

# Financial Law Institute

Working Paper Series

**WP 2016-01**



**Simon LANDUYT**

**Toepassingsgebied van het wetgevend kader  
voor de fondsensector in België na de AIFMD**

**May 2016**

**WP 2016-01**

**Simon LANDUYT**

**Toepassingsgebied van het wetgevend kader voor de  
fondssensector in België na de AIFMD**

**Abstract**

Bij wet van 19 april 2014 werd de AIFM-richtlijn omgezet in het Belgisch recht. De impact hiervan op de fondssensector is groot nu een zeer breed gamma aan entiteiten en structuren die een beleggingsfinaliteit hebben, zoals hedge funds en private equity funds, dwingend onder een streng regelgevend kader worden gebracht. De centrale notie “alternatieve instelling voor collectieve belegging” is echter op basis van de gegeven definitie op zijn minst niet helemaal duidelijk. Het gevolg hiervan is dat bij een ruime interpretatie zo goed als iedere onderneming als een AICB kan gekwalificeerd worden. Om de betrokken actoren rechtszekerheid te geven is nochtans een duidelijk toepassingsgebied onontbeerlijk. In deze bijdrage wordt een algemeen overzicht gegeven van het toepassingsgebied van het nieuwe wetgevend kader voor fondsen in België. Specifiek wordt de notie AICB ontleed teneinde een beter begrip ervan mogelijk te maken.



# TOEPASSINGSGBIED VAN HET WETGEVEND KADER VOOR DE FONDSSECTOR IN BELGIË NA DE AIFMD

SIMON LANDUYT

*Bij wet van 19 april 2014 werd de AIFM-richtlijn omgezet in het Belgisch recht. De impact hiervan op de fondssensector is groot nu een zeer breed gamma aan entiteiten en structuren die een beleggingsfinaliteit hebben, zoals hedge funds en private equity funds, dwingend onder een streng regelgevend kader worden gebracht. De centrale notie “alternatieve instelling voor collectieve belegging” is echter op basis van de gegeven definitie op zijn minst niet helemaal duidelijk. Het gevolg hiervan is dat bij een ruime interpretatie zo goed als iedere onderneming als een AICB kan gekwalificeerd worden. Om de betrokken actoren rechtszekerheid te geven is nochtans een duidelijk toepassingsgebied onontbeerlijk. In deze bijdrage wordt een algemeen overzicht gegeven van het toepassingsgebied van het nieuwe wetgevend kader voor fondsen in België. Specifiek wordt de notie AICB ontleed teneinde een beter begrip ervan mogelijk te maken.*

## I. Inleiding

1. Tot voor kort werd de sector van de zogenaamde instellingen voor collectieve beleggingen ('ICB') op Europees niveau weinig gereguleerd. Enkel voor de ICB's in effecten die ressorteerden onder de UCITS-richtlijn<sup>1</sup> ('UCITS-ICB') was (en is) een kader voorzien.<sup>2</sup>

De 'alternatieve instellingen voor collectieve belegging' of *alternative investment funds* ('AICB'), bestaande uit een zeer breed gamma aan entiteiten en structuren die een beleggingsfinaliteit hebben, zoals *hedge funds* en *private equity funds*, bleven daardoor onder de Europese regelgevende radar.<sup>3</sup> In de nasleep van de recentste mondiale financiële crisis werd

---

<sup>1</sup> Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) (herschikking), P.B.L 302, 32 e.v. ('UCITS-richtlijn').

<sup>2</sup> Het grote voordeel hiervan was en is dat een UCITS-ICB over een zogenaamd 'Europees paspoort' beschikt waardoor de rechten van deelneming in de UCITS-ICB vrij binnen de EU kunnen verhandeld worden (artikel 91 e.v. UCITS-richtlijn). Ook voor de onder de UCITS-richtlijn vergunde beheermaatschappijen ('UCITS-beheerder') is een Europees paspoort voorzien waardoor deze overal in de EU werkzaam kunnen zijn (artikel 16 e.v. UCITS-richtlijn).

<sup>3</sup> Hoewel dit niet *per se* betekent dat deze vehikels of hun beheerders onder geen enkel prudentieel statuut vielen. De beheerders van AICB's, of de AICB's zelf, konden of dienden soms over een 'MiFID-vergunning' te beschikken (T. VAN DYCK en V. COLAERT, 'MiFID en gedragsregels. Een nieuw kader voor beleggingsdiensten.', *TBH* 2008, p. 231) of onder nationaal recht aan prudentiële regelgeving te voldoen (D. ZETZSCHE, 'Introduction: Overview, Regulatory History and Technique, Transition', in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 1). Indien (*closed-ended*) AICB's hun effecten aanbieden aan het publiek bestaat de mogelijkheid dat ze onder het toepassingsgebied van richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden

omwille van het economische systeemrelevante belang die de AICB's vertegenwoordigen, beslist om deze op communautair niveau aan een prudentieel regime te onderwerpen. Om dit te verwezenlijken werd de zogenaamde 'AIFM-Richtlijn' door de Europese wetgever aangenomen.<sup>4</sup>

2. De benadering die gevolgd wordt in de AIFM-richtlijn is enigszins atypisch. Eerder dan de AICB zelf te reguleren wordt de beheerder van de AICB ('**AICB-beheerder**') onderworpen aan regelgeving.<sup>5</sup> Dit contrasteert met de UCITS-richtlijn die naast de beheerder ook het product, de UCITS-ICB, normeert. Principieel zijn AICB's ook na de AIFM-richtlijn dus nog steeds ongereguleerd op communautair niveau. De verplichtingen voor de AICB-beheerder werken evenwel door op het niveau van de AICB zelf (bv. beperkingen inzake *leverage*), waardoor er *de facto* sprake is van productregulering van de AICB. Aangezien iedere AICB een AICB-beheerder dient aan te stellen, is ontsnappen niet mogelijk.<sup>6</sup>

3. De AIFM-richtlijn voorziet in de eerste plaats de vereiste van een verplichte vergunning voor de AICB-beheerder. Om een vergunning te kunnen krijgen en behouden dient de AICB-beheerder aan een hele reeks van voorwaarden inzake kapitaal en *corporate governance* in de brede zin te voldoen. Daarnaast moet de AICB-beheerder een aantal bedrijfsuitoefeningsvoorwaarden naleven, zoals informatieverstrekking aan beleggers in de door hem beheerde AICB's en aan de autoriteiten, het benoemen van een gekwalificeerde bewaarnemer voor de activa onder beheer, beperkingen m.b.t. hefboomfinanciering en *asset stripping*, gedragsregels, etc. Daartegenover staat dat een onder de AIFM-richtlijn vergunde AICB-beheerder over een zogenaamd 'Europees paspoort' beschikt waarmee ze overal in de EU (i) AICB's mogen beheren, en (ii) rechten van deelneming of aandelen aan professionele beleggers mogen verhandelen.

4. De AIFM-richtlijn moest ten laatste op 22 juli 2013 worden omgezet in nationale wetgeving. De Belgische wetgever heeft deze deadline niet gehaald. Pas net voor de verkiezingen van mei 2014 werd de wet die de richtlijn moest omzetten door het parlement aangenomen en op 17 juni

---

aangeboden of tot de handel worden toegelaten en tot wijziging van Richtlijn 2001/34/EG, *PB. L* 345, 64 e.v. vallen.

<sup>4</sup> Richtlijn 2011/61/EG van het Europees Parlement en de Raad 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, *PB.L* 174, 1 e.v. ('**AIFM-richtlijn**'). Zie voor meer achtergrond over de AIFM-richtlijn o.a. D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, 802 p.; E. WYMEERSCH (ed.) *Alternative Investment Fund Regulation*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, 641 p.; E. WYMEERSCH, 'Challenges to collective investment products', *Financial Law Institute Working Paper Series*, WP 2012-01; E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p. 107-159.

<sup>5</sup> Zoals men weet beheren de meeste fondsen niet zelf hun eigen beleggingsportefeuille. Meestal wordt het beheer waargenomen door een beheervennootschap (zie hierover onder het oude recht maar nog steeds relevant: H. DE WULF, 'Beheer en bestuur van beleggingsinstellingen organisatierechtelijk bekeken' in M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Antwerpen, Intersentia, 2007, p. 125-166.

<sup>6</sup> Zie *infra* randnummer 18.

2014 gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad.<sup>7</sup> De AICB-wet heeft het prudentiële regime dat van toepassing was in de fondsensector in België flink dooreen geschud.<sup>8</sup>

5. Het moge duidelijk zijn dat voor heel wat investeringsvehikels en hun beheerders die mogelijks onder toepassing van de AIFM-richtlijn vallen de voordelen van een Europees paspoort waarschijnlijk niet opwegen tegen de regelgeving waaraan ze nu ‘plots’ moeten voldoen. In die zin is het belangrijk om te weten wanneer de AICB-wet, en bij uitbreiding de volledige Belgische fondsenwetgeving, toepassing vindt.

De bedoeling van de auteur is dan ook niet om in dit artikel de vele technische regels van toepassing op AICB-beheerders (bijvoorbeeld met betrekking tot bedrijfsuitoefening of de voorwaarden waaronder AICB's grensoverschrijdend mogen worden beheerd en verhandeld) te behandelen. Noch is het de bedoeling op het productniveau, de verschillende indelingen van Belgische fondsen (naargelang de toegelaten categorieën van beleggingen, vast of veranderlijk aantal rechten van deelneming, vennootschap of contract,...) te bespreken.<sup>9</sup> De finaliteit van dit artikel bestaat erin om de lezer toe te laten inzicht te krijgen in ‘wanneer’ deze regels op AICB's en hun beheerders werkzaam in België van toepassing zullen zijn. Het begrip AICB is bij de afbakening van het toepassingsgebied van cruciaal belang en staat dus centraal. Zonder AICB zijn de productregels niet van toepassing en is er geen sprake van een gereguleerde AICB-beheerder.

## II. Schets van het nieuwe wetgevende kader

6. Waar voorheen het regulatorisch kader van toepassing op de Belgische fondsensector volledig was opgenomen in de wet van 3 augustus 2012 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles<sup>10</sup> (**Wet van 3 augustus 2012**) ligt deze regelgeving nu gedeeltelijk in de Wet van 3 augustus 2012 en gedeeltelijk in de AICB-wet besloten.

7. Samenvattend komt het neer op het volgende. Fondsen naar Belgisch recht die hun financieringsmiddelen openbaar aanbieden<sup>11</sup> moeten verplicht opteren voor ofwel (i) het statuut van UCITS-ICB<sup>12</sup>, ofwel (ii) het statuut van openbare AICB zoals voorzien in de AICB-wet.<sup>13</sup>

Voor de fondsen naar Belgisch recht die niet openbaar worden aangeboden is er geen dwingend ‘product’-kader voorzien. Ze kunnen optioneel (voornamelijk uit fiscale

---

<sup>7</sup> Wet van 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve beleggers en hun beheerders, *BS* 17 juni 2014 (**AICB-wet**).

<sup>8</sup> In deze bijdrage wordt de notie “fonds(en)” gebruikt als synoniem voor alle types ICB's. Dus zowel voor ICB's in de vorm van een beleggingsvennootschap als voor ICB's die geregeld zijn bij overeenkomst.

