

# Het concept wetsvoorstel beleggingsobjecten en beleggingsobligaties

*mr. J.S. Kruijt*<sup>1</sup>

## 1. Inleiding

Op 2 augustus 2016 is het concept wetsvoorstel van de Wet beleggingsobjecten en beleggingsobligaties gepubliceerd.<sup>2</sup> Het wetsvoorstel verscherpt de regels terzake het aanbieden van beleggingsobjecten en introduceert een nieuw regime voor het aanbieden van beleggingsobligaties. Het regelgevend kader dat ziet op het aanbieden van deelnemingsrechten en beheren van beleggingsinstellingen vormt hiervoor het uitgangspunt. Met het wetsvoorstel beoogt de wetgever het beschermingsniveau van niet-gekwalificeerde beleggers te verhogen en malfide aanbieders aan de poort te weren. In zijn huidige vorm verbiedt het wetsvoorstel het aanbieden van beleggingsobjecten of beleggingsobligaties in Nederland, zonder dat de beheerder van een beleggingsobject of beleggingsobligaties een vergunning heeft van de AFM. De beheerder van beleggingsobligaties wordt verplicht een onafhankelijk bewaarder aan te stellen. De AFM kan een beheerder van beleggingsobjecten daartoe ook verplichten. Verder zal terzake het aanbieden van beleggingsobligaties de in praktijk veel gebruikte '€ 2,5 miljoen vrijstelling' komen te vervallen.

## 2. Misstanden rond beleggingsobjecten en beleggingsobligaties

De AFM heeft de afgelopen jaren veel misstanden geconstateerd rond het aanbieden van beleggingsobjecten.<sup>3</sup> Met name rond aanbiedingen van teakhout en grond. De AFM constateerde belangenverstengeling, het presenteren van onrealistische cijfers en het ten onrechte gebruik maken van uitzonderingen op de vergunningplicht. Daarnaast

constateerde de AFM dat de informatieverstrekking over de uitvoering van het feitelijk beheer van de beleggingsobjecten en de transparantie van de geldstromen tussen beheerder en aanbieder te wensen overliet. De veelal in het buitenland gevestigde beheerders van beleggingsobjecten onttrokken zich aan het zicht van de belegger en het toezicht van de AFM.

De AFM signaleert daarnaast een toename in het aantal aanbiedingen van beleggingsobligaties. Ook deze aanbieders komen veelvuldig in aanraking met de AFM. Aanbieders van beleggingsobligaties hanteren volgens de AFM regelmatig scheve risicoprofielen als gevolg van zeer beperkt aanwezig eigen vermogen. Daarnaast hanteren de aanbieders onduidelijke eigendomsstructuren en worden de risico's die kleven aan beleggingsobligaties onvoldoende belicht. Beleggers realiseren zich volgens de AFM onvoldoende dat zij andere en grotere risico's lopen dan wanneer zij een deelnemingsrecht verwerven in een beleggingsinstelling of een 'normale' bedrijfsobligatie kopen terzake waarvan een prospectus algemeen verkrijgbaar is gesteld.<sup>4</sup> Reden voor de AFM en DNB om bij het Ministerie van Financiën te pleiten voor een nieuw regelgevend kader, hetgeen heeft geresulteerd in het onderhavig wetsvoorstel.

## 3. Opbouw van deze bijdrage

Ik zal eerst het huidige en het voorgestelde regime terzake beleggingsobjecten en (beleggings)obligaties afzonderlijk schetsen. Ik zal daarna de toepasselijkheid van de bepalingen van Deel 3 Wft en Deel 4 Wft voor beiden regimes samen bespreken en ik zal enkele uit deze regimes voortvloeiende verplichtingen nader belichten. Vervolgens besteed ik aandacht aan de rol van de bewaarder, de uitzonderingen en ontheffingen alsmede het overgangsrecht. Ik sluit af met het plaatsen van enkele kanttekeningen bij het wetsvoorstel.

---

1. Jelmer Kruijt is advocaat te Amsterdam.  
2. Concept wetsvoorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet bekostiging financieel toezicht in verband met het introduceren van toezicht op het beheren van beleggingsobjecten en het beheren inzake beleggingsobligaties, zoals gepubliceerd op 2 augustus 2016 op [www.internetconsultatie.nl/wetbeleggingsobjectenbeleggingsobligaties](http://www.internetconsultatie.nl/wetbeleggingsobjectenbeleggingsobligaties).  
3. Zie voor een volledig overzicht van de bevindingen en conclusies van de AFM: het rapport 'Toezicht AFM op beleggingsobjecten 2006 tot 2014', maart 2014.

