



Universiteit
Leiden
The Netherlands

Investor protection: Towards additional EU regulation of investment funds?

Wegman, H.E.

Citation

Wegman, H. E. (2016, February 23). *Investor protection: Towards additional EU regulation of investment funds?*. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/38038>

Version: Corrected Publisher's Version

License: [Licence agreement concerning inclusion of doctoral thesis in the Institutional Repository of the University of Leiden](#)

Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/38038>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).

Cover Page



Universiteit Leiden



The handle <http://hdl.handle.net/1887/38038> holds various files of this Leiden University dissertation

Author: Wegman, Hanneke

Title: Investor protection : towards additional EU regulation of investment funds ?

Issue Date: 2016-02-23

Samenvatting

Dit proefschrift behandelt de vraag of er een *level playing field* is tussen Europese beleggers die beleggen in EU-beleggingsinstellingen en Europese beleggers die beleggen in Amerikaanse beleggingsinstellingen en, als dit niet het geval is, of de Europese wetgever aanvullende regelgeving zou moeten aannemen op basis van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie ('VwEU'). Om tot een antwoord te komen op deze vraag komen de volgende deelvragen aan bod: (1) Welke kenmerken van beleggingsinstellingen met betrekking tot de activiteiten van fondsmanagers zijn van belang voor de bescherming van beleggers? (2) Hoe zijn EU- en Amerikaanse beleggingsinstellingen die worden aangeboden aan Europese particuliere beleggers gereguleerd op het gebied van beleggersbescherming? (3) Zorgt deze regelgeving voor een *level playing field* voor beleggers die in EU- en Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen en zo niet, biedt het VwEU een juridische basis voor aanvullende Europese regelgeving op dit gebied?

Met betrekking tot de eerste deelvraag ('Welke kenmerken van beleggingsinstellingen met betrekking tot de activiteiten van fondsmanagers zijn van belang voor de bescherming van beleggers?'), kan worden geconcludeerd dat de volgende fondskenmerken de grootste invloed hebben op de bescherming van beleggers: (1) de regulering van de fondsmanager, (2) de toezichthoudende functie van de bewaarder ('*depository*') op de fondsmanager, (3) de deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en het daarbij behorende stemrecht, (4) de kostenstructuur van beleggingsinstellingen, inclusief de vergoedingen aan de fondsmanager, en, in beperkte mate, (5) de operationele structuur (open-of closed-end, FoF, master-feeder en/of de paraplustructuur) en beleggingsstrategieën van beleggingsinstellingen. Andere kenmerken, zoals de taken van het fondsbestuur, de verplichting om het vermogen te bewaren bij een apart bewaarder ('*custodian*'), de accountantscontrole van de financiële verslaggeving en de specifieke rechtsvorm van een beleggingsfonds, zijn voor het beschermingsniveau van beleggers in beleggingsinstellingen minder relevant. Dit komt door potentiële conflicterende belangen bij bestuurders, het gebrek aan toezicht op het fondsmanagement door de *custodian* en de accountant, en het feit dat nationale regelgeving die van toepassing is op fondsstructuren zich voornamelijk richt op aansprakelijkheidsregels, fiscaliteit en de bescherming van beleggers tegen het risico op faillissement (in plaats van de beschermingsonderwerpen waar dit onderzoek zich op richt).

Voor de tweede deelvraag ('Hoe zijn EU- en Amerikaanse beleggingsinstellingen die worden aangeboden aan EU-particuliere beleggers gereguleerd op het gebied van beleggersbescherming?'), zijn de EU- en Amerikaanse regels die gelden voor (de managers van) beleggingsinstellingen en die bijdragen aan de bescherming van beleggers geanalyseerd. Op basis van de kenmerken van beleggingsinstellingen die van belang zijn voor de bescherming van beleggers, zijn de volgende zes categorieën van regelgeving geselecteerd: (1) interne controle procedures, (2) restricties op het gebied van het gebruik van *leverage* (hefboomwerking), (3) regels gerelateerd aan het recht om te stemmen, (4) transparantie en informatievoorschriften, (5) regelgeving inzake deugdelijk beheer en (6) de toezichttaken van de *depository*.