<sup>9</sup> Zie hiervoor o.a. S. DELAËY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, p. 35-97; S. ROBBERECHTS, ‘Bevek en Bevak’, *TRV* 2002, p. 27-57 en 92-122.

<sup>10</sup> Op heden luidt het opschrift als volgt: “Wet betreffende de instellingen voor collectieve belegging die voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG en de instellingen voor belegging in schuldvorderingen” (artikel 414 AICB-wet).

<sup>11</sup> Voor het begrip publiek, zie artikel 3, 2° *juncto* 3, 13° *juncto* 5 van de Wet van 3 augustus 2012 en artikel 3, 4° *juncto* 3, 27° *juncto* 5 van de AICB-wet.

<sup>12</sup> Deel II, Boek II van de Wet van 3 augustus 2012.

<sup>13</sup> Deel III, Boek I, Titel II van de AICB-wet. Zie ook voetnoot 26.

overwegingen) kiezen voor een gereguleerd ‘product’-statuut.<sup>14, 15</sup> Ofwel kiezen ze voor het statuut van institutionele instelling voor belegging in schuldvorderingen uit de Wet van 3 augustus 2012<sup>16</sup>, ofwel kiezen ze voor het statuut van institutionele of private AICB zoals voorzien in de AICB-wet.<sup>17</sup>

De Belgische UCITS-<sup>18</sup> en AICB-beheerders<sup>19</sup> zijn logischerwijze ook gereguleerd.<sup>20</sup> Daarbij dient benadrukt te worden dat zelfs een beheerder die enkel niet-openbare AICB’s beheert die niet geopteerd hebben voor een wettelijk statuut (als institutioneel of privaat fonds), ook vergund dient te zijn. De kwalificatie als AICB staat los van het al dan niet verplicht opteren voor een wettelijk productstatuut. AICB-beheerders die openbare AICB’s beheren moeten nog aan een bijkomend aantal verplichtingen voldoen.<sup>21</sup>

Voor openbare entiteiten die voldoen aan de definitie van AICB of UCITS-ICB bestaat dus een zogenaamde ‘typendwang’.<sup>22</sup> Deze is er principieel niet voor niet-publieke AICB’s, maar desalniettemin zijn zij verplicht om een vergunde AICB-beheerder aan te stellen (zie *infra* randnummer 18). Ook niet-publieke entiteiten die kwalificeren als een AICB kennen dus niet de volledige vrijheid van het gemene recht.<sup>23</sup>

**8.** De Wet van 3 augustus 2012 en de AICB-wet bepalen tevens onder welke voorwaarden rechten in buitenlandse UCITS-ICB’s en AICB’s kunnen verhandeld worden in België en onder welke voorwaarden UCITS-beheerders en AICB-beheerders werkzaam mogen zijn in België. Deze regelgeving is – althans voor AICB’s – buitengewoon complex en valt buiten het bestek van dit artikel.<sup>24</sup>

---

<sup>14</sup> Op enkele uitzonderingen na kunnen enkel niet-openbare AICB’s kiezen voor dit statuut (art. 281 AICB-wet). Omgekeerd kunnen enkel openbare AICB’s verplicht worden om een wettelijk ‘product’-statuut aan te nemen (art. 180 AICB-wet).

<sup>15</sup> Zie voor de voordelen van dit statuut E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p. 26-27.

<sup>16</sup> Deel IIIbis van de Wet van 3 augustus 2012.

<sup>17</sup> Deel III, Boek II van de AICB-wet.

<sup>18</sup> Deel III, Boek II van de Wet van 3 augustus 2012.

<sup>19</sup> Deel II, Boek I van de AICB-wet. Zie ook Gedelegeerde verordening 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht, *P.B.L 83*, 1 e.v. (**AIFM-verordening 231/2013**).

<sup>20</sup> Een dubbele vergunning om zowel AICB’s en UCITS-ICB’s te beheren is mogelijk (Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 41); D. ZETZSCHE, ‘Appointment, Authorization and Organization of the AIFM’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 1).

<sup>21</sup> Deel IV AICB-wet.

<sup>22</sup> E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p. 14-18 en de verwijzingen aldaar.

<sup>23</sup> Zie ook M. TISON, ‘Regulering en distributie van (gestructureerde) beleggingsproducten’, in *Financiële regulering in de kering*, Instituut voor Financieel recht, 2012, p. 379.

<sup>24</sup> Zie hierover o.a. D. ZETZSCHE en D. LITWIN, ‘The AIFMD’s Cross-Border Dimension and Third Country Rules – A systematic Perspective’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 367-409; E. WYMEERSCH (ed.) *Alternative Investment Fund Regulation*, Alphen aan

### III. Wet van 3 augustus 2012

#### III.1 Algemeen

9. In de Wet van 3 augustus 2012 wordt enkel nog een kader voorzien voor de UCITS-ICB's en hun beheerders en de institutionele instellingen voor belegging in schuldvorderingen. Dit is niet toevallig omdat beide expliciet uitgesloten zijn van het toepassingsgebied van de AICB-wet.<sup>25</sup>

In wezen zijn zowel de UCITS-ICB als de institutionele instelling voor belegging in schuldvorderingen 'beleggingsproducten', een categorie van beleggingen waarvoor men kan kiezen en waaraan de wet een speciaal statuut koppelt. Opteert men voor een andere categorie van beleggingen, dan is dit naar Belgisch recht binnen een wettelijk geregeld productstatuut eventueel wel mogelijk onder de AICB-wet, maar niet onder de Wet van 3 augustus 2012.<sup>26</sup>

10. De bepalingen inzake (i) de gereguleerde fondsen die geen UCITS-ICB of een institutionele instelling voor belegging in schuldvorderingen zijn en (ii) de niet-geharmoniseerde bepalingen van toepassing op beheervennootschappen die openbare fondsen beheren verhuizen naar de AICB-wet. Voor de eerste categorie is deze verhuis logisch omdat deze meestal als AICB zullen gekwalificeerd worden. De tweede categorie zijn regels die bovenop de geharmoniseerde 'nieuwe' regels uit de AIFM-richtlijn komen en van toepassing zijn op beheerders van openbare AICB's. Die moeten dus vanuit legistiek oogpunt logischerwijs in de AICB-wet worden opgenomen.

Waar de Wet van 3 augustus 2012 vroeger het volledig reglementair kader m.b.t. fondsen bevatte, blijft er nu dus enkel nog 'een geraamte' over.

#### III.2 UCITS-ICB

11. Wat betreft de UCITS-ICB is het toepassingsgebied eenvoudig. Indien een fonds zich in België wenst te profileren als een UCITS-ICB zal ze moeten conformeren aan de regels voor deze ICB's vervat in de Wet van 3 augustus 2012.<sup>27</sup> Net als bij de UCITS-beheerder verandert de invoering van de AICB-wet zeer weinig tot niets aan de in België geldende regeling voor deze structuren.

#### III.3 UCITS-beheerder

12. Enkel de vennootschappen waarvan het gewone bedrijf bestaat in het beroepsmatige collectieve beheer van UCITS-ICB's en die dit bedrijf wensen uit te oefenen in België dienen zich te conformeren aan de regels voor UCITS-beheerders zoals opgenomen in de Wet van 3 augustus 2012.<sup>28</sup>

---

den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 476-488; E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p. 131-149.

<sup>25</sup> Artikel 3, 2°, b) en artikel 7, 7° van de AICB-wet.

<sup>26</sup> Er kan aan herinnerd worden dat alle fondsen die (al dan niet verplicht) voor een statuut uit de AICB-wet of de Wet van 3 augustus 2012 opteren moeten kiezen in welke beleggingscategorie ze investeren, met de daaraan gekoppelde specifieke productregels en investeringsmogelijkheden. Zie o.a. S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, p. 39.

<sup>27</sup> Artikel 288, 1°-3° Wet van 3 augustus 2012.

<sup>28</sup> Voor Belgische beheerders, artikel 188 Wet van 3 augustus 2012.

### III.4 Institutionele instelling voor belegging in schuldvorderingen

13. Tenslotte is er nog het optioneel statuut van institutionele instelling voor belegging in schuldvorderingen. Zoals de naam het zegt is het doel van een instelling voor belegging in schuldvorderingen de belegging in schuldvorderingen.<sup>29</sup> Deze bestonden al voor de invoering van de AICB-wet. Omdat ze buiten de AICB-wet vallen en ook geen UCITS-ICB zijn, krijgen ze een apart Deel IIIbis in de Wet van 3 augustus 2012 met een specifiek toepassingsgebied en met specifieke regels.<sup>30</sup> Inhoudelijk verandert er evenwel weinig. In vergelijking met andere fondsen, die wel onder de AICB-wet vallen, zijn de geharmoniseerde regels uit de AIFM-richtlijn niet van toepassing. Het prudentieel regime is dus lichter voor institutionele instellingen voor belegging in schuldvorderingen dan voor AICB's.

14. Met de invoering van de AICB-wet wordt de mogelijkheid om een 'openbare' ICB voor belegging in schuldvorderingen op te richten geschrapt.<sup>31</sup> Deze werden slechts uitzonderlijk gebruikt als *Special Purpose Vehicle* bij effectiseringsoperaties.<sup>32</sup> Uiteraard blijft het wel mogelijk om naar gemeen recht een openbaar *Special Purpose Vehicle* op te richten. Die zal dan niet onder de AICB-wet of de Wet van 3 augustus 2013 gereguleerd worden, maar desgevallend wel onder de prospectuswet.<sup>33</sup>

## IV. AICB-wet

### IV.1.1 Inleiding

15. De AICB-wet kan in drie belangrijke luiken worden ingedeeld. Het eerste luik<sup>34</sup> bevat de geharmoniseerde bepalingen van toepassing op de AICB-beheerder. Het zijn deze bepalingen die een schokgolf door de Europese en Belgische fondsenindustrie hebben gestuurd. Voor het eerst wordt op Europees vlak een dwingende set regels van toepassing verklaard op beheerders van AICB's en via deze beheerders ook op de AICB's zelf.

Het tweede luik<sup>35</sup> van de AICB-wet bevat niet-geharmoniseerde bepalingen met betrekking tot de AICB's (als product) zelf, en het derde luik<sup>36</sup>, de niet-geharmoniseerde bepalingen over de AICB-beheerder. Deze niet-geharmoniseerde bepalingen zijn enkel dwingend van toepassing op openbare AICB's en beheerders van openbare AICB's. Niet-openbare AICB's

---

<sup>29</sup> Om een voor de auteur onduidelijke reden weigert de wetgever het woord 'collectief' te gebruiken bij de institutionele instelling voor belegging in schuldvorderingen. Dit hoewel er weinig redenen zijn om aan te nemen dat deze niet kunnen gekwalificeerd worden als een instelling voor collectieve belegging zoals gedefinieerd in artikel 3, 1° van de Wet van 3 augustus 2012. De wetgever geeft dit trouwens zelf impliciet aan (zie artikel 271/4, 271/5, 271/6, §2, etc. van de Wet van 3 augustus 2012).

<sup>30</sup> Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 115.

<sup>31</sup> Voor de bestaande wordt een overgangsregeling voorzien in artikel 505 van de AICB-wet.