---

4. Zie voor een volledig overzicht van de bevindingen en conclusies van de AFM: 'de AFM Consumentenmonitor najaar 2014 Beleggingsobligaties', november 2014.

Alhoewel de consultatieperiode nog niet is beëindigd op het moment van het afronden van deze bijdrage en het wetsvoorstel nog kan wijzigen, beschrijf ik het wetsvoorstel zoals dat ter consultatie is aangeboden. Waar ik zienswijzen van de wetgever aanhaal terzake de motivatie van (delen van) het wetsvoorstel, ontleen ik deze aan de Memorie van Toelichting.<sup>5</sup> Ik zal daar soms expliciet naar verwijzen.

### 3.1. Het huidige beleggingsobjectenregime

Om toegang te krijgen tot de markt in Nederland als aanbieder van beleggingsobjecten is sinds 1 januari 2006 een vergunning van de AFM vereist, thans op grond van art. 2:55 Wet op het financieel toezicht (hierna: 'Wft').<sup>6</sup> De aanbieder van een beleggingsobject kwalificeert als financiële dienstverlener in de zin van art. 1:1 Wft en dient te voldoen aan diverse eisen, zoals onder meer terzake: de geschiktheid en betrouwbaarheid van beleidsbepalers (art. 4:9 Wft respectievelijk art. 4:10 Wft), de vakbekwaamheid van het personeel (art. 4:9 lid 2 Wft), de bedrijfsuitoefening (art. 4:11 lid 2 Wft en art. 4:15 Wft), de zeggenschapsstructuur (art. 4:13 Wft), de uitbesteding van werkzaamheden (art. 4:16 Wft), klachtenbehandeling (art. 4:17 Wft), het zorgdragen voor een juiste informatieverstrekking (art. 4:19 Wft), het beleggingsobjectenprospectus (art. 4:30a Wft) en de nadere eisen voortvloeiend uit lagere regelgeving, zoals het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: 'BGfo') en de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (hierna: 'NRGfo').

Op het verbod tot het aanbieden van beleggingsobjecten bestaan uitzonderingen en vrijstellingen. Het verbod is niet van toepassing op banken en verzekeraars met een (toereikende) vergunning van DNB en houders van een verklaring van ondertoezichtstelling, zoals bedoeld in art. 2:56 Wft. Het verbod is ingevolge art. 2:57 Wft evenmin van toepassing op bepaalde buitenlandse banken, financiële instellingen, entiteiten voor risico-acceptatie en verzekeraars. Daarnaast zijn op grond van art. 2 lid 1 sub a Vrijstellingsregeling Wft (hierna: 'Vr Wft') bepaalde aanbiedingen van beleggingsobjecten vrijgesteld. Dit betreft aanbiedingen gericht aan minder dan 100 consumenten, het aanbod van minder dan 20 soortgelijke beleggingsobjecten die behoren tot dezelfde serie, het aanbod van beleggingsobjecten met een waarde die niet volgens de

regels van art. 110 BGfo objectief en toetsbaar kan worden bepaald of het aanbod van beleggingsobjecten die worden aangeboden voor een nominaal bedrag van ten minste € 100.000 per stuk.<sup>7</sup> Als een dergelijke van de vergunningplicht vrijgestelde aanbieding niet uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers wordt gedaan, gelden wel aanvullende vereisten voor de aanbieder. De aanbieder dient dan in reclame-uitingen en documenten waarin het aanbod in het vooruitzicht wordt gesteld te vermelden dat hij voor het aanbieden niet vergunningplichtig is en niet onder toezicht staat van de AFM (het zogenaamde 'wild-west-bordje' ter markering van ongeregeerd terrein). Op grond van art. 2 lid 1 sub b Vr Wft zijn voorts aanbieders van beleggingsobjecten vrijgesteld voor zover zij financiële diensten verlenen aan – kort gezegd – personeel dat onder hun zeggenschap of verantwoordelijkheid valt. Tot slot merk ik nog op dat de AFM op grond van art. 2:55 lid 2 Wft, al dan niet voor bepaalde tijd, ontheffing kan verlenen van het verbod en dat bepaalde voor 1 januari 2007 gesloten overeenkomsten buiten het verbod vallen, gelet op art. 2:55 lid 3 Wft.