Met betrekking tot de interne controleprocedures zijn er in het algemeen weinig verschillen tussen de EU- en Amerikaanse regelgeving voor beleggingsinstellingen waar te nemen. Beide gaan uit van een '*principle-based*' benadering waarbij richtlijnen voor de procedures en de controle van deze procedures zijn vastgesteld en geven derhalve ongeveer een gelijk beschermingsniveau aan beleggers. Indien een EU-particuliere belegger echter rechtstreeks belegt in Amerikaanse geregistreerde beleggingsinstellingen met een open-end karakter ('*mutual funds*'), bestaat er wel een verschil in beschermingsniveau. In een dergelijk geval dient de manager van het Amerikaanse *mutual fund* namelijk alleen te voldoen aan de vereisten uit de AIFM-Richtlijn, waarin, anders dan in de ICBE-Richtlijn voor ICBE's, geen vastgestelde methoden voor risicometing zijn opgenomen. Dit creëert een ongelijk speelveld tussen EU- en Amerikaanse fondsen voor particuliere beleggers (ICBE's en *mutual funds*). Naar mijn mening zijn de voordelen van het verplicht stellen van ICBE-methoden voor risicometing voor Amerikaanse *mutual funds*, namelijk verbetering van de vergelijkbaarheid tussen beleggingsinstellingen en versterking van het vertrouwen van beleggers, groter dan de potentiële extra kosten voor de beleggingsinstellingenindustrie.

ICBE's zijn onderhevig aan diverse restricties op het gebied van het gebruik van *leverage* (door middel van derivaten of geleend geld). Voor Amerikaanse *mutual funds* gelden minder strenge eisen op dit gebied, maar de SEC is van plan om dit in de toekomst aan te scherpen conform het EU-model. Tussen overige Amerikaanse beleggingsinstellingen en AIFs zijn geen verschillen; beide typen beleggingsinstellingen zijn vrij in hun gebruik van *leverage*.

Wat betreft de stemrechten van beleggers in (jaarlijkse of tussentijdse) vergaderingen van beleggers, is gebleken dat de Europese en Amerikaanse regels op veel punten dezelfde restricties opwerpen. EU- en Amerikaanse beleggingsinstellingen zijn slechts in bepaalde gevallen verplicht een dergelijke vergadering te houden en er kunnen diverse beperkingen kunnen worden opgeworpen door het fondsbestuur die (de uitoefening van het) stemrecht van beleggers bemoeilijken. Hoewel het stemrecht van beleggers in beleggingsinstellingen dus beperkt is, kan worden opgemerkt dat beleggers er ook vaak voor kiezen om te 'stemmen met hun voeten', oftewel de deelnemingsrechten te verkopen, in plaats van deel te nemen aan de vergadering indien ze ontevreden zijn over het management van de beleggingsinstelling.

Transparantie- en informatievoorschriften die gelden voor beleggingsinstellingen kunnen worden onderverdeeld in (1) precontractuele transparantievoorschriften en (2) doorlopende transparantievoorschriften. Precontractuele transparantievoorschriften zijn in gelijke mate terug te vinden in EU- en Amerikaanse regelgeving. Er bestaat echter een verschil op het punt van beleggersbescherming indien een Amerikaans *mutual fund* rechtstreeks wordt aangeboden aan EU-'professionele' *retail* beleggers (individuele beleggers

met veel vermogen of beleggerservaring). In een dergelijk geval dient de fondsmanager alleen een AIF-prospectus te verstrekken. Omdat dit document aan minder (gedetailleerde) voorschriften gebonden is dan het precontractuele informatiedocument ('KII') voor ICBE's, kan worden aangenomen dat beleggers minder bescherming of in ieder geval minder vergelijkbare informatie krijgen wanneer zij rechtstreeks beleggen in Amerikaanse *mutual funds* dan wanneer zij beleggen in vergelijkbare ICBE's. Dit verschil in informatieniveau impliceert dat aanvullende regelgeving op dit gebied wenselijk is. De kosten-batenanalyse met betrekking tot dit onderwerp laat eveneens zien dat de voordelen voor beleggers, namelijk het verkrijgen van begrijpelijke en vergelijkbare informatie, opwegen tegen de extra kosten voor de beleggingsinstellingenindustrie.