<sup>32</sup> Zie over effectisering bijvoorbeeld I. PEETERS, "Effectisering van schuldvorderingen" in E. DIRIX, I. PEETERS, G. VAN HAEGENBORGH en A. VERBEKE (eds.), *overdracht en in pandgeving van schuldvorderingen*, Antwerpen, Kluwer, 1995, 107-161.

<sup>33</sup> Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, *BS* 21 juni 2006. Zie ook Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 115).

<sup>34</sup> Deel II AICB-wet.

<sup>35</sup> Deel III AICB-wet.

<sup>36</sup> Deel IV AICB-wet.



kunnen optioneel kiezen voor een productstatuut onder de AICB-wet.<sup>37</sup> Deze regels zijn min of meer getransponeerd vanuit de Wet van 3 augustus 2012, en waar nodig wat aangepast om ze te laten overeenstemmen met de ‘nieuwe’ geharmoniseerde regels uit de AIFM-richtlijn.

Omdat de Belgische wetgever telkens teruggrijpt naar het begrip AICB om het toepassingsgebied van de verschillende luiken af te bakenen zijn deze in principe cumulatief van toepassing.<sup>38</sup> De niet-geharmoniseerde Belgische regels komen bovenop de geharmoniseerde regels en vullen die aan.<sup>39</sup> Een beheerder van openbare AICB's zal bijvoorbeeld niet enkel moeten voldoen aan de niet-geharmoniseerde regels voor beheerders van openbare AICB's, maar ook aan de geharmoniseerde regels van toepassing op alle AICB-beheerders.<sup>40</sup>

**16.** Vóór de AIFM-richtlijn werd het prudentieel statuut van fondsen en hun beheerders op nationaal niveau gereguleerd.<sup>41</sup> België voorzag enkel een kader voor openbare ICB's en hun beheerders en voor niet-openbare ICB's die optioneel voor een statuut onder de Wet van 3 augustus 2012 hadden gekozen. In de Belgische context – en in een heel aantal ander lidstaten – heeft de AIFM-richtlijn er dus voor gezorgd dat investerings-entiteiten die voorheen onder geen enkel regulerend kader vielen (omdat ze bijvoorbeeld zoals in België niet openbaar waren, noch voor een statuut hadden gekozen) in een relatief strak keurslijf worden gedwongen.

**17.** De vergunnings- en andere plichten uit de AICB-wet zijn niet rechtstreeks van toepassing op de AICB zelf, maar op de AICB-beheerder.<sup>42</sup> Wanneer een AICB beslist om geen externe beheerder aan te stellen, dan zal de AICB zelf als ‘interne’ AICB-beheerder worden beschouwd en als zodanig worden behandeld.<sup>43</sup> AICB's in de vorm van gemeenschappelijke

---

<sup>37</sup> Beheerders van niet-openbare AICB's moeten, zich in principe dus enkel in regel stellen met het geharmoniseerde luik.

<sup>38</sup> Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 78, 81, 95 en 96. Zie ook art. 257, 281 en 306 AICB-wet.

<sup>39</sup> Hier moet nog een kleine nuance gemaakt worden. De AICB-wet voorziet in een drietal – niet onbelangrijke - gevallen waarin niet-openbare entiteiten die geen AICB zijn toch kunnen kiezen voor een optioneel statuut (art. 281 AICB-wet). In deze gevallen zijn enkel de niet-geharmoniseerde bepalingen van toepassing. Omgekeerd voorziet de AICB-wet in 2 gevallen waarin entiteiten die als openbare AICB worden gekwalificeerd niet zullen moeten voldoen aan de niet-geharmoniseerde regels uit de AICB-wet, doch wel aan de geharmoniseerde (art. 180 AICB-wet).

<sup>40</sup> Naast de Belgische AICB-wet zullen ook de Europese verordeningen, die rechtstreekse werking hebben, en in het bijzonder de AIFM-verordening 231/2013, van toepassing zijn.

<sup>41</sup> Behalve voor UCITS-ICB's en UCITS-beheerders.

<sup>42</sup> Zoals hierboven reeds opgemerkt, werken de regels evenwel door op het niveau van de AICB.

<sup>43</sup> De definitie van ‘beheerder’ uit artikel 3, 13° van de AICB-wet waaraan de geharmoniseerde verplichtingen worden gekoppeld capteert – op enigszins onduidelijke wijze – zowel de externe beheerder als de intern beheerde AICB. De AIFM-richtlijn voorziet in een aantal kleine verschillen tussen de regulering van externe beheerders en interne beheerders (zie D. ZETZSCHE, ‘Appointment, Authorization and Organization of the AIFM’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 173-174). Naar Belgisch recht dienen externe i.t.t. interne beheerders die openbare AICB's beheren nog bijkomend aan deel IV

beleggingsfondsen en AICB's in de vorm van beleggingsvennootschappen die niet over een afdoende *corporate governance* structuur beschikken zijn verplicht een externe AICB-beheerder aan te stellen.<sup>44,45</sup> In principe ontsnapt dus geen enkele AICB aan de geharmoniseerde regels uit de AIFM-richtlijn.<sup>46</sup>

**18.** Wanneer er vragen rijzen in verband met het toepassingsgebied, dan zal dit in de overgrote meerderheid van de gevallen teruggaan tot de beheerde entiteit. Is deze een AICB of niet? Zoja, dan moet een vergunde AICB-beheerder worden aangesteld waarop de geharmoniseerde regels uit de AIFM-richtlijn dwingend van toepassing zijn.<sup>47</sup> Betreft het een openbare AICB, dan zijn de niet geharmoniseerde Belgische regels dwingend van toepassing op de AICB zelf.<sup>48</sup> Indien deze openbare AICB ook nog eens beheerd wordt door een externe beheerder, dan zijn tenslotte bijkomende niet-geharmoniseerde regels van toepassing op de AICB-beheerder.<sup>49</sup> Zoniet, dan valt de beheerder en de beheerde structuur onder het gemeen recht.<sup>50</sup>

**19.** De vraag of een beheerder kan beschouwd worden als een AICB-beheerder in een situatie waarbij er geen twijfel bestaat over het feit dat de beheerde structuur een AICB is, zal zich maar in uitzonderlijke gevallen stellen.<sup>51</sup> Hieronder wordt dan ook enkel het concept AICB behandeld. Daarnaast worden de uitsluitingen uit de AICB-wet besproken en wordt dieper ingegaan op een aantal structuren waarvan het niet helemaal duidelijk is of ze al dan niet onder de AICB-wet vallen. Tenslotte wordt ook nog kort ingegaan op het bijzondere regime voor kleinschalige beheerders.

---

van de AICB-wet te voldoen (Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 96).

<sup>44</sup> Artikel 10, §2 van de AICB-wet.

<sup>45</sup> Het KB van 7 december 2007 met betrekking tot institutionele instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming die als uitsluitend doel hebben de collectieve belegging in de in artikel 7, eerste lid, 2° van de wet van 20 juli 2004 bedoelde categorie van toegelaten beleggingen, *BS* 18 december 2007 reguleert institutionele AICB's die beleggen in financiële instrumenten en liquide middelen. Artikel 11 van dit besluit bepaalt dat het beheer van deze fondsen ook kan worden waargenomen door beleggingsondernemingen of kredietinstellingen. Dit is in strijd met de AICB-wet en de AIFM-richtlijnen en dient aangepast te worden. Enkel AICB-beheerders kunnen dergelijke AICB's beheren (zie ook voetnoot 71).

<sup>46</sup> Het niet aanstellen van een vergunde beheerder wordt zelfs strafrechtelijk beteugeld (artikel 371, 1° van de AICB-wet).

<sup>47</sup> Artikel 6 *juncto* 10 en 113 van de AICB-wet.

<sup>48</sup> Artikel 6 *juncto* 180, §1 van de AICB-wet.

<sup>49</sup> Artikel 6 *juncto* 306 van de AICB-wet.

<sup>50</sup> Dit is uiteraard in de hypothese dat de beheerder daarnaast niet ook nog andere entiteiten beheert die wel kunnen gekwalificeerd worden als een AICB.

<sup>51</sup> Dit kan het geval zijn indien twee beheerders dezelfde AICB beheren, of wanneer het niet duidelijk is of de beheerder intern dan wel extern wordt beheerd omdat ook de AICB zelf beheerhandelingen stelt (bv. belangrijke investeringsbeslissingen worden door de raad van bestuur van de AICB genomen en niet door de externe beheerder) (D. ZETZSCHE, 'Appointment, Authorization and Organization of the AIFM', in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 173 e.v.).

## IV.1.2 Het begrip AICB

### IV.2 Algemeen

**20.** AICB's worden in de AICB-wet louter functioneel gedefinieerd als *de instellingen voor collectieve belegging, met inbegrip van hun beleggingscompartimenten, die a) bij een reeks beleggers kapitaal ophalen om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van die beleggers te beleggen; en b) niet voldoen aan de voorwaarden van Richtlijn 2009/65/EG.*<sup>52</sup>

Deze definitie is legistisch nogal slordig (i) omdat punt 'a' eerder inherente kenmerken van een ICB uitmaken, maar toch gescheiden worden van het begrip ICB, en (ii) omdat punt b) een uitzondering is die beter was opgenomen in de lijst met uitzonderingen. In ieder geval bevat de definitie vijf elementen aan de hand waarvan kan bepaald worden of een entiteit al dan niet als een AICB kan beschouwd worden: (i) instelling voor collectieve belegging, (ii) ophalen van kapitaal, (iii) reeks beleggers, (iv) bepaald beleggingsbeleid, en (v) belang van de beleggers (zie sectie IV.4 voor een bespreking).

Deze concepten dienen cumulatief van toepassing te zijn op de entiteit alvorens er sprake kan zijn van een AICB. Indien een beleggingscompartiment van een entiteit aan de omschrijving van AICB voldoet, dan volstaat dit om de volledige entiteit als AICB te kwalificeren.<sup>53</sup>

**21.** Gelet op het grote belang van het begrip AICB heeft de ESMA – na een bijzonder uitgebreide consultatie – gebruik gemaakt van haar bevoegdheid om richtsnoeren te publiceren teneinde een op communautair niveau uniforme en consistente interpretatie van de verschillende elementen uit de definitie van AICB te bewerkstelligen.<sup>54</sup> De bevoegde

---

<sup>52</sup> Artikel 3, 2° AICB-wet en artikel 4(1), a) AIFM-richtlijn.

<sup>53</sup> ESMA-richtsnoeren (zoals hierna in voetnoot 53 gedefinieerd), p. 5, nr. 11. Deze visie kan uiteraard niet steeds gevolgd worden waar de AICB opgericht is bij contract of als *trust*. Er anders over oordelen zou tot gevolg hebben dat natuurlijke personen soms als AICB moeten worden beschouwd. Denk maar aan de situatie waarbij een natuurlijk persoon kapitaal ophaalt bij beleggers om dit door een beheerder te laten beleggen, en het belegde kapitaal op een rekening op naam van de natuurlijke persoon wordt aangehouden. In dergelijk geval zal niet de natuurlijke persoon als AICB worden gekwalificeerd, maar eerder het trustachtige concept dat hij/zij heeft opgezet.