### 3.2. Het aanbieden van een beleggingsobject

Onder aanbieden wordt, gelet op de in sub a van de in art. 1:1 Wft opgenomen definitie van aanbieden, verstaan: (i) het in de uitoefening van een beroep of bedrijf rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst met een consument inzake een financieel product dat geen financieel instrument, premiepensioenvordering of verzekering is of (ii) het in de uitoefening van een beroep of bedrijf aangaan, beheren of uitvoeren van een dergelijke overeenkomst.<sup>8</sup> Wil het aan een consument aangeboden object vervolgens als een beleggingsobject kwalificeren, dan dient voldaan te zijn aan alle vijf elementen van de definitie: (1) het is een zaak, een recht op een zaak of een recht op het al dan niet volledige rendement in geld of een gedeelte van de opbrengst van een zaak, (2) het is geen ander financieel product in de zin van art. 1:1 Wft, (3) het product wordt anders dan om niet verkregen, (4) bij de verkrijging wordt aan de verkrijger een rendement in geld in het vooruitzicht gesteld en (5) het beheer van de zaak wordt hoofdzakelijk uitgevoerd door een ander dan de verkrijger.<sup>9</sup>

5. Memorie van Toelichting bij Wijziging van de Wet op het financieel toezicht en de Wet bekostiging financieel toezicht in verband met het introduceren van toezicht op het beheren van beleggingsobjecten en het beheren inzake beleggingsobligaties (Wet beleggingsobjecten en beleggingsobligaties), zoals gepubliceerd op 2 augustus 2016 op [www.internetconsultatie.nl/wetbeleggingsobjectenbeleggingsobligaties](http://www.internetconsultatie.nl/wetbeleggingsobjectenbeleggingsobligaties).

6. De activiteiten 'adviseren' over en 'bemiddelen' in beleggingsobjecten zijn op grond van art. 2:75 Wft, respectievelijk art. 2:80 Wft ook vergunningplichtig.

7. Op grond van art. 5 lid 1 sub a Vr Wft en art. 6 lid 1 sub a Vr Wft zijn ten aanzien van dezelfde beleggingsobjecten adviseurs en bemiddelaars eveneens vrijgesteld van art. 2:75 lid 1 Wft respectievelijk art. 2:80 lid 1 Wft.

8. Het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling of icbe zoals bedoeld in sub d van de definitie van aanbieden in art. 1:1 Wft, is voor financiële dienstverleners niet relevant omdat in de definitie van financiële dienstverlener het (aanbieden van een) financieel instrument – waar rechten van deelneming onder vallen – is uitgesloten.

9. De wetgever kan op grond van sub b van de definitie

Beheer vormt aldus een element van zowel de definitie van aanbieden, als van de definitie van beleggingsobject. In de definitie van aanbieden omvat het beheer de nakoming van alle rechten en verplichtingen door de aanbieder die voortvloeien uit het geheel van afspraken tussen de aanbieder en de belegger,<sup>10</sup> zoals het administreren van verkrijgersrechten en het uitbetalen van rendement. In de definitie van beleggingsobject omvat het beheer het feitelijk beheer van het beleggingsobject. Dit betreffen de beheertaken die normaal gesproken voor de eigenaar zijn.<sup>11</sup> Echter, wie in praktijk de beheertaken uitvoert, is de belegger en ook de AFM niet altijd duidelijk. Het is de AFM gebleken dat aanbieders deze onduidelijkheid gebruiken om ten onrechte onder een vrijstelling van de vergunningplicht te opereren. Alhoewel in praktijk de financiële dienstverlener zelf of een derde (in opdracht van de financiële dienstverlener of de consument) hoofdzakelijk de beheertaken uitvoert, stellen aanbieders richting de AFM dat dit niet het geval is. Daarmee ontvalt beweerdelijk het vijfde element uit de definitie van beleggingsobject en vallen de producten niet meer onder het beleggingsobjectenregime. Dit is in de afgelopen jaren aanleiding geweest voor geschillen tussen aanbieders van beleggingsobjecten en de AFM. De feitelijk beheerder bleef daarbij buiten schot omdat momenteel, naar de letter van art. 2:55 Wft, alleen de aanbieder onder toezicht staat.

### 3.3. Het nieuwe beleggingsobjectenregime

Ter beëindiging van de onduidelijkheden die dit duale beheer met zich meebrengt en om ook de beheerder tot de orde te kunnen roepen voor de eventuele ondeugdelijkheid van zijn activiteiten, zal de vergunningplicht van art. 2:55 Wft verschuiven van de aanbieder naar de beheerder. Tegelijkertijd wordt het element dat het beheer van de zaak hoofdzakelijk wordt uitgevoerd door een ander dan de verkrijger uit de definitie van beleggingsobject geschrapt. De wetgever gaat in het wetsvoorstel uit van een op zichzelf staande financiële onderneming die het algehele beheer voor zijn rekening neemt. Dat beheer kwalificeert dan als financiële dienst in de zin van art. 1:1 Wft.