Indien een Amerikaanse beleggingsinstelling wordt aangeboden in de EU via een EU-beleggingsinstelling (FoF of *feeder*), hoeft er geen informatie verstrekt te worden over de in het verleden behaalde resultaten, de onderliggende managementkosten en, in geval van een AIF-FoF of *feeder*, de risico's van de Amerikaanse beleggingsinstelling. Echter, dezelfde, beperkte informatievoorschriften gelden ook indien een EU-beleggingsinstelling belegt in een andere EU-beleggingsinstelling. Er is dus geen verschil in beschermingsniveau tussen EU-beleggers die in EU-beleggingsinstellingen beleggen via EU-FoFs/*feeders* en EU-beleggers die in Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen via dergelijke structuren.

Betoogd zou echter kunnen worden dat, met het oog op beleggersbescherming, de Europese wetgever de informatieverplichtingen voor ICBE-FoF's zou moeten aanscherpen of de mogelijkheden voor ICBE's om in andere (EU- en Amerikaanse 'alternatieve') beleggingsinstellingen zou moeten beperken. Naar mijn mening is dergelijke regelgeving niet wenselijk gelet op reeds geldende restricties en de (disproportionele) kostenverzwaring en concurrentienadelen die dit voor de ICBE-industrie zou meebrengen. Andere mogelijkheden om het beschermingsniveau te verhogen zijn het versterken van de regels voor MiFID 2 tussenpersonen inzake het beoordelen van de geschiktheid of passendheid van de beleggingsinstelling voor de belegger en het verplicht stellen van het uitvoeren van een vergelijkbare geschiktheidstest voor ICBE-managers. Beide opties kunnen echter eveneens terzijde worden gelegd gelet op de onwenselijke extra kosten voor beleggers bij het inschakelen van een tussenpersoon (wat een mogelijke afname van het aantal tussenpersonen dat ICBE's aan particuliere beleggers aanbiedt tot gevolg kan hebben) en de (disproportionele) kostenverzwaring voor ICBE-managers.

De doorlopende transparantieverplichtingen waar EU- en Amerikaanse beleggingsinstellingen aan dienen te voldoen in hun periodieke rapportages is voor een groot deel gelijk. Met betrekking tot indirecte beleggingen in beleggingsinstellingen, valt het op dat beleggers in ICBE-FoF's meer adequate informatie over de kosten van de onderliggende fondsbeleggingen krijgen dan beleggers in AIF- FoF's of *feeders*. Echter, aangezien dit voor zowel EU-FoF's/*feeders* die in EU-beleggingsinstellingen beleggen als voor EU-FoF's/*feeders* die in Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen geldt, is er vanuit het oogpunt van dit onderzoek geen noodzaak voor aanvullende regelgeving op dit gebied. Hetzelfde geldt voor de aanvullende doorlopende informatieverplichtingen voor AIF's. Amerikaanse beleggingsinstellingen die rechtstreeks in de EU worden aangeboden zullen dit doorgaans doen onder de AIFM-Richtlijn. Hierdoor is er geen verschil tussen EU-beleggers die in een EU-AIF beleggen en EU-beleggers die in een Amerikaanse (AIF) beleggingsinstelling beleggen. Wanneer een Amerikaanse beleggingsinstelling wordt aangeboden via een EU-FoF of *feeder* is er ook geen verschil in beschermingsniveau omdat EU-FoF's en *feeders* dezelfde

doorlopende informatie aan beleggers moeten verstrekken over hun beleggingen in EU als over hun beleggingen in Amerikaanse beleggingsinstellingen.