<sup>54</sup> Op 23 februari 2012 lanceerde ESMA een eerste *discussion paper* inzake verschillende belangrijke concepten uit de AIFM-richtlijn (ESMA, *Discussion paper: Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directives and types of AIFM*, 23 februari 2012, beschikbaar op <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-117.pdf>, 18 p.). Daarna verscheen een *consultation paper* met feedback en een ontwerp van richtsnoeren (ESMA, *Consultation paper: Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 19 december 2012, beschikbaar op <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-845.pdf>, 53 p.). Op 24 mei 2013 verscheen dan uiteindelijk het finale rapport met de definitieve richtsnoeren (ESMA, *Final report: Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 24 mei 2013, beschikbaar op [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-600\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_key\\_concepts\\_of\\_the\\_aifmd\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf), 33 p.). Een Nederlandse vertaling van de richtsnoeren is ook beschikbaar (ESMA, *Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD*, 13 augustus 2013, beschikbaar op [http://www.esma.europa.eu/system/files/esma\\_2013\\_00600000\\_nl\\_cor.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00600000_nl_cor.pdf), 8 p. (**ESMA-richtsnoeren**)).

autoriteiten zijn verplicht zich in te spannen om aan deze richtsnoeren te voldoen.<sup>55</sup> In België dient dus de FSMA de ESMA-richtsnoeren als leidraad te gebruiken bij de toepassing van de AICB-wet. De ESMA-richtsnoeren mogen evenwel geen afbreuk doen aan de AIFM-richtlijn. Het volstaat dat een entiteit rechtstreeks op basis van de richtlijn als AICB kan gekwalificeerd worden, zelfs wanneer niet alle elementen van de definitie volledig overeenstemmen met de beschrijving ervan in de ESMA-richtsnoeren.<sup>56</sup> Op die manier houden de toezichhoudende autoriteiten nog een serieuze slag om de arm en wordt de verbindende kracht van de richtsnoeren van de ESMA afgezwakt.

### IV.3 Irrelevantie van de juridische verschijningsvorm

**22.** De juridische vorm, nationaliteit en de vraag of er al dan niet een publiek aanbod is, is irrelevant om te bepalen of een entiteit al dan niet als AICB kan worden gekwalificeerd.<sup>57</sup>

Het maakt bijvoorbeeld niet uit of een AICB is opgericht bij overeenkomst, zoals voor gemeenschappelijke beleggingsfondsen, of bij statuten, zoals bij beleggingsvennootschappen.<sup>58</sup> Zo kan bijvoorbeeld een VZW evengoed financieelrechtelijk gekwalificeerd worden als een AICB wanneer deze aan de definitie voldoet, los van de verenigingsrechtelijke bezwaren die dit zou oproepen.

**23.** Het woord ‘instelling’ in ICB mag niet restrictief worden geïnterpreteerd. Er moet bij een AICB namelijk geen sprake zijn van rechtspersoonlijkheid of zelfs maar het bestaan van een vennootschaps- of verenigingsverband. Een mede-eigendom of een contract kan gekwalificeerd worden als een AICB indien de voorwaarden voldaan zijn. Zo lijkt het ook niet onmogelijk dat verschillende rechtspersonen die apart niet beschouwd kunnen worden als een AICB, door een onderlinge samenwerking toch als één enkele AICB worden aanzien.<sup>59</sup>

Er dient dus steeds op een relatief abstract niveau te worden bepaald of iets een AICB is of niet. Wel zal het soms moeilijk zijn om te voldoen aan de vereisten van de AIFM-richtlijn buiten een bestaande – door het nationaal recht erkende – rechtsvorm. Denk maar aan de verplichting om een boekhouding op te stellen als de AICB enkel een contract naar gemeen recht is.<sup>60</sup>

De AICB-wet kijkt als het ware door elke verpakking heen zonder rekening te houden met bestaande juridische concepten. Er wordt naar de materiële kenmerken en intentionele elementen gekeken, niet naar de louter formele veruitwendiging. Clausules in statuten of

---

<sup>55</sup> Artikel 16 Verordening 1095/2010 van het Europees Parlement en de Raad van 24 november 2010 tot oprichting van een Europese toezichhoudende autoriteit (Europese Autoriteit voor effecten en markten), tot wijziging van Besluit nr. 716/2009/EG en tot intrekking van Besluit 2009/77/EG van de Commissie; Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 34. Zie ook ESMA-richtsnoeren, p. 5, nr. 7-8.

<sup>56</sup> ESMA-richtsnoeren, p. 4, nr. 5.

<sup>57</sup> Artikel 6, §1, 2° AICB-wet. Tevens maakt het niet uit of de AICB van het *open-ended* dan wel het *closed-ended* type is, dan wel of de AICB al dan niet beursgenoteerd is (overweging 6 AIFM-richtlijn).

<sup>58</sup> Indien men voor een gereguleerd ICB-statuut naar Belgisch recht kiest of moet kiezen (bij publieke ICB's) dan is de juridische verschijningsvorm wel gereguleerd. Zo moet de publieke bevak bijvoorbeeld de rechtsvorm van een NV of een Comm. VA aannemen (art. 195 AICB-wet).

<sup>59</sup> D. ZETZSCHE, 'Scope of the AIFMD', in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 52.

<sup>60</sup> Artikel 61 AICB-wet.

andere juridische documenten die zouden doen besluiten dat de entiteit geen AICB kan zijn hebben geen waarde, indien ze in tegenspraak zijn met de werkelijkheid.<sup>61</sup>

**24.** Er wordt ook niet bepaald welke rechten (bijvoorbeeld een klassiek aandeelhoudersrecht, een rechtstreeks eigendomsrecht in de belegde activa,...) een belegger moet krijgen in ruil voor zijn kapitaal om te kunnen spreken van een AICB. De enige voorwaarde is dat het kapitaal moet worden belegd in het belang van de belegger (zie over deze voorwaarde sectie IV.4.5). Dit lijkt in te houden dat er een rechtstreekse band moet bestaan tussen het geïnvesteerde kapitaal en de *return* voor de investeerder. Wanneer de entiteit obligaties met een vast rendement uitgeeft om met het daarmee opgehaalde kapitaal te speculeren voor eigen rekening, is er geen sprake van een AICB.<sup>62</sup> De uitgifte van vastgoedcertificaten bijvoorbeeld staat dan weer niet de principiële kwalificatie als AICB in de weg, nu deze rechtstreeks betrekking hebben op de opbrengst van een onderliggend onroerend goed.<sup>63</sup>

## IV.4 Kenmerken van de AICB

### IV.4.1 Instelling voor collectieve belegging

**25.** De AIFM-richtlijn geeft geen definitie van het begrip ICB. Dit in tegenstelling tot de Belgische wet die een ICB als volgt omschrijft: “een Belgische of buitenlandse instelling waarvan het doel de collectieve belegging van financiële middelen is”.<sup>64</sup> Dit is (ongeveer) dezelfde definitie die in België in het verleden werd gebruikt en ook van toepassing is in de Wet van 3 augustus 2012.<sup>65</sup> Veel schiet men met een dergelijke beschrijving evenwel niet op. Het begrip ICB werd dan ook in de rechtsleer – op uiteenlopende wijze – verder uitgewerkt.<sup>66</sup> Gelet op de AIFM-richtlijn dient de notie ICB richtlijnconform te worden geïnterpreteerd en

---

<sup>61</sup> Waarmee de auteur niet wil zeggen dat dergelijke documentatie geen belang heeft bij het bepalen of een entiteit al dan niet kan beschouwd worden als een AICB, integendeel.

<sup>62</sup> Ook de AIFM-richtlijn heeft het – weliswaar in andere contexten – enkel over rechten van deelneming en aandelen, wat toch lijkt te wijzen op de vereiste van participatie; zie ook: FSA, *The perimeter guidance manual*, <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/PERG/16/2>, augustus 2014, question 2.44.

<sup>63</sup> Zie ook sectie IV.5.4.

<sup>64</sup> Artikel 3, 1° AICB-wet.

<sup>65</sup> Artikel 3, 1° Wet van 3 augustus 2012.

<sup>66</sup> Zie o.a. S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, 68-91; S. ROBBERECHTS, ‘Bevek en Bevak’, *TRV* 2002, p. 29-31; V. DE SCHRYVER, ‘Regulering van ICB’s: vragen van toepassingsgebied’ in M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Antwerpen, Intersentia, 2007, 9-11; M. TISON, ‘Regulering en distributie van (gestructureerde) beleggingsproducten’, in *Financiële regulering in de kering*, Instituut voor Financieel recht, 2012, p. 377-378; W. VAN GERVEN, ‘La forme juridique d’un ‘investment trust’ en Belgique, en France et aux Pays-Bas’, *Revue de Droit International Comparé* 1960, 527-528; Mededeling FSMA 2012\_15 ‘Reglementair kader voor crowdfunding’ van 12 juli 2012, [http://www.fsma.be/~media/files/fsmafiles/circ/nl/fsma\\_2012\\_15.ashx](http://www.fsma.be/~media/files/fsmafiles/circ/nl/fsma_2012_15.ashx), p. 6; M. TISON, ‘Beleggen of verzekeren? Bemerkingen inzake reguleringsarbitrage na de twin peaks-hervorming en het Europese PRIIPS-initiatief’ in C. VAN SCHOUBROECK, W. DEVROE, K. GEENS en J. STUYCK, *Over Grenzen. Liber amicorum Herman Cousy*, Antwerpen, Intersentia, 2011, p. 904; P. BERGER en S. DE JONGHE, ‘De distributie van rechten van deelneming van collectieve beleggingsinstellingen’, *Bank Fin.R.* 2010/III, 130-132; CBFA, Jaarverslag van het Directiecomité, 2004, 79-80.

mogen we er dus van uit gaan dat de eigen Belgische definitie geen van het Europees recht afwijkende betekenis heeft.

De ESMA-richtsnoeren – die heel wat hebben ontleend aan de bestaande rechtsleer – geven zonder twijfel de meest gezaghebbende juridische omschrijving van het begrip ICB.<sup>67</sup> Volgens ESMA is een onderneming een ICB wanneer zij alle volgende kenmerken vertoont: (i) de onderneming heeft geen algemeen zakelijk of bedrijfsdoel, (ii) de onderneming haalt bij haar beleggers kapitaal op dat wordt gepoold voor beleggingsdoeleinden, met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten voor die beleggers, en (iii) de houders van rechten van deelneming of aandelen in de onderneming hebben – als collectief – geen dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap.<sup>68</sup> Zoals *supra* opgemerkt lijken ook de overige voorwaarden (onder punt ‘a’) uit de definitie van AICB nochtans eerder kenmerken van een ICB te zijn.

**26.** De eerste karakteristiek van een ICB en tevens het belangrijkste element uit de definitie van AICB is dat ze geen algemeen zakelijk of bedrijfsdoel (*‘commercial or industrial purpose’*) mag hebben.<sup>69</sup> Hiermee wordt bedoeld dat het doel van een gemeenrechtelijke onderneming niet bestaat uit het louter beleggen van het opgehaalde kapitaal, dit in tegenstelling tot bij een ICB. Zoals ook uit het tweede kenmerk kan worden afgeleid komt het er eigenlijk, logischerwijze, op neer dat een ICB in de eerste plaats een beleggingsfinaliteit moet hebben.<sup>70</sup> Een productie-, bouw-, diensten-, of distributiebedrijf is geen ICB nu deze kapitaal ophalen om operationele activiteiten te financieren, niet om dit opgehaalde kapitaal louter opnieuw te beleggen.