De activiteiten die de beheerder zal verrichten, zijn grotendeels afgeleid van de Richtlijn AIFMD.<sup>12</sup> Dit betreft onder meer het portefeuillebeheer, diverse

administratieve taken, maar ook het feitelijk onderhoud van het beleggingsobject en het risicomanagement. Met risicomanagement doelt de wetgever op het kunnen herkennen, meten, beheersen en bewaken van de risico's die kleven aan het beleggingsobject.<sup>13</sup> Omdat met de vergunning voor het optreden als beheerder van een beleggingsobject ook beleggingsobjecten kunnen worden aangeboden, valt die activiteit vanzelfsprekend ook onder de taken van de beheerder. Ook het aangaan, beheren of uitvoeren van de overeenkomst verschuift als taak van de aanbieder naar de beheerder, aangezien het aanbieden van een beleggingsobject verschuift van sub a naar sub d van de definitie van aanbieden in art. 1:1 Wft. Deze verschuiving brengt eveneens met zich mee dat het aanbieden zich niet meer uitsluitend richt tot particuliere beleggers, maar tot cliënten in het algemeen. Een materiële wijziging is daarmee door de wetgever overigens niet beoogd, aangezien het uitsluitend aanbieden van een beleggingsobject aan gekwalificeerde beleggers<sup>14</sup> vrijgesteld blijft van de vergunningplicht.

### 3.4. Het huidige regime voor het aanbieden van obligaties

Obligaties zijn (verhandelbare) schuldtitels. Omdat met obligaties vreemd vermogen wordt aangetrokken en obligatiehouders doorgaans niet deelnemen in het eigen vermogen van de uitgevende instelling, kwalificeren obligaties niet als recht van deelneming. Het aanbieden van obligaties is daarom niet vergunningplichtig zoals het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling (art. 2:65 Wft) of rechten van deelneming in een icbe (art. 2:69b Wft). Het aanbieden van verhandelbare obligaties en andere verhandelbare schuldinstrumenten zoals bedoeld in sub b van de definitie van effect in art. 1:1 Wft valt onder het regime van H 5.1 Wft, zodat er in beginsel een prospectusplicht geldt terzake de aanbieding ervan, op de voet van art. 5:2 Wft.

Op deze prospectusplicht bestaan uitzonderingen en vrijstellingen. Expliciet zijn in Afdeling 5.1.2 Wft bepaalde soorten aanbiedingen en (categorieën) effecten uitgezonderd. Zo is het verbod van art. 5:2 Wft bijvoorbeeld niet van toepassing op aanbiedingen aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers of indien er wordt aangeboden aan minder dan 150 personen. Daarnaast geldt het verbod niet als de nominale waarde per effect ten minste € 100.000 bedraagt of als de effecten slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste € 100.000 per belegger; de zogenaamde pakketvrijstelling die volgens de AFM niet voor beleggingsob-

van beleggingsobject in art. 1:1 Wft bepaalde rechten aanwijzen als beleggingsobject. Zie art. 2 Besluit Definitiebepalingen Wft.

10. Zie Rb. Rotterdam d.d. 3 maart 2011, LJN BP6971.

11. Zie CBb d.d. 7 april 2011, JOR 2011/187.

12. Zie Bijlage I van de Richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010 (*PbEU* 2011, L 174).

13. Zie Memorie van Toelichting, p. 6.

14. Gekwalificeerde beleggers zijn ingevolge de definitie van art. 1:1 Wft: professionele beleggers, beleggers die op verzoek als professioneel worden aangemerkt en in aanmerking komende tegenpartijen.

jecten geldt.<sup>15</sup> Evenmin geldt de prospectusplicht als de totale tegenwaarde van de effecten minder dan € 100.000 bedraagt.

Daarnaast bevat art. 53 Vr Wft enkele belangrijke vrijstellingen van de prospectusplicht. In lid 2 van dat artikel is onder meer bepaald dat het aanbieden van effecten aan het publiek in Nederland is vrijgesteld van H 5.1 Wft voor zover de effecten deel uitmaken van een aanbieding waarbij de totale tegenwaarde van de aanbieding binnen de EER, berekend per categorie en over een periode van twaalf maanden, minder dan € 2,5 miljoen bedraagt. Indien de aanbieder zich niet enkel richt tot gekwalificeerde beleggers, dient de aanbieder in reclame-uitingen en documenten waarin de aanbieding in het vooruitzicht wordt gesteld wel te vermelden dat er geen prospectusplicht bestaat en dat de AFM geen toezicht uitoefent op de aanbieding (wederom: het 'wild-west-bordje'). Juist van deze € 2,5 miljoen-vrijstelling, die niet geldt voor aanbieders van beleggingsobjecten maar enkel voor aanbieders van effecten, maken aanbieders van beleggingsobligaties in de praktijk graag gebruik. Daarmee blijven deze relatief kleine aanbiedingen buiten het 'Wft-toezicht' van de AFM. Immers: er is geen vergunningplicht en er is een vrijstelling van de prospectusplicht.

