer 17 e.v.

44. Waarbij het moet gaan om categorieën van beleggingsactiva, activaspreiding, strategieën, geografische beleggingsgebieden, beperkingen aan hefboomwerking, minimale periodes voor het aanhouden van activa en risicospreiding, zie ESMA-richtsnoeren, randnummer 20.

45. Zie ESMA-richtsnoeren, randnummer 21.

46. Zie ESMA-richtsnoeren, paragraaf II en randnummers 13-16.

47. Zo ook de AFM in haar veel gestelde vragen over de AIFM-richtlijn op www.afm.nl. Zie verder Hooghiemstra 2014, paragraaf 3.2.2 en *Kamerstukken II* 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 41.

4. Effecten

Indien één van de vragen bij Stappen 1 tot en met 3 negatief moet worden beantwoord, kan er geen sprake zijn van een deelnemingsrecht. Het beleggingsproduct kan dan wel nog een effect of een beleggingsobject zijn. Stap 5 behandelt daarom de vraag of er sprake is van een effect. Die vraag dient ook te worden beantwoord als er wel sprake is van een deelnemingsrecht. Van belang is dan namelijk of een prospectus moet worden opgesteld op grond van art. 5:2 Wft of op grond van de doorlopende gedragsregels in Deel 4 Wft.

4.1 Verhandelbaarheid

Het begrip effect als gedefinieerd in art. 1:1 Wft kent drie typen die alle vereisen dat er sprake is van een verhandelbaar product. De AFM heeft een ‘Beleidsregel verhandelbaarheid’ vastgesteld die een stroomschema kent aan de hand waarvan kan worden bepaald of ‘een waardebewijs of een deelnemingsrecht’ verhandelbaar is.⁴⁸ De belangrijkste eisen die uit dat stroomschema volgen zijn dat er sprake moet zijn van een overdraagbaar gestandaardiseerd product, wat zou kunnen worden verhandeld op een kapitaalmarkt.⁴⁹ Van een overdraagbaar product is in beginsel sprake als de overdraagbaarheid ervan niet bij overeenkomst is uitgesloten.⁵⁰ Het vereiste van standaardisatie veronderstelt een uitwisselbaarheid van de betreffende producten wat verhandeling mogelijk maakt, waarbij er geen concrete markt voor het betreffende product hoeft te bestaan.⁵¹ M.i. wordt met uitwisselbaarheid bedoeld dat de contractuele verhouding tussen de belegger en de uitgevende instelling voor alle beleggers gelijk is. Daarbij geldt m.i. dat een verschil in nominale waarde geen afbreuk doet aan de uitwisselbaarheid, zolang de aanspraken of de mate van zeggenschap van de beleggers naar rato gelijk is.⁵² Een blokkeringsregeling die overdraagbaarheid niet uitsluit, is voorts geen beletsel voor de verhandelbaarheid.⁵³

4.2 Drie typen

Zoals gezegd, kent het begrip ‘effect’ drie typen: a) een aandeel of een daarmee gelijk te stellen waardebewijs, niet zijnde een appartementsrecht; b) een obligatie of een ander schuldinstrument en c) het ‘conversie-effect’. Bij een met een aandeel gelijk te stellen waardebewijs gaat het om een deelname in een kapitaal, waarvoor een vergoeding wordt uitgekeerd die samenhangt met het rendement dat met het aangetrokken kapitaal wordt gegenereerd, waarbij zeggenschap van de belegger die gepaard gaat met het door hem ingebrachte kapitaal niet aanwezig hoeft te zijn.⁵⁴ Certificaten van aandelen (al dan niet met toestemming van de vennootschap uitgegeven), rechten in een personenvennootschap en deelnemingsrechten zijn aldus gelijk te stellen met aandelen en, mits verhandelbaar, effecten in de zin van de Wft. Het effect als bedoeld in onderdeel c wordt vaak geassocieerd met conversie, omdat er in eerste instantie converteerbare obligaties en warrants mee worden bedoeld.⁵⁵ Er schuilt echter meer achter dat onderdeel. Het kan namelijk ook gaan om ‘elk ander verhandelbaar waardebewijs wat in geld wordt afgewikkeld’,⁵⁶ waarbij het kort gezegd moet gaan om een bedrag wat afhankelijk is van indexen of maatstaven.⁵⁷ Dat is een grote groep van waardebewijzen. Turbo’s zijn hier een voorbeeld van, maar het kan bijvoorbeeld ook gaan om een constructie met vakantiehuisjes.⁵⁸ Opties en futures zouden in dit licht ook effecten kunnen zijn, maar zijn dat niet in tegenstelling tot warrants en covered warrants. Het onderscheid dat hierbij wordt gemaakt is dat de aanbieder en de uitgevende instelling bekend zijn bij (covered) warrants

en dat dit bij opties en futures vaak niet het geval is.⁵⁹ Men kan zich afvragen of dit een afdoende onderscheid is, omdat het gebaseerd zou zijn op de stelling dat effecten geen financiële instrumenten in de zin van overeenkomsten zijn. Met de richtlijn markten voor financiële instrumenten lijkt mij die stelling achterhaald.⁶⁰