Alleen al op basis van dit kenmerk kan de overgrote meerderheid van structuren uitgesloten worden van het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn. In de praktijk zijn er ondernemingen waarbij in het kader van de zakelijke activiteiten ook beleggingen worden uitgevoerd.<sup>71</sup> Welk activiteit doorslaggevend is, vereist een *in concreto* beoordeling waarbij ook intentionele

---

<sup>67</sup> De richtsnoeren beperken zich evenwel tot de interpretatie van het begrip ICB zoals gebruikt in de AIFM-richtlijn, met uitsluiting van de UCITS-richtlijn en andere Europese wetgeving (bijvoorbeeld MiFID) (zie ESMA-richtsnoeren, p 5, nr. 6). Het lijkt evenwel logisch en consistent dat de beginselen uit de ESMA-richtsnoeren ook zouden worden gebruikt om het begrip ICB in andere wetgeving te interpreteren. Dit wordt ook door de Belgische wetgever erkend (Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 34).

<sup>68</sup> ESMA-richtsnoeren, p. 6, nr. 12.

<sup>69</sup> Een algemeen zakelijk of bedrijfsdoel wordt gedefinieerd in de ESMA-richtsnoeren als “het doel om een bedrijfsstrategie uit te voeren die onder meer is gekenmerkt door de uitoefening als voornaamste activiteit van (i) een zakelijke activiteit bestaand in het aankopen, verkopen en/of ruilen van goederen of grondstoffen en / of het verlenen van niet-financiële diensten, of (ii) een bedrijfsactiviteit bestaand in het produceren van goederen of de bouw van onroerend goed, of (iii) een combinatie van deze activiteiten” (ESMA-richtsnoeren, p. 3). Zie ook E. WYMEERSCH (ed.) *Alternative Investment Fund Regulation*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 439.

<sup>70</sup> Zie voor de notie ‘belegging’ S. DELAHEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, 68-69, nr. 85.

<sup>71</sup> Bijvoorbeeld wanneer kasoverschotten niet worden aangewend voor de operationele activiteiten, maar worden belegd.

elementen kunnen worden in overweging genomen.<sup>72</sup> Let wel op, indien de beleggingsactiviteit onderscheiden is en volledig los staat van de zakelijke activiteit, dan is er geen enkele reden om deze structuur niet als AICB te kwalificeren, maar ook dit dient *in concreto* beoordeeld te worden.

**27.** Het tweede kenmerk van een ICB volgens ESMA is dat deze bij beleggers kapitaal ophaalt en poolt voor beleggingsdoeleinden met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten voor haar beleggers. Dit kenmerk is in principe ook aanwezig bij gewone vennootschappen met een zakelijk doel. Verschillende investeerders brengen risico-inbrengen samen en verdelen de daaruit gegenereerde winsten of meerwaarden. Het onderscheidingscriterium zit hem in het gebruik van het woord ‘beleggingsdoeleinden’ en in de definitie van ‘gepoolde opbrengsten’ dat spreekt over de aankoop, het aanhouden of de verkoop van ‘beleggingsactiva’.<sup>73</sup> Enkel wanneer kapitaal wordt gepoold om te ‘beleggen’ kan er sprake zijn van een ICB. Wordt het gepoold om er iets anders mee te doen (bijvoorbeeld om er een productiebedrijf mee te starten) dan kan er geen sprake zijn van een ICB.

Het toevertrouwen van kapitaal door verschillende personen aan bijvoorbeeld een kredietinstelling in het kader van ‘individueel’ vermogensbeheer waarbij de activa op een ‘individuele’ rekening worden aangehouden, zal daarom in principe niet tot gevolg hebben dat de kredietinstelling als AICB of AICB-beheerder kan worden beschouwd.<sup>74</sup> Dit is zelfs het geval indien de kredietinstelling voor al haar cliënten een uniform beleggingsbeleid toepast.<sup>75</sup> Het kapitaal van deze personen wordt namelijk niet gepoold, maar voor iedere persoon afzonderlijk belegd, waarbij iedereen zijn eigen risico draagt.<sup>76</sup> Logischerwijze zou men er dus vanuit kunnen gaan dat een kenmerk van een ICB is dat ze kapitaal van meerdere investeerders samenbrengt. In de definitie van AICB worden het begrip ‘ICB’ en de voorwaarde van het hebben van meerdere investeerders echter gescheiden. De interpretatie die ESMA aan deze

---

<sup>72</sup> Zie voor een voorbeeld: FSA, *The perimeter guidance manual*, <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/PERG/16/2>, augustus 2014, question 2.19.

<sup>73</sup> De ESMA-richtsnoeren definiëren gepoolde opbrengsten als “de opbrengsten die worden gegenereerd door het gepoolde risico voortvloeiend uit de aankoop, het aanhouden of de verkoop van beleggingsactiva – met inbegrip van activiteiten gericht op het optimaliseren of verhogen van de waarde van die activa – ongeacht of voor de respectieve beleggers verschillende opbrengsten worden genereerd, zoals in het geval van specifieke dividendregelingen” (ESMA-richtsnoeren, p. 3-4).

<sup>74</sup> Het is trouwens ook perfect mogelijk dat een kredietinstelling individueel vermogensbeheer aanbiedt aan AICB’s (art. 12 AICB-wet). De kredietinstelling zal dan wel moeten opletten dat de AICB een vergunde beheerder heeft en dat ze niet de taken van deze beheerder overneemt (behalve dan in het kader van delegatie). Anders zou de kredietinstelling zelf wel eens kunnen aanzien worden als AICB-beheerder, een activiteit waarvoor een kredietinstelling wettelijk niet kan vergund worden. Zie ook E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p.113-116.

<sup>75</sup> E. WYMEERSCH (ed.) *Alternative Investment Fund Regulation*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 437; S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, p. 92-97.

<sup>76</sup> D. ZETZSCHE, ‘Scope of the AIFMD’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 42.

laatste voorwaarde geeft, is niet consistent met het woord *poolen*, dat in deze context toch steeds meerdere investeerders lijkt te vereisen (zie verder sectie IV.4.3).<sup>77</sup>

**28.** Vermoedelijk zullen entiteiten, met een eerder klein aantal investeerders, die niet als AICB willen gekwalificeerd worden, zich trachten te beroepen op het derde en laatste kenmerk van een ICB volgens ESMA. Namelijk, bij een ICB hebben de houders van rechten van deelneming of aandelen in de onderneming – als collectief – geen dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap.<sup>78</sup> Hebben ze dit wel, dan is er geen sprake van een ICB, en dus ook niet van een AICB.

Met dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap wordt bedoeld dat de investeerders zelf rechtstreeks invloed kunnen uitoefenen op het dagelijks beheer van de activaportefeuille van de entiteit.<sup>79</sup> Hoe ver deze invloed concreet moet gaan om niet als AICB te worden beschouwd, zegt ESMA niet. Er worden wel enkele indicaties gegeven. De beslissingsbevoegdheid m.b.t. de portefeuille moet direct en permanent zijn en moet duidelijk verder reiken dan het louter uitoefenen van stemrechten op de algemene vergadering van de onderneming.

De investeerders moeten verder als ‘collectief’ over dagelijkse beslissingsbevoegdheid beschikken. Naar Belgisch recht valt bijvoorbeeld de raad van bestuur bij een NV waarbij alle (of toch minstens een groot deel) van de investeerders bestuurder zijn en de meerderheid van de raad van bestuur uitmaken, onder deze omschrijving. Maar evengoed kan aan een beleggingsclub worden gedacht, waarbij de leden in principe samen beslissen hoe de door hen gepoolde gelden zullen worden belegd. Indien evenwel maar één of enkele investeerders de touwtjes in handen hebben, dan zal niet aan het collectief karakter van de beslissingsbevoegdheid voldaan zijn.

Het is verder niet nodig dat de investeerders zich dagdagelijks inlaten met het beheer van de activa (“ongeacht of deze wordt uitgeoefend”). Het volstaat dat ze over de macht beschikken om op ieder moment daadwerkelijk in te grijpen. Bijvoorbeeld, bij een NV kan het courante beheer van de portefeuille overgelaten worden aan een dagelijks bestuurder zonder dat dit principieel aanleiding geeft tot de kwalificatie als AICB.

**29.** Waar in het verleden nog al eens werd gesteld dat belegging volgens het beginsel van risicospreiding een belangrijk kenmerk is van een ICB, wordt dit – niet onterecht – niet als

---

<sup>77</sup> ESMA-richtsnoeren, p.6, nr. 17.

<sup>78</sup> Dit is de zogenaamde autonomie van de professionele beheerder die ook in de vroegere rechtsleer als kenmerk van een ICB werd aangegeven. Zie S. DELAHEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, p. 86-87 en de verwijzingen aldaar.

<sup>79</sup> Letterlijk wordt dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap als volgt gedefinieerd: “een directe en permanente beslissingsbevoegdheid – ongeacht of deze wordt uitgeoefend – over operationele aangelegenheden in verband met het dagelijks beheer van de activa van de onderneming, die duidelijk verder reikt dan de gewone uitoefening van de beslissingsbevoegdheid of zeggenschap door de uitoefening van stemrechten tijdens aandeelhoudersvergaderingen over zaken als fusies of liquidatie, de verkiezing van vertegenwoordigers van de aandeelhouders, de benoeming van bestuurders of commissarissen of de goedkeuring van de jaarrekeningen” (ESMA-richtsnoeren, p. 4).



zodanig erkend door ESMA.<sup>80</sup> Inderdaad, een ICB laat de individuele belegger toe om op praktische wijze over te gaan tot diversificatie en de daaraan gekoppelde risicospreiding van zijn portefeuille.<sup>81</sup> Maar evengoed kan bijvoorbeeld het schaalvoordeel dat het poolen van inbrengen met zich meebrengt de drijfveer zijn voor de belegger.<sup>82</sup>

Aangezien risicospreiding niet gezien wordt als een inherent kenmerk van een ICB zal een entiteit die al zijn eieren in dezelfde mand legt daarom niet *per se* ontsnappen aan een kwalificatie als AICB.<sup>83</sup> Dit neemt evenwel niet weg dat de AIFM-richtlijn heel wat regels bevat inzake risicobeheersing, maar deze hebben dus geen invloed op het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn.<sup>84</sup>

#### IV.4.2 Ophalen van kapitaal

**30.** Uit de definitie uit de AICB-wet volgt dat een entiteit die geen kapitaal ophaalt niet beschouwd kan worden als een AICB.

**31.** Het begrip ‘kapitaal’ dient ruim geïnterpreteerd te worden en omvat niet enkel geld, maar ook andere activa (bijvoorbeeld een onroerend goed, aandelen,...).<sup>85</sup>

**32.** Het is logisch dat een AICB over kapitaal dient te beschikken. Het belang zit hem echter in de interpretatie die de overwegingen bij de AIFM-richtlijn en de ESMA geven aan de notie ‘ophalen’ waardoor bepaalde entiteiten of structuren kunnen ontsnappen aan de kwalificatie als AICB.