### 3.5. Het nieuwe beleggingsobligatieregime

Een beleggingsobligatie wordt in het wetsvoorstel gedefinieerd als: (i) een verhandelbare obligatie of een ander verhandelbaar schuldinstrument waarmee gelden of goederen worden gevraagd of verkregen ter collectieve belegging teneinde uit de opbrengst van die belegging de verplichtingen uit het schuldinstrument te voldoen en (ii) een ander bij AMvB aan te wijzen vergelijkbaar instrument. Met het element 'collectieve belegging' sluit de wetgever aan bij de betekenis van dit begrip onder de Richtlijn AIFMD: het samenbrengen van opgehaald kapitaal voor beleggingsdoeleinden met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten voor beleggers.<sup>16</sup> Met de zinsnede 'teneinde uit de opbrengst van die belegging de verplichtingen uit het schuldinstrument te voldoen' lijkt de wetgever een in zijn ogen essentieel verschil met een bedrijfsobligatie te willen benadrukken: niet de bedrijfsactiviteiten vormen de basis voor de terugbetaling van rente en hoofdsom, maar de opbrengst van de beleggingen.

Het wetsvoorstel introduceert een vergunningplicht voor de beheerder van een of meerdere beleggingsobligaties. Deze vergunningsplicht wordt, net

zoals die voor de beheerder van een beleggingsobject zal gelden, verankerd in art. 2:55 Wft. Ook de activiteiten die de beheerder van beleggingsobligaties dient te verrichten zijn grotendeels afgeleid van de Richtlijn AIFMD, zoals portefeuillebeheer en risicobeheer. De beheerder zal doorlopend inzicht moeten hebben in de beleggingsstrategieën en de activa waarin is belegd, teneinde zijn in het prospectus beschreven risicoprofiel te bewaken. De administratieverplichtingen van de beheerder zien met name op het zorg dragen voor de vereiste verslaglegging en het bijhouden van een obligatiehouderregister. De beheerder van beleggingsobligaties zal mogen adviseren over de beleggingsobligaties die hij beheert en de beheerder zal orders mogen ontvangen en doorgeven met betrekking tot die beleggingsobligaties, zonder te beschikken over een art. 2:96 Wft vergunning.

### 3.6. De toepasselijkheid van Deel 3 Wft en Deel 4 Wft op beleggingsobjecten en beleggingsobligaties

Een aantal specifieke bepalingen regelt of en in hoeverre Deel 3 Wft en Deel 4 Wft van toepassing zijn op de beheerder en bewaarder van een beleggingsobject of beleggingsobligaties. Zo zal ingevolge het nieuwe art. 3:2a Wft gelden dat de prudentiële eisen van Deel 3 Wft alleen van toepassing zullen zijn op een beheerder van een beleggingsobject voor zover de beleggers een recht op rendement toegezegd krijgen. Wanneer een beheerder meerdere beleggingsobjecten aanbiedt, geldt slechts met betrekking tot de beleggingsobjecten die voor de beleggers een recht op rendement inhouden prudentieel toezicht.<sup>17</sup> Art. 4.1 Wft zal de reikwijdte van Deel 4 Wft bepalen. Aan dat artikel wordt toegevoegd dat beheerders van beleggingsobjecten en beheerders van beleggingsobligaties, waaraan het ingevolge de nieuwe Afdeling 2.2.5 Wft is toegestaan om op te treden als beheerder, onder de werking van Deel 4 Wft zullen vallen. Omdat de aanbieder en beheerder van een beleggingsobject vaak dezelfde entiteit zijn, wordt in art. 4:2e Wft bepaald dat hetgeen geldt voor financiële dienstverleners niet van toepassing is op de beheerder van een beleggingsobject. Door middel van het nieuwe art. 4:2f Wft worden aanbieders van beleggingsobligaties, voor zover nodig, onder gedragtoezicht gebracht.

### 3.7. Soliditeit en bedrijfsvoering terzake beleggingsobjecten en beleggingsobligaties

In lijn met art. 3:17 Wft kunnen eisen worden gesteld aan de soliditeit van beide types beheerder en bewaarder en er zal een minimum eigenvermogens eis worden gesteld, inclusief meldingsplicht in lijn met art. 3:53 Wft. Aan de beheerder van een beleggingsobject en de beheerder van beleggingsob-

15. Zie de interpretaties van de AFM over het aanbieden van effecten en beleggingsobjecten: [www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/interpretaties-aanbieden-effecten-beleggingsobjecten](http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/onderwerpen/interpretaties-aanbieden-effecten-beleggingsobjecten).