Fondsmanagers dienen zich onder het EU- en Amerikaanse recht te houden aan twee centrale gedragsregels: (1) de loyaliteitsplicht en (2) de zorgplicht. De twee rechtstelsels passen deze plichten grotendeels op dezelfde wijze toe. Beleggingsinstellingen worden verplicht om ervoor zorg te dragen dat zij een zo goed mogelijk resultaat behalen (*'best execution'*), geschikte fondsmanagers aannemen en voldoende onderzoek (*'due diligence'*) verrichten naar hun beleggingen. Met betrekking tot de zorgplicht is er wel een verschil tussen het EU- en Amerikaans recht waar te nemen. Onder het Amerikaanse *common law*-systeem dient de aan de belegger verstrekte informatie duidelijk en niet misleidend te zijn en moet alle relevante informatie verstrekt worden voorafgaand aan de belegging. De EU-zorgplicht bevat een dergelijke verplichting niet. In de praktijk zorgt dit echter niet voor veel problemen aan gezien fondsmanagers die beleggingsinstellingen in de EU aanbieden onderworpen zijn aan gelijksoortige precontractuele informatieverplichtingen onder de ICBE- of AIFM- Richtlijn. Fondsmanagers die Amerikaanse beleggingsinstellingen rechtstreeks aanbieden aan EU- beleggers zullen veelal verplicht zijn om dergelijke, tijdige informatie te verstrekken aan beleggers onder de AIFM-Richtlijn.

De toezichttaken die de *depositary* dient uit te voeren op beleggingsinstelling, inhoudende *ex-post* controle op de orderuitvoering en of de fondsmanager zich houdt aan de toepasselijke interne documenten en de wet- en regelgeving, en *ex-ante* controle van de kasstromen, is alleen terug te vinden in het EU-recht. Het Amerikaanse recht kent geen verplichting voor beleggingsinstellingen om een *depositary* of andere entiteit met dergelijke taken aan te nemen (alleen een *custodian* met een bewaarfunctie). Echter, wanneer een fondsmanager een Amerikaanse beleggingsinstelling in de EU aanbiedt, zal hij verplicht zijn een dergelijke entiteit met toezichttaken aan te stellen onder de AIFM-Richtlijn. Deze verplichting geldt niet indien er sprake is van een uitzondering op toepassing van de AIFM -Richtlijn of indien de beleggingsinstelling wordt aangeboden op eigen initiatief van de belegger (*'reverse solicitation'*) via een EU- (ICBE/AIF) FoF of *feeder*. Deze laatste ontwijkingsmogelijkheid kan worden aangepakt door EU-FoF's of *feeders* te verplichten om alleen te beleggen in andere beleggingsinstellingen indien deze een *depositary* of andere entiteit met gelijksoortige toezichttaken hebben aangenomen. Naar mijn mening heeft een dergelijke regel voor ICBE-FoF's relatief weinig invloed aangezien ICBE's reeds onderworpen zijn aan diverse restricties met betrekking tot beleggingen in andere beleggingsinstellingen. Daarnaast zou dit kunnen leiden tot een (onwenselijk) concurrentienadeel van ICBE-FoF's ten opzichte van andere ICBE's die beleggers gelijksoortige (indirecte) toegang tot Amerikaanse beleggingsinstellingen verschaffen, zoals indexvolgende en gestructureerde ICBE's. Resterende mogelijke 'onderliggende' *depositary* verplichting voor EU-AIF-FoF's/*feeders*. Hoewel deze regel tot gevolg zou kunnen hebben dat EU-AIF-FoF's/*feeders* niet meer in Amerikaans beleggingsinstellingen zullen beleggen (of dat Amerikaanse beleggingsinstellingen hun deelnemingsrechten niet meer zullen aanbieden via EU-beleggingsinstellingen), is het te behalen voordeel voor beleggers, namelijk een extra beschermingslaag ter controle van de fondsmanager, dusdanig groot dat een dergelijke regel naar mijn mening gerechtvaardigd is. Bovendien kan worden betoogd dat indien een dergelijke regel niet zou worden ingevoerd, de FoF/*feeder*-structuur een makkelijke toegang biedt voor fondsmanager tot ontwijking van de *depositary* beschermingsregels uit de AIFM- Richtlijn.