ESMA stelt dat het ‘ophalen’ van kapitaal met het oog op belegging overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid een ‘bedrijfsactiviteit’ (*commercial activity*) van de AICB dient uit te

---

<sup>80</sup> In het oorspronkelijke commissie-voorstel inzake de AIFM-richtlijn werd in considerans 5 nochtans wel nog verwezen naar het beginsel van risico-spreiding.

<sup>81</sup> Logischerwijs wordt de verplichte risicospreiding voor alle Belgische ICB's, zoals opgenomen in artikel 9 van de Wet van 3 augustus 2012, enkel voor publieke AICB's hernomen in AICB-wet (art. 182 AICB-wet). Zie ook E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p.19-23; S. DELAEY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, p. 87 e.v.; Mededeling FSMA 2012\_15 ‘Reglementair kader voor crowdfunding’ van 12 juli 2012, [http://www.fsma.be/~media/files/fsmafiles/circ/nl/fsma\\_2012\\_15.ashx](http://www.fsma.be/~media/files/fsmafiles/circ/nl/fsma_2012_15.ashx), p. 6.

<sup>82</sup> Voorbeelden van dergelijke schaalvoordelen zijn bijvoorbeeld een groter blok stemrechten op de algemene vergadering van een vennootschap waarin de ICB investeert, een sterkere onderhandelingspositie t.a.v. financiële dienstverleners,...

<sup>83</sup> Daartegenover staat dat het hebben van maar één investeringsproject wel een sterke indicatie kan zijn dat de entiteit een algemeen zakelijk of bedrijfsdoel heeft.

<sup>84</sup> De AIFM-richtlijn legt zelf geen beleggingsbeperkingen op aan een AICB, doch wel regels met betrekking tot risicobeheersing (art. 15 AIFM-richtlijn; art. 38-45 AIFM-verordening 231/2013). De Belgische wetgeving legt wel beleggingsbeperkingen op aan gereguleerde, en dan voornamelijk publieke, fondsen op het niet-geharmoniseerde ‘productniveau’.

<sup>85</sup> D. ZETZSCHE, ‘Scope of the AIFMD’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 44; ESMA-richtsnoeren, p. 6, nr. 14 (b).

maken. Dit ongeacht of de AICB het kapitaal zelf ophaalt of via een tussenpersoon (meestal de beheerder) werkt.<sup>86</sup> De frequentie van deze bedrijfsactiviteit (eenmalig, regelmatig of op permanente basis) is niet van belang.<sup>87</sup> Het feit dat de AICB slechts eenmaal (bijvoorbeeld bij de opstart) een kapitaalronde uitvoert, heeft dus geen invloed op haar prudentieel statuut. Dit is de voor de hand liggende interpretatie van het begrip ‘ophalen van kapitaal’.

Maar stelt ESMA, “als een lid van een bestaande groep kapitaal belegt in een onderneming die uitsluitend is opgericht voor de belegging van het particuliere vermogen van deze groep, dit waarschijnlijk niet onder het ophalen van kapitaal valt”.<sup>88</sup> Een bestaande groep is volgens ESMA een groep familieleden.<sup>89</sup>

Het komt erop neer dat een familie geen kapitaal ophaalt, want de familie bestond al altijd, en dus was het kapitaal eigenlijk al samengebracht. Er is geen ‘bedrijfsactiviteit’ die bestaat uit het ophalen van kapitaal, want de groep is op ‘natuurlijke’ wijze ontstaan. Dit is een interpretatie van de notie ‘ophalen’, waarvan de ESMA trouwens zelf niet helemaal zeker is (‘waarschijnlijk’). Evenwel geven ook de overwegingen bij de AIFM-richtlijn aan dat familieconstructies die privévermogen beleggen zonder extern kapitaal op te halen niet als een AICB kunnen worden beschouwd.<sup>90</sup> Het Europees Hof van Justitie heeft in het verleden reeds geoordeeld dat een considerans geen bindende rechtskracht heeft en dus niet mag gebruikt worden tegen de tekst van de richtlijn zelf in, zodat ook hieruit geen zekerheid kan worden gehaald.<sup>91</sup>

Indien deze interpretatie zou standhouden is er geen enkele reden om aan te nemen waarom enkel families ervan gebruik zouden mogen maken. In tegenstelling tot wat ESMA suggereert, kunnen andere bestaande groepen op basis van deze interpretatie van de tekst van de AIFM-richtlijn er zich evengoed op beroepen. Indien het kapitaal er om welke reden dan ook al was en het dus niet *a priori* werd opgehaald om overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang de investeerders te beleggen, dan is niet voldaan aan de definitie van AICB.<sup>92</sup> Er

---

<sup>86</sup> Uiteraard heeft het ook weinig belang of de investeerder enkel een juridisch bindende toezegging heeft gedaan, dan wel het kapitaal werkelijk heeft overgedragen aan de AICB (ESMA-richtsnoeren, p. 6, nr. 13).

<sup>87</sup> ESMA-richtsnoeren, p.6, nr. 14 (a).

<sup>88</sup> ESMA-richtsnoeren, p.6, nr. 15.

<sup>89</sup> ESMA-richtsnoeren, p.4. Een bestaande groep is “een groep familieleden, ongeacht de vorm van de juridische organisatie die door hen wordt opgezet om in een onderneming te beleggen, waarbij de groep al bestond vóór de oprichting van die onderneming, mits de familieleden de enige uiteindelijke begunstigden van een dergelijke juridische organisatie zijn. Dit belet niet dat familieleden na de oprichting van de onderneming toetreden tot de groep.” “Familieleden’ wordt dan weer gedefinieerd als ‘de echtgenoot van een persoon, iemand die met een persoon in een vaste intieme relatie, in een gemeenschappelijk huishouden en duurzaam en ononderbroken samenwoont, de bloedverwanten in rechte lijn, de broers en zussen, ooms, tantes, neven en nichten en personen die van een persoon afhankelijk zijn”.

<sup>90</sup> Overweging 7 AIFM-richtlijn.

<sup>91</sup> Zie o.a. HvJ 24 november 2005, *Deutsches Milch-Kontor*, C-136/04, t.o. 32.

<sup>92</sup> Denk bijvoorbeeld aan een onderneming die al haar activiteiten heeft verkocht en enkel nog verder bestaat om de opbrengst van deze verkoop te beheren. Aangezien er nooit kapitaal werd opgehaald om dit te beleggen, maar enkel om er productie mee te drijven, zal de onderneming in een ruime interpretatie van het begrip ‘ophalen’ niet als AICB

anders over oordelen zou een schending van het gelijkheidsbeginsel uitmaken. ESMA was in haar oorspronkelijke versie van de richtsnoeren trouwens nog van mening dat indien enkel (personeels)leden van de beheerder of de beheerde entiteit kapitaal investeerden, er ook geen sprake was van een AICB.<sup>93</sup> In de definitieve versie kwam het hierop terug omdat een dergelijke interpretatie misschien toch in strijd was met de tekst van de AIFM-richtlijn.<sup>94</sup>

**33.** Verder kunnen kwalificatieproblemen ook nog ontstaan indien bestaand of intern kapitaal vermengd wordt met extern kapitaal. In een dergelijk geval is ESMA van mening dat er sprake is van een AICB.<sup>95</sup> De rechtsleer is hierover meer genuanceerd.<sup>96</sup>

#### **IV.4.3 Reeks beleggers**

**34.** De definitie van AICB stelt dat kapitaal moet worden opgehaald bij een ‘reeks beleggers’. Uit een letterlijke lezing moet men besluiten dat indien maar bij één belegger kapitaal wordt opgehaald, er geen sprake is van een AICB. Dit lijkt ook de mening te zijn van de Belgische wetgever.<sup>97</sup>

ESMA daarentegen houdt voor dat zelfs indien een entiteit in praktijk maar bij één belegger kapitaal heeft opgehaald, maar indien er geen juridisch verbod (bijvoorbeeld in de wet, statuten, overeenkomst) bestaat die deze onderneming verbiedt om kapitaal bij meerdere beleggers op te halen, ze toch in voorkomend geval zal worden gekwalificeerd als AICB.<sup>98</sup> Het effectief aanwezig zijn van een ‘collectief’ element is dus volgens ESMA niet steeds doorslaggevend om te bepalen of er al dan niet sprake is van een AICB.<sup>99</sup> Dit is een nogal vrije interpretatie van de richtlijn en bovendien niet consistent met haar eigen omschrijving van een ICB waarvan een kenmerk is dat kapitaal wordt *gepooled* (zie *supra* randnummer 29).

**35.** Naar Belgisch recht zijn er theoretisch situaties mogelijk waarbij maar één belegger kapitaal aanwendt om dit te beheren volgens een bepaald beleggingsbeleid. Men denkt bijvoorbeeld aan

---

moeten worden gekwalificeerd. Haalt de onderneming naderhand nieuw kapitaal op, dan kan ze opnieuw beschouwd worden als een AICB.

<sup>93</sup> ESMA, *Consultation paper: Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 19 december 2012, beschikbaar op <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-845.pdf>, p. 8, nr. 15.

<sup>94</sup> *Final report: Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 24 mei 2013, beschikbaar op [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-600\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_key\\_concepts\\_of\\_the\\_aifmd\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf), p. 13.

<sup>95</sup> ESMA-richtsnoeren, p.6, nr. 16.

<sup>96</sup> D. ZETZSCHE, ‘Scope of the AIFMD’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 45; E. WYMEERSCH (ed.) *Alternative Investment Fund Regulation*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 440.

<sup>97</sup> Artikel 281 AICB-wet; Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3432/001, p. 95.

<sup>98</sup> ESMA-richtsnoeren, p.6, nr. 17.

<sup>99</sup> Een aantal Europese landen, waaronder België, hecht in sommige gevallen weinig belang aan dit kenmerk, en laat eenhoofdige ICB's toe (zie S. DELAËY, *De contractuele verhouding inzake portefeuillebeheer: op de wip tussen MiFID en privaatrecht*, Antwerpen-Oxford, Intersentia, 2010, p. 70-71).

de eenpersoons-BVBA<sup>100</sup> of de institutionele beleggingsvennootschap.<sup>101</sup> Dergelijke constructies zullen in veel gevallen trouwens ook niet kunnen beschouwd worden als een AICB omdat ze geen kapitaal *poolen*, omdat de enige investeerder over alle beslissingsbevoegdheid beschikt of omdat er geen kapitaal wordt ‘opgehaald’. Maar om helemaal zeker te zijn, dient op enigerlei wijze een juridisch verbod te worden opgenomen waardoor geen bijkomende investeerders kunnen toetreden.

Anderzijds zullen structuren die maar één belegger toelaten, die op zijn beurt kapitaal ophaalt bij een aantal andere beleggers of deze op enige manier vertegenwoordigt toch als een AICB beschouwd worden.<sup>102</sup> Dit is een logisch gevolg van het doorkijkprincipe dat wordt gehanteerd onder de AIFM-richtlijn. Toepassingsgevallen zijn bijvoorbeeld bepaalde *master-feeder* structuren, *fund of funds* en trustachtige figuren.