16. Zie ESMA, Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD, FSMA\_2014\_11-1.

17. Zie Memorie van Toelichting, p. 19.



bligaties zal de eis worden gesteld dat zij als rechtspersoon in Nederland gevestigd zijn, zoals thans voor beheerders van beleggingsinstellingen ook geldt op de voet van art. 4:37c Wft. In een nieuw art. 4:30c Wft zullen voor zowel de beheerder van een beleggingsobject als de beheerder van beleggingsobligaties regels worden geïntroduceerd ter bewerkstelling van een adequate vermogensscheiding, in lijn met de geldende regels voor beleggingsondernemingen (art. 4:87 Wft). De beheerder van een beleggingsobject of van beleggingsobligaties zal moeten voldoen aan met art. 4:37e Wft vergelijkbare bedrijfsvoeringseisen, zoals het nemen van maatregelen ter beteugeling van mogelijke belangenconflicten. De dagelijks beleidsbepalers en eventuele leden van een toezichthoudend orgaan van de beide beheer- en bewaaratypes zullen worden onderworpen aan de eisen van art. 4:9 Wft respectievelijk art. 4:10 Wft.

### 3.8. Het beleggingsobjectenprospectus en het beleggingsobligatieprospectus

In lijn met het huidige art. 4:30a Wft, dat geldt voor aanbieders van een beleggingsobject en art. 4:37l Wft, dat geldt voor beheerders van een beleggingsinstelling, zal de beheerder van een beleggingsobject of van beleggingsobligaties terzake de aanbieding een prospectus moeten verstrekken aan beleggers voordat deze beleggers de beleggingen verwerven. Dit prospectus zal geactualiseerd op een website beschikbaar moeten zijn. Deze uit een nieuw art. 4:30f Wft voortvloeiende verplichtingen gelden niet voor de beheerder van beleggingsobligaties, voor zover deze beheerder ingevolge Deel 5 Wft een prospectus dient op te stellen. Ik neem aan dat deze in het nieuwe art. 4:30f lid 6 Wft opgenomen uitzondering niet van toepassing is, indien de beheerder gebruik maakt van een uitzondering van het verbod van art. 5:2 Wft of van een vrijstelling van dit verbod, in lijn met de uitleg van het huidige art. 4:37l lid 5 Wft terzake de beheerder van een beleggingsinstelling. Nu de wetgever aankondigt dat de ‘€ 2,5 miljoen vrijstelling’ voor het aanbieden van beleggingsobligaties zal komen te vervallen, zal het aanbieden van verhandelbare beleggingsobligaties altijd gepaard moeten gaan met het algemeen verkrijgbaar stellen van een prospectus. Ofwel conform Deel 5 Wft, ofwel conform Deel 4 Wft.

### 3.9. Informatieverstrekking aan de AFM en DNB

Ten behoeve van een beter toezicht zullen er periodieke informatieverplichtingen jegens DNB en de AFM gaan gelden (in lijn met art. 3:72 lid 1 Wft respectievelijk art. 4:37o Wft). Daarnaast zal de accountant van beide beheertypes, vergelijkbaar met de accountant van een beheerder van een beleggingsinstelling, de verplichting krijgen om DNB in kennis te stellen van door hem geconstateerde omstandigheden die de financiële soliditeit van de onderneming bedreigen (in lijn met art. 3:88 Wft).

## 4. De bewaarder van een beleggingsobject of beleggingsobligaties

Ik gaf al aan dat de beheerder van een beleggingsobject verplicht kan worden om een bewaarder aan te stellen, als de AFM dit nodig acht in het kader van beleggersbescherming. Die eis kan gesteld worden bij vergunningverlening, maar ook daarna in het doorlopend toezicht. Gevallen waarin het beleggingsobject eigendom wordt van de belegger zullen volgens de wetgever minder snel nopen tot het aanstellen van een bewaarder, dan gevallen waarin de belegger een ander recht op een beleggingsobject verkrijgt, zoals bijvoorbeeld een kaprecht.<sup>18</sup> In het geval van beleggingsobligaties dient altijd een bewaarder te worden aangesteld. De reden hiervoor is dat de wetgever meent dat er met betrekking tot de taken van de bewaarder geen relevante verschillen zijn tussen beleggingsobligaties en deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling.<sup>19</sup> Net als ingeval van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling, heeft de onafhankelijk bewaarder als enig doel het bewaren en administreren van beleggingsobjecten of de activa waarin wordt belegd door middel van beleggingsobligaties.