Ten derde, met betrekking tot de laatste deelvraag ('Zorgt deze regelgeving voor een *level playing field* voor beleggers die in EU- en Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen en zo niet, biedt het VwEU een juridische basis voor aanvullende Europese regelgeving op dit gebied?'), valt het op dat er weinig verschil is tussen de EU- en Amerikaanse beleggersbeschermingsregels die van toepassing zijn op beleggingsinstellingen. Niettemin zijn er drie typen beschermingsregels waar de EU-wetgever zich op zou kunnen richten vanuit de *level playing field*-gedachte: (1) risicometingsmethoden voor Amerikaanse *mutual funds* die rechtstreeks in de EU aanbieden aan 'professionele' *retail* beleggers onder de AIFM-Richtlijn, (2) precontractuele transparantievoorschriften voor dergelijke Amerikaanse *mutual funds* en (3) 'onderliggende' *depository* toezichttaken voor EU-AIF-FoF's of *feeders* die in Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen.

De eerste categorie regelgeving heeft betrekking op ICBE-achtige risicometingsmethoden voor Amerikaanse *mutual funds* die worden aangeboden in de EU. De tweede categorie regelgeving ziet op KII of KII-achtige precontractuele transparantievoorschriften naar het ICBE-voorbeeld voor dergelijke Amerikaanse *mutual funds*. De derde categorie heeft betrekking op de verplichting voor EU-AIF-FoF's en *feeders* om alleen te beleggen in onderliggende Amerikaanse fondsen die een *depository* hebben aangesteld of een andere entiteit met gelijksoortige toezichttaken als de toezichttaken opgenomen voor de *depository* in de AIFM-Richtlijn.

Gelet op het feit dat de AIFM-Richtlijn is gebaseerd op artikel 53 lid 1 VwEU met betrekking tot de vrijheid van vestiging en dienstverlening, zouden aanpassingen aan deze richtlijn eveneens gebaseerd kunnen worden op deze bepaling. De bestaande huidige nationale marketingregels voor AIF's en de nationale regelingen voor onderhandse plaatsingen kunnen de voorgestelde aanpassingen ook rechtvaardigen. Echter, omdat de AIFM-Richtlijn de uitdrukkelijke intentie heeft om de nationale regelingen voor onderhandse plaatsingen op termijn af te schaffen, is het logischer om een aparte verordening aan te nemen voor AIFM's die Amerikaanse *mutual funds* en EU-AIF's-FoFs/*feeders* die in Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen aanbieden.

Een dergelijke verordening kan worden gebaseerd op artikel 114 lid 1 VwEU. Artikel 114 geeft de EU-wetgever de bevoegdheid om een maatregel te nemen indien daarmee (1) verschillen in nationale wetgeving gelet op de fundamentele vrijheden worden opgeheven of (2) concurrentieverschillen verdwijnen. Een EU-verordening gericht op de harmonisatie van de regels voor AIFM's door (1) ICBE- of ICBE-achtige risicometingsmethoden en precontractuele (KII) transparantievoorschriften voor te schrijven voor AIFM's die Amerikaanse *mutual funds* aan EU-'professionele' *retail* beleggers aanbieden en die (2) AIF FoF's of *feeders* die in Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen verplicht om een aparte entiteit met '*depository*'-achtige toezichttaken conform de AIFM-Richtlijn aan te nemen, is naar mijn mening een gerechtvaardigde manier om obstakels in de vrijheid van vestiging en dienstverlening en concurrentieverschillen tussen AIFM's die de Amerikaanse *mutual funds* en EU-AIF's die in Amerikaanse beleggingsinstellingen beleggen op te heffen. In deze lijn zou ook kunnen worden betoogd dat het wenselijk is een aparte categorie AIFM's onder een EU-paspoort die Amerikaanse *mutual funds* aan EU-particuliere beleggers aanbieden te creëren. Dit zou in feite een (gedeeltelijke) opheffing van de huidige nationale '*retail*' regimes voor AIFM's. Meer onderzoek naar deze regimes is echter nodig voordat een dergelijke conclusie kan worden getrokken.