#### IV.4.4 Bepaald beleggingsbeleid

**36.** Als vierde element stelt de definitie van AICB dat het opgehaalde kapitaal overeenkomstig een ‘bepaald beleggingsbeleid’ dient te worden belegd. Er kan in herinnering worden gebracht dat de AIFM-richtlijn van toepassing is ongeacht in welk type activa (bijvoorbeeld in financiële instrumenten, wijn, kunst, vastgoed,...) er wordt geïnvesteerd, en ongeacht welk beleggingsbeleid er wordt gevolgd.<sup>103</sup> Maar entiteiten zonder een beleggingsbeleid kunnen bij een letterlijke lezing van de definitie niet beschouwd worden als een AICB.

In haar richtsnoeren geeft ESMA een aantal voorbeelden van voor de hand liggende factoren die kunnen wijzen op het bestaan van een beleggingsbeleid.<sup>104</sup>

**37.** Het aanwezig zijn van een beleggingsbeleid dient zoals steeds *in concreto* te worden beoordeeld. Het ontbreken van beleggingsrichtsnoeren in de statuten of in het contract (bij gemeenschappelijke beleggingsfondsen) of in enig ander document is niet *per se* een bewijs van het afwezig zijn van een beleggingsbeleid. Formele regels die net stellen dat er geen beleggingsbeleid aanwezig is, dienen met de nodige scepsis te worden benaderd nu ze mogelijk bedoeld zijn om de AIFM-richtlijn te omzeilen.

---

<sup>100</sup> De auteur is van mening dat indien er om vennootschapsrechtelijke redenen een nominatieve tweede aandeelhouder is die maar zeer beperkt participeert in het kapitaal deze voor toepassing van de AIFM-richtlijn ook als eenhoofdig dient te worden beschouwd (zie ook FSA, *The perimeter guidance manual*, <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/PERG/16/2>, augustus 2014, question 2.11).

<sup>101</sup> Artikel 285 en 288 van de AICB-wet en artikel 271/13 van de Wet van 3 augustus 2012. Indien gekozen wordt voor het statuut van institutionele beleggingsvennootschap zal in dergelijk geval in principe niet moeten voldaan worden aan de geharmoniseerde voorwaarden uit de AIFM-richtlijn, maar wel aan de Belgische niet-geharmoniseerde regelgeving voor dergelijke fondsen.

<sup>102</sup> ESMA-richtsnoeren, p.7, nr. 18.

<sup>103</sup> Eenmaal – al dan niet verplicht – wordt gekozen voor een naar Belgisch recht gereguleerd type AICB, dan zijn er wel beperkingen op basis van de niet-geharmoniseerde regels. Zie ook voetnoot 26.

<sup>104</sup> Bijvoorbeeld dat het beleggingsbeleid moet zijn bepaald op het ogenblik dat de beleggers zich verbinden t.a.v. de AICB, of nog, dat het beleggingsbeleid opgenomen is in een verbindend document. Voor de lijst, zie ESMA-richtsnoeren, p.7, nr. 20.

38. In praktijk zullen er maar weinig entiteiten zijn die alle kenmerken vertonen van een AICB, behalve dat ze geen beleggingsbeleid hebben. De zogenaamde *blind pools*<sup>105</sup> vallen bij een restrictieve interpretatie hiervan mogelijks buiten het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn.<sup>106</sup>

#### IV.4.5 Belang van de beleggers

39. Tenslotte stelt de definitie van AICB dat het opgehaalde kapitaal ‘in het belang’ van de beleggers bij wie het is opgehaald dient te worden belegd.<sup>107</sup> Gelet op de doelstellingen van de AIFM-richtlijn kan ervan worden uitgegaan dat met ‘in het belang’ bedoeld wordt dat de AICB moet trachten een vermogensvermeerdering / economisch voordeel te verwezenlijken voor haar investeerders.<sup>108</sup> Vaak zal moeten worden onderzocht wat de intentie van de kapitaalverschaffers is of was om te kunnen bepalen of er al dan niet sprake is van een AICB.<sup>109</sup>

Deze voorwaarde laat toe om alle entiteiten die geen of slechts een beperkt economisch voordeel verschaffen aan de personen die kapitaal hebben geaffecteerd, uit te sluiten van het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn. Een VZW die een kapitaal beheert en belegt, zal geen AICB zijn nu deze dat niet doet in het economisch belang van degene die het initiële kapitaal heeft verschaft.<sup>110,111</sup>

---

<sup>105</sup> Blind pools zijn investeringsfondsen die doelbewust geen gevolgde beleggingsstrategie bekendmaken, de investeerder levert zich als het ware over aan de beheerder van het fonds (<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Blind+Pool>).

<sup>106</sup> D. ZETZSCHE, ‘Scope of the AIFMD’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 49.

<sup>107</sup> Vreemd genoeg wordt dit kenmerk niet besproken in de richtsnoeren van de ESMA.

<sup>108</sup> Zo lijkt een coöperatieve vennootschap die enkel sociale voordelen verstrekt aan haar investeerders nooit als AICB te kunnen worden gekwalificeerd (zie art. 2 KB 8 januari 1962 tot vaststelling van de voorwaarden tot erkenning van de nationale groeperingen van coöperatieve vennootschappen en van de coöperatieve vennootschappen, BS 19 januari 1962).

<sup>109</sup> ESMA geeft als voorbeeld burens die samen een stuk grond in hun buurt kopen om te voorkomen dat er bijvoorbeeld een appartementsgebouw zou worden opgezet (ESMA, *Discussion paper: Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directives and types of AIFM*, 23 februari 2012, beschikbaar op <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-117.pdf>, p. 10, nr. 25). ZETZSCHE breidt dit uit naar een algemene uitsluiting van ‘self-used’ investments (D. ZETZSCHE, ‘Scope of the AIFMD’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 46).

<sup>110</sup> Een vennootschap met een sociaal oogmerk zal in principe niet als AICB beschouwd worden nu deze geen of maar een beperkt vermogensvoordeel voor haar vennoten nastreeft en dus niet afdoende in het belang van deze laatste handelt (art. 661, 1° W. Venn.). Ook de stichting kan in principe niet gebruikt worden als AICB nu een stichting nooit als hoofddoel mag hebben om een vermogenspositie te verbeteren, zelfs wanneer ze kapitaal beheert (D. VAN GERVEN, *Handboek Stichtingen*, Kalmthout, Biblio, 2004, p. 51).

<sup>111</sup> Opnieuw dient in herinnering gebracht te worden dat de AIFM-richtlijn niet kijkt naar de juridische verpakking. Indien rechtsvormen die wettelijk gezien niet toelaten om personen die het belegde vermogen hebben verschaft een voordeel te bezorgen hiervoor toch gebruikt worden, dan zullen ze financieelrechtelijk als AICB kunnen worden gekwalificeerd indien aan alle voorwaarden van de definitie voldaan is.

## IV.5 Uitsluitingen

**40.** De AICB-wet voorziet expliciet in uitsluitingen van haar toepassingsgebied voor beheerders van holdings, instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening, supranationale instellingen, nationale centrale banken, nationale regionale en lokale overheden, werknemerswinstdelings- of werknemersspaarplannen en voor een bijzonder doel opgerichte effectiseringsstructuren.<sup>112</sup> Beheerders van intra-groep-AICB's vallen tevens buiten de AICB-wet.<sup>113,114</sup> Tenslotte kunnen ook UCITS-ICB's niet beschouwd worden als AICB's en dus worden uitgesloten van de AICB-wet. Dit vloeit voort uit de definitie van AICB zelf (zie *supra*).<sup>115</sup>

**41.** De expliciete uitsluitingen zijn evenwel niet de enige entiteiten die de Europese wetgever buiten het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn wenste te houden. In de overwegingen kan men lezen dat ook familieconstructies<sup>116</sup>, verzekeringscontracten, joint ventures en beheerders van pensioenfondsen niet onderworpen zijn aan de AIFM-richtlijn.<sup>117</sup> Aangezien deze niet uitdrukkelijk zijn uitgesloten in de tekst van de richtlijn zelf, dient te worden aangenomen dat ze buiten het toepassingsgebied vallen omwille van het feit dat ze niet voldoen aan de definitie van AICB. Als een entiteit die wordt omschreven als een *joint venture* voldoet aan alle voorwaarden van de AICB, dan is er geen andere keuze dan deze entiteit onder de toepassing van de AICB-wet te brengen.<sup>118</sup>

Voor de financiële praktijk zal de expliciete uitsluiting voor holdings en de verwijzing naar *joint ventures*, verzekeringscontracten en beheerders van pensioenfondsen waarschijnlijk het vaakst vraagtekens oproepen. Ook de vraag of vastgoedvennootschappen als AICB's kunnen gekwalificeerd worden is – zeker in België – actueel. Deze worden daarom in de volgende secties uitgebreider behandeld.

### IV.5.1 Holdings

---

<sup>112</sup> Art. 7 AICB-wet. Voor de rationale achter deze uitsluitingen zie D. ZETZSCHE, 'Scope of the AIFMD', in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 56-58.

<sup>113</sup> Art. 8 AICB-wet.

<sup>114</sup> Aangezien de AIFM-richtlijn enkel de beheerder reguleert, bedoelt de Europese wetgever telkens dat de 'beheerders' van de uitgesloten entiteiten niet onder de AIFM-richtlijn vallen, en niet dat de beheerde entiteit zelf geen AICB is (Questions on Single Market Legislation, <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1145>). In de praktijk komt dit op hetzelfde neer nu (i) een zelfbeheerde AICB ook als een AICB-beheerder wordt beschouwd, en (ii) de AICB-beheerder wordt gedefinieerd als "de rechtspersoon waarvan de normale werkzaamheden bestaan in het beheer van één of meer abi's" (art. 4(1), b) AIFM-richtlijn).

<sup>115</sup>Zie voor een duidelijk overzicht: FSA, *The perimeter guidance manual*, <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/PERG/16/6>, augustus 2014.

<sup>116</sup> Overweging 7 van de AIFM-richtlijn; zie ook sectie II.3.2.3.2.

<sup>117</sup> Overweging 8 van de AIFM-richtlijn.

<sup>118</sup> Questions on Single Market Legislation, <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1160>.

**42.** Ook in het verleden voorzag de Belgische fondsenwetgeving een uitsluiting uit haar toepassingsgebied voor holdings.<sup>119</sup> Met de AIFM-richtlijn werd op Unieniveau een holding-uitsluiting voorzien.

Een holding wordt door de AICB-wet als volgt gedefinieerd: *‘een vennootschap met een deelneming in een of meer andere vennootschappen, die als zakelijk doel heeft om, via haar dochtervennootschappen, verbonden vennootschappen of deelnemingen, een bedrijfsstrategie of bedrijfsstrategieën uit te voeren met de bedoeling aan hun langetermijnwaarde bij te dragen, en die*

*(a) ofwel optreedt voor eigen rekening en waarvan de aandelen tot de verhandeling op een gereguleerde markt in de Europese Economische Ruimte zijn toegelaten; of*

*(b) ofwel niet is opgericht met als hoofddoel voor haar beleggers winst te genereren door haar dochtervennootschappen of verbonden vennootschappen af te stoten, zoals blijkt uit haar jaarverslag of andere officiële stukken.*<sup>120</sup>

**43.** Deze uitsluiting is onduidelijk en roept meer vragen op dan ze antwoorden geeft.<sup>121</sup>

In ieder geval is het wel duidelijk dat een instelling die (i) als zakelijk doel heeft om bij te dragen aan de langetermijnwaarde van haar participaties, en die (ii) niet als hoofddoel heeft een return voor haar investeerders te genereren door deze participaties te verkopen, niet onder het toepassingsgebied van de AICB-wet valt.