## 5. Uitzonderingen en ontheffing

In art. 2:56 Wft zullen uitzonderingen worden opgenomen op het verbod om in Nederland beleggingsobjecten of beleggingsobligaties aan te bieden zonder dat de beheerder van een beleggingsobject of beheerder van beleggingsobligaties een door de AFM verleende vergunning voor het beheren daarvan heeft. Ingevolge dit artikel worden uitgezonderd van art. 2:55 Wft, net zoals dat thans grotendeels voor het aanbieden van beleggingsobjecten geldt, de financiële ondernemingen die beschikken over een door DNB verleende vergunning voor het uitoefenen van het bedrijf van verzekeraar of bank en financiële ondernemingen aan wie door DNB – kort gezegd – een verklaring van ondertoezichtstelling is verleend. Daarnaast creëert de wetgever een uitzondering voor aanbiedingen die zich uitsluitend richten tot gekwalificeerde beleggers. De uitzonderingen terzake financiële ondernemingen met zetel in een andere lidstaat zullen in het nieuwe art. 2:57 Wft ongewijzigd blijven. Deze golden al voor het aanbieden van beleggingsobjecten en zullen ook gaan gelden voor het aanbieden van beleggingsobligaties. De ontheffingsmogelijkheid van de vergunningplicht wordt uitgebreid tot het aanbieden van beleggingsobligaties.

18. Zie Memorie van Toelichting, p. 8.

19. Zie Memorie van Toelichting, p. 9.

## 6. Overgangsrecht

Beleggingsobjecten die zijn aangeboden voor inwerkingtreding van het wetsvoorstel worden niet aan de nieuwe regelgeving onderworpen. De geldende vrijstellingen blijven van toepassing, ook als de reeds aangeboden beleggingsobjecten (nog steeds) verhandeld worden. Indien de aanbieder die al actief was voor inwerkingtreding van het wetsvoorstel een nieuw aanbod van beleggingsobjecten wil doen wanneer het wetsvoorstel van kracht is, zijn de nieuwe regels wel van toepassing. Om enige tijd te hebben om de organisatie en aanbidding conform de nieuwe regelgeving in te richten, zal er een overgangsperiode gelden van zes maanden, te rekenen vanaf het moment dat het wetsvoorstel van kracht is. Binnen deze periode geldt een vrijstelling van de verplichtingen die voortvloeien uit de nieuwe regelgeving. De aanbieder kan die tijd bijvoorbeeld gebruiken om een vergunning aan te vragen, een extra bestuurder aan te trekken en om eventueel een bewaarder aan te stellen. Voor inwerkingtreding van het wetsvoorstel afgegeven vergunningen worden gelijkgesteld met de nieuwe vergunning voor het beheren van een beleggingsobject. Dat betekent vanzelfsprekend niet dat daarmee automatisch wordt voldaan aan alle vergunningsvoorwaarden.

Het overgangsrecht voor beheerders van beleggingsobligaties is in lijn met het overgangsrecht voor beheerders van beleggingsobjecten. Als er na inwerkingtreding van het wetsvoorstel een aanbidding wordt gedaan, dient een vergunninghoudend beheerder conform de nieuwe regelgeving aanwezig te zijn, uiterlijk zes maanden na inwerkingtreding van het wetsvoorstel. Er is geen sprake van het gelijkstellen van vergunningen, aangezien er thans geen vergunningplicht geldt terzake beleggingsobligaties.

## 7. Enkele kanttekeningen bij het wetsvoorstel

De wetgever motiveert het voorgestelde wettelijk kader met het standpunt dat er wordt belegd met andermans geld, ongeacht of er wordt belegd in beleggingsobjecten, deelnemingsrechten of beleggingsobligaties. De wetgever wenst daarom een vergelijkbare mate van beleggersbescherming voortvloeiend uit een vergelijkbaar regelgevend kader. Het is op zichzelf juist dat er in alle genoemde gevallen gelden van een belegger worden aangehouden. Tevens is bescherming van met name de particuliere belegger, ongeacht waarin hij belegt, een van de primaire doelstellingen van het financieel toezichtrecht. Niettemin zijn er kanttekeningen te plaatsen bij de motivering van de wetgever, die overigens rechtstreeks uit de koker van de AFM lijkt te komen.

Ten eerste lijkt de definitie van beleggingsobligatie een ruime strekking te hebben. Alle uitgiftes

van obligaties waarvan niet de bedrijfsactiviteiten de basis vormen voor terugbetaling van rente en hoofdsom maar de opbrengst van de belegging, kunnen tot het domein van de beleggingsobligatie worden gerekend. De definitie lijkt daarmee verder te gaan dan één van de belangrijkste doelstellingen van het nieuwe regime: het bieden van voldoende zekerheid en verhaal aan beleggers die obligaties verwerven van 'lege' uitgevende instellingen.<sup>20</sup> Daarnaast is de scheidslijn tussen een beleggingsobligatie en een 'normale' obligatie naar mijn mening onvoldoende helder. De wetgever zou de definitie van beleggingsobligatie moeten aanscherpen om marktpartijen en hun adviseurs helderheid te verschaffen.