5. Beleggingsobjecten

Slechts indien alle voorgaande stappen tot de conclusie hebben geleid dat er geen sprake is van een deelnemingsrecht of van een effect, kan er sprake zijn van een beleggingsobject. Een kwalificatie als beleggingsobject komt pas aan de orde als het beleggingsproduct niet is aan te merken als een ander financieel product. Er kan dus ook geen sprake zijn van een ander financieel instrument dan een deelnemingsrecht of een effect.⁶¹ Stap 7 behandelt de vraag of er sprake is van een beleggingsobject. Het begrip kent in art. 1:1 Wft vier vereisten, waarbij het kort gezegd moet gaan om een (recht op een) zaak welke anders dan om niet wordt verkregen, waarbij een rendement in geld in het vooruitzicht wordt gesteld en waarbij het beheer hoofdzakelijk wordt uitgevoerd door een ander dan de verkrijger.⁶²

48. Zie *Stcrt.* 2011, 2634. De beleidsregel is overigens niet aangepast met de komst van de AIFMD.
49. Zie ook *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 367 en Grundmann-van de Krol 2012, p. 95-104.
50. Zie art. 3:83 BW.
51. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 367 en CBB 7 juni 2007, *JOR* 2007/185, ECLI:NL:CBB:2007:BA7443, r.o. 5.1.
52. Dat nominale waarde geen verschil maakt, kan worden afgeleid uit overweging 13 van de richtlijn prospectus (richtlijn 2003/71/EG) en CBB 7 juni 2007, *JOR* 2007/185, ECLI:NL:CBB:2007:BA7443, r.o. 5.1.
53. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 20, p. 51 en in gelijke zin CBB 12 juni 2007, *JOR* 2007/187, ECLI:NL:CBB:2007:BA7366, r.o. 5.3.
54. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 561, waarin certificaten (waaraan in beginsel geen zeggenschap is verbonden) als met een aandeel gelijk te stellen waardebewijzen worden benoemd. Zie ook Grundmann-van de Krol 2012, p. 64-65.
55. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 366. Zie ook R.P. Raas, ‘Kernbegrippen Wft II’, in: D. Busch e.a., ‘Onderneming en financieel toezicht’, *Serie Onderneming en recht*, deel 57, Deventer: Kluwer 2010, p. 161-162.
56. Zie art. 1:1 Wft.
57. Zie art. 4, eerste lid, onderdeel 18, onder c, richtlijn markten voor financiële instrumenten, (richtlijn 2004/29/EG).
58. Bijvoorbeeld met een terugkoopregeling na exploitatie van de huisjes, waarbij de prijs wordt bepaald aan de hand van een maatstaf. Zo heeft de belegger een waardebewijs in handen wat volledig wordt afgewikkeld in geld.
59. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 367 en Grundmann-van de Krol 2012, p. 66.
60. Zie noot 57, uit de definitie van effect in de richtlijn markten voor financiële instrumenten blijkt geen dergelijk onderscheid, m.i. eerder het tegendeel.
61. Zie Stap 6 in het stroomschema, welke hier verder niet wordt besproken.
62. Naast dit beleggingsobject is er ook een bij art. 2 van het Besluit definitiebepalingen Wft aangewezen beleggingsobject (personenvennootschappen die participeren in films), die hier verder buiten beschouwing wordt gelaten.

5.1 Een zaak en om niet

5.1.1 Het zal veelal feitelijk duidelijk zijn of er sprake is van een (recht op een) zaak en of deze anders dan om niet wordt verkregen, waarbij overigens geldt dat betaling in natura ook 'anders dan om niet' is.⁶³ Daarmee is ook veelal duidelijk welke omvang die zaak heeft, bijvoorbeeld een kadastraal aangeduid perceel van een bepaalde grootte. Minder duidelijk is echter of er sprake is van collectieve of individuele kapitaalbreng als het gaat om een deelgenootschap, zoals een eigendomsrecht op een bepaalde hoeveelheid kilo's goud of een bepaalde hoeveelheid liters whiskey.

5.1.2 Stel dat er een deelgenootschap op een vat whiskey wordt aangeboden, waarbij elke verkrijger 10% van hetzelfde vat aankoopt, zijn er derhalve 10 deelgenoten in de gemeenschap aan wie het vat toebehoort, waarmee kan worden gezegd dat er sprake is van een collectieve kapitaalbreng. De definities van beleggingsinstelling en icbe vereisen echter dat het kapitaal wordt ingebracht *ter* collectieve belegging. Van belang is daarom objectief vast te stellen wat het oogmerk is van de gemeenschap, zoals dat volgt uit de aanbieding die is gedaan.⁶⁴ Indien de collectiviteit in eigendom in de aanbieding geen rol speelt, bijvoorbeeld een folder met teksten als: 'uw eigen voorraad whiskey' en 'u wordt direct eigenaar', dan is dat een aanwijzing dat er geen sprake is van een oogmerk op collectiviteit. Bij soortzaken is verder de administratie van de gemeenschap van belang. Indien het gedeelte van de soortzaak waar de verkrijger een recht op heeft⁶⁵ door hem individualiseerbaar en revindiceerbaar is, is er geen sprake van een collectiviteit. Dit kan worden bereikt met een afdoende administratie en de uitgifte van een ceel.⁶⁶

5.2 Rendement in geld

5.2.1 Een beleggingsproduct zal niet snel in de markt worden gezet zonder nu juist datgene te benadrukken wat het voor beleggers interessant maakt: een rendement. Inzake beleggingen in 'warme grond' heeft het CBb hierover een heldere uitspraak gedaan.⁶⁷ Uit die uitspraak kan worden afgeleid dat er sprake is van een in het vooruitzicht gesteld rendement in geld als er geldelijke baten of inkomsten (hieronder valt tevens een waardevermeerdering in geld) ten aanzien van het geïnvesteerde kapitaal in het vooruitzicht worden gesteld. De lat ligt daarbij laag: er hoeft geen concreet percentage te worden genoemd, algemene bewoordingen zijn voldoende (zoals: 'een gouden investeringskans'). Het is voorts niet relevant door wie of wanneer het rendement feitelijk wordt uitbetaald. Ook is niet relevant of het rendement al dan niet wordt gegarandeerd of dat daartoe zekerheden zijn gesteld.

5.2.2 Een recht op een (gedeeltelijk) rendement op of een gedeeltelijke opbrengst van een zaak kan ook als een beleggingsobject kwalificeren. Rendementen op beleggingsobjecten kunnen dus ook worden gepoold, bijvoorbeeld als alle opbrengsten per afzonderlijk object worden samengevoegd en vervolgens naar rato van inleg worden verdeeld over de beleggers.

5.3 Beheer van de zaak

5.3.1 Bij het beheer van de zaak gaat het om de vraag wie feitelijk het beheer uitvoert.⁶⁸ Als de beheerstaken van de eigenaar (niet te verwarren met de verantwoordelijkheden als eigenaar) de belegger uit handen worden genomen, is volstaan aan het vereiste.⁶⁹ Daarbij is wel van belang dat dit beheer ook wordt aangeboden door de aanbieder van het be-

leggingsproduct of dat die aanbieder op enigerlei wijze voor het beheer zorgdraagt of laat zorgdragen en daarmee op impliciete wijze aanbiedt. Als dat niet het geval is, wordt er geen beleggingsobject aangeboden.

5.3.2 Wat valt er nu onder het beheer van de zaak? In de in 5.2. genoemde uitspraak heeft het CBb ook daaraan heldere overwegingen gewijd.⁷⁰ Uit de uitspraak kan worden afgeleid dat onderhoud van de zaak of het (laten) voldoen aan de juridische verplichtingen die voortvloeien uit de aard van de zaak in ieder geval behoren tot het beheer van de zaak (bijvoorbeeld het verpachten van het stuk grond en het betalen van de waterschapslasten).⁷¹ Het beheer hoeft voorts niet op waardevermeerdering te zijn gericht, het kan ook op enkel het onderhoud of waardebehoud van de zaak zijn gericht. Nu een bewaarnemer de staat van de zaak dient te bewaken, kan de conclusie worden getrokken dat elke bewaarnemer ook beheert.⁷²

6. Tot besluit

Het stroomschema helpt bij het kwalificeren van een beleggingsproduct onder de Wft. Het stroomschema geeft aan welke toezichtregimes daarbij van toepassing zijn. Daarnaast zijn er uiteraard nog vele uitzonderingen en vrijstellingen op die regimes, welke hier niet zijn besproken. Ik hoop dat zeker de jurist die zich daarin voor het eerst begeeft, zich met deze bijdrage van handvatten ziet voorzien.

63. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 362.

64. Verg. CBb 20 september 2005, *JOR* 2005/251, ECLI:NL:CBB:2005:AU3267, r.o. 5.1; CBb 30 januari 2007, *JOR* 2007/72, ECLI:NL:CBB:2007:AZ9465, r.o. 5.2; en, CBb 7 april 2011, *JOR* 2011/187, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538, r.o. 5.4.

65. Het in eigendom of bezit hebben van zaken die enkel door soort en hoeveelheid bepaald zijn, is niet mogelijk (zie Asser/Mijnssen, De Haan & Van Dam 3-I 2006/93 en 128).

66. Zie art. 7:607 BW en HR 10 februari 1978, *NJ* 1979/338.

67. Zie CBb 7 april 2011, *JOR* 2011/187, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538.

68. Zie *Kamerstukken II* 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 362.

69. Zie CBb 7 april 2011, *JOR* 2011/187, ECLI:NL:CBB:2011:BQ0538, r.o. 5.5.

70. Zie noot 67.

71. In combinatie met de uitspraak in beroep in die zaak, Rb. Rotterdam 4 december 2009, *JOR* 2010/20, ECLI:NL:RBROT:2009:BK5632, r.o. 2.11.

72. Zie Asser/Van Schaick 7-VIII* 2012/9.