Ten tweede kan worden opgemerkt dat de kosten die gepaard gaan met het verkrijgen van een vergunning en het voldoen aan de doorlopende toezichtseisen zwaar zullen drukken op relatief kleine aanbieders van beleggingsobligaties, die voorheen zonder toezichtkosten konden opereren. Alhoewel de wetgever voornemens is om de vrijstellingsgrens terzake het prospectus te verhogen van € 2,5 miljoen naar € 5 miljoen,<sup>21</sup> zullen aanbieders van beleggingsobligaties, in tegenstelling tot aanbieders van verhandelbare bedrijfsobligaties, geen baat hebben bij deze verhoging. Deze vrijstelling zal immers niet van toepassing zijn op het aanbieden van beleggingsobligaties. Omdat de wetgever nadrukkelijk voorsorteert op het onderbrengen van niet-verhandelbare beleggingsobligaties onder sub b van de definitie van beleggingsobligatie,<sup>22</sup> zal ook het niet verhandelbaar maken van de beleggingsobligatie de aanbieder (op termijn) geen soelaas bieden.

Een belangrijk argument van de wetgever voor het nieuwe regime is het gebrek aan afdoende informatieverstrekking rond de aanbidding van beleggingsobligaties. Datzelfde argument wordt gevoerd voor de aanbidding van beleggingsobjecten. Bij deze laatste categorie lijkt het wetsvoorstel echter meer gericht op het wegnemen van de onduidelijkheid in de uitvoer van beheertaken en het niet gereguleerd zijn van de (feitelijk) beheerder van het desbetreffende beleggingsobject en minder nadrukkelijk op de verbetering van informatieverstrekking aan particuliere beleggers. De AFM vindt het kennelijk onvoldoende dat zij bevoegd is tot het opleggen van sancties als een aanbieder van beleggingsobligaties of beleggingsobjecten de bepalingen van Afdeling 6.3.3A BW niet naleeft en daarmee een oneerlijke handelspraktijk pleegt. Ook het feit dat de belegger zelf op grond van het in Afdeling 6.3.3A BW bepaalde stappen kan ondernemen tegen de handelaar, staat niet in de weg aan het onderwerpen van de beleggingsobligatie en het beleggingsobject aan een strenger regime. Dit terwijl het geboden in-

20. Zie Memorie van Toelichting, p. 3.

21. *Kamerstukken II* 2015/16, 22 112, nr. 2051.

22. Zie Memorie van Toelichting, p. 14.

strumentarium van de oneerlijke handelspraktijk steeds vaker ter hand lijkt te worden genomen. De wetgever zal daar – ik denk terecht – tegenoverstellen dat het instrumentarium van de oneerlijke handelspraktijk enkel sancties en acties achteraf oplevert. Het leed voor de belegger kan dan al geleden zijn. De wetgever wil zowel kunnen selecteren aan de poort als daarna in het doorlopend toezicht, onder meer door het opleggen van doorlopende informatieverplichtingen jegens de toezichthouders. Als de geconstateerde misstanden inderdaad qua ernst en frequentie daartoe nopen, dan valt hier wat voor te zeggen. Echter, eerdere misstanden rond bepaalde soorten obligaties, zoals ‘perpetuals’ en ‘steepeners’, noopten niet tot het optuigen van een eigen (verscherpt) regime. De reden daarvoor zal denk ik liggen in het feit dat deze instrumenten veelal door streng gereguleerde en aan kapitaaleisen onderworpen banken worden uitgegeven.

## 8. Tot slot

Slotsom van het wetsvoorstel is in ieder geval dat de toch al niet in helderheid uitblinkende Wft zal worden uitgebreid met een aantal nieuwe begrippen, reikwijdtebepalingen, financiële diensten en financiële ondernemingen. Partijen die kapitaal wensen op te halen, zullen nog meer op hun hoede moeten zijn om het almaar uitdijend en strenger wordend regelgevend kader niet te overtreden. Omdat van marktdeelnemers mag worden verwacht dat zij op de hoogte zijn van de relevante wet- en regelgeving en omdat de overtreding van centrale verbodsbepalingen door de AFM per definitie als ernstige overtreding wordt beschouwd,<sup>23</sup> geldt voor kapitaalvragers eens te meer: bezint eer gij kapitaal ophaalt.

---

23. Zie langs deze lijn de Rechtbank Rotterdam, 3 maart 2016, JOR 2016/130.