Dit is logisch. Een instelling die geen loutere beleggingsdoelstelling heeft, kan niet beschouwd worden als een ICB, en dus ook niet als een AICB (zie randnummer 28). In de praktijk zal het in sommige gevallen moeilijk zijn om te achterhalen of een instelling een *private equity* vehikel is, dat in principe kan beschouwd worden als een AICB, dan wel dat deze instelling een uitgesloten holding is. Een vennootschap die als doel heeft een groep ondernemingen die onder dezelfde vlag varen te groeperen, is zo goed als zeker geen AICB.<sup>122</sup> Elementen die erop kunnen wijzen dat er wel sprake is van een AICB zijn bijvoorbeeld het feit dat de participaties aangehouden door de instelling geen onderling organisatorisch verband hebben, het feit dat de instelling geen controle heeft over de ondernemingen waarin ze participeert, of het feit dat de instelling haar inkomsten voornamelijk uit meerwaarden uit de verkoop van participaties haalt en niet door dividenden.

**44.** De positieve voorwaarde onder punt ‘(a)’ van de definitie van holding maakt de zaken echter verder gecompliceerd. In samenlezing met de negatieve voorwaarde ‘(b)’ dient men te besluiten dat wanneer een instelling voor eigen rekening handelt en tevens genoteerd, is ze niet onder het toepassingsgebied van de AICB-wet valt, zelfs niet wanneer ze als hoofddoel heeft winst te genereren door participaties aan te kopen en te verkopen. Nochtans bepaalt overweging 8 van de AIFM-richtlijn in zoveel woorden dat beheerders van *private-equity* fondsen waarvan de aandelen mogen worden verhandeld op een gereguleerde markt, niet

---

<sup>119</sup> Oud artikel 4, §3, 1° van de Wet van 3 augustus 2012.

<sup>120</sup> Artikel 3, 48° van de AICB-wet; De Belgische wetgever heeft het woord onderneming door het woord vennootschap vervangen bij de omzetting van de AIFM-richtlijn (zie artikel 4(1), o van de AIFM-richtlijn).

<sup>121</sup> E. WYMEERSCH (ed.) *Alternative Investment Fund Regulation*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 438; D. ZETZSCHE, ‘Scope of the AIFMD’, in D. ZETZSCHE (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Alphen aan den Rijn, Kluwer Law International, 2012, p. 60.

<sup>122</sup> Niet enkel op basis van de holding-uitsluiting, maar ook op basis van de definitie van AICB.

mogen worden uitgesloten van het toepassingsgebied. Aangezien een considerans niet tegen de bewoordingen van de tekst van de richtlijn zelf mag ingaan<sup>123</sup>, is er dus nog een ontsnappingsroute voor instellingen die voldoen aan de definitie van AICB, doch zich kunnen beroepen op de holding-uitsluiting door voor eigen rekening te handelen en een beursnotering te bekomen.<sup>124</sup>

#### IV.5.2 Joint ventures

**45.** Het begrip *joint venture* is niet gedefinieerd in het Europees recht, noch heeft het dezelfde betekenis in de verschillende lidstaten van de Europese Unie. Vaak wordt er gesproken van een *joint venture* wanneer verschillende partijen expertise en kapitaal poolen om een specifiek project tot stand te brengen.

**46.** In de overgrote meerderheid van de gevallen zal een *joint venture* geen AICB zijn omdat het te realiseren project een zakelijke, commerciële, doelstelling heeft (bijvoorbeeld het ontwikkelen van een nieuw type vliegtuig), en niet een pure beleggingsfinaliteit heeft (zie *supra* randnummer 29).

Zelfs in het geval er sprake is van een loutere beleggingsconstructie, dan nog zullen de partners binnen de *joint venture* bijna steeds (gezamenlijk) de dagelijkse beslissingsbevoegd of zeggenschap uitoefenen over de constructie. De *joint venture* zal daarom niet beschouwd worden als een AICB (zie *supra* randnummer 30).

Tenslotte is het ook maar de vraag in welke mate er sprake is van het ‘ophalen’ van kapitaal bij een *joint venture*. Meestal zal samenwerking op gezamenlijk initiatief worden opgezet. Aangezien de personen die het kapitaal ophalen en investeren dezelfde zijn is er geen extern kapitaal.<sup>125</sup>

#### IV.5.3 Pensioenspaarfonds

**47.** In België kent men het systeem van pensioensparen waarbij onder voorwaarden een fiscaal voordeel wordt gegeven op de in het kader hiervan gestorte premies.<sup>126</sup> Het pensioensparen kan drie vormen aannemen: deze van een individuele spaarrekening, een collectieve spaarrekening en een spaarverzekering.<sup>127</sup> Bij de collectieve spaarrekening worden de premies geïnvesteerd in een door de fiscale administratie erkende gemeenschappelijke ICB die aan een aantal fiscaal-specifieke regels moet voldoen.<sup>128</sup>

---

<sup>123</sup> Zie voetnoot 87.

<sup>124</sup> Ook de Europese commissie weet niet goed raad met deze uitzondering, zie Questions on Single Market Legislation, <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1146>; zie ook de interpretatie die de FSA geeft

FSA, *The perimeter guidance manual*, <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/PERG/16/6>, augustus 2014, question 6.3.

<sup>125</sup> Zie ook FSA, *The perimeter guidance manual*, <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/PERG/16/2>, augustus 2014, question 2.47-2.49).

<sup>126</sup> Zie hierover E. PUNCHER, ‘De fiscale behandeling van pensioensparen.’, *AFT* 2010, p. 6-42.

<sup>127</sup> Art. 145/16 WIB92.

<sup>128</sup> Art. 63/6 KB/WIB92.



Deze pensioenspaarfonds zijn geen instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening zodat ze niet onder deze uitsluiting vallen.<sup>129</sup> Mogelijks vallen ze wel onder de uitsluiting van artikel 7, 5° van de AICB-wet, hoewel de bewoordingen ook hier niet duidelijk zijn. In ieder geval stellen de overwegingen van de AIFM-richtlijn zeer duidelijk dat het beheer van pensioenfondsen buiten het toepassingsgebied van de richtlijn valt.<sup>130</sup>

Indien dit het geval zou zijn, dan wordt de regelgeving van toepassing op dergelijke fondsen in België complex en onzeker. Enerzijds zijn de geharmoniseerde bepalingen uit Deel II van de AICB-wet niet van toepassing op de beheerder van het fonds. Maar ook de niet geharmoniseerde bepalingen voor publieke AICB's uit deel III zijn niet van toepassing, nu ook het toepassingsgebied van dit deel wordt afgebakend door het begrip AICB.<sup>131</sup>

Nochtans vereist de fiscale wetgeving dat het pensioenspaarfonds ingeschreven wordt als Belgische beleggingsinstelling.<sup>132</sup> Dit lijkt op basis van het bovenstaande niet mogelijk te zijn, waardoor de rechtsgeldigheid van het pensioensparen via een pensioenspaarfonds onzeker is.

**48.** Recentelijk werd de Belgische staat trouwens veroordeeld door het Europees Hof van Justitie omdat het systeem van pensioensparen Belgische financiële instellingen bevoordeelt ten aanzien van andere in de EU gevestigde instellingen.<sup>133</sup> Dit verschaft onze wetgever een uitgelezen kans om een volledige update van de toepasselijke wetgeving inzake pensioensparen door te voeren.

#### **IV.5.4 Vastgoedvennootschappen**

**49.** Het Belgisch fondsenrecht voorzagt en voorziet in het statuut van vastgoedbevak, zijnde een ICB die belegt in vastgoed.<sup>134</sup> Dit was een zeer populair statuut nu een vastgoedbevak van een gunstig fiscaal regime geniet.<sup>135</sup> In principe staat het statuut van vastgoedbevak evenwel enkel open voor ICB's, en sinds de omzetting van de AIFM-richtlijn naar Belgisch recht enkel voor AICB's. Dit heeft tot gevolg dat, om te kunnen blijven genieten van het gunstig fiscaal regime, de bijkomende regels uit de AIFM-richtlijn eveneens nageleefd moeten worden. In andere EU-landen bestaan er nochtans juridische statuten met aangepaste fiscaliteit voor de zogenaamde REIT's (*Real Estate Investment Trusts*) die ook open staan voor entiteiten die niet kwalificeren als een AICB, en die ten gevolge daarvan meestal aan een minder streng kader onderworpen zijn.<sup>136</sup>

---

<sup>129</sup> Art. 7, 2° AICB-wet.

<sup>130</sup> Overweging 8 AIFM-richtlijn; dit lijkt ook de mening van de Commissie te zijn (Questions on Single Market Legislation, <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1148>).

<sup>131</sup> Art. 180, §1 AICB-wet.

<sup>132</sup> Art. 63/6, §1, 1° KB/WIB92.

<sup>133</sup> HvJ 23 januari 2014, *Commissie / België*, C-296/12. Dit werd trouwens al lang geponeerd in de rechtsleer (M. TISON, *De Interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen-Groningen, Intersentia, 1999, p. 114-115).

<sup>134</sup> Zie over de vastgoedbevak voor de omzetting van de AIFM-richtlijn: L. VAN BEVER en A. HERMANS, 'Het Vastgoedbevak-KB 2010', *TRV* 2011, p. 127-183.

<sup>135</sup> Zie over de fiscaliteit van ICB's: K. VAN DUYSSE, 'De fiscaliteit van instellingen voor collectieve beleggingen anno 2006 (en 2007) over transformatie en transparantie' in M. TISON (ed.), *Belgisch kapitaalmarktrecht op Europese leest*, Antwerpen, Intersentia, 2007, 167-196.

<sup>136</sup> Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3497/001, p. 5-7.

Om het concurrentievermogen van de Belgische REIT's te bewaren heeft de Belgische wetgever daarom het optionele statuut van 'gereguleerde vastgoedvennootschap' ('GVV') geïntroduceerd.<sup>137</sup> De GVV geniet van dezelfde fiscaliteit als een vastgoedbevak en moet ongeveer aan dezelfde regels voldoen als een vastgoedbevak, minus de nieuwe regelgeving uit de AIFM-richtlijn. Een soort vastgoedbevak-*light* dus. Aangezien de geharmoniseerde bepalingen en de niet-geharmoniseerde bepalingen voor openbare AICB's uit de AICB-wet dwingend zijn, kan een AICB die in vastgoed investeert niet kiezen voor het statuut van GVV en is ze verplicht de gedaante van vastgoedbevak aan te nemen.<sup>138</sup>

**50** Het kwam dan ook als een schok voor de industrie dat de Duitse toezichthouder, de BaFin, in een schrijven liet weten dat de REIT's wat haar betreft onder het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn vallen.<sup>139</sup> Na veel protest nam BaFin enkele maanden later uiteindelijk een meer genuanceerd standpunt in.<sup>140</sup> Ook de Belgische wetgever is er zich van bewust dat niet alle REIT's zomaar als niet-AICB kunnen worden gekwalificeerd. In de parlementaire voorbereiding bij de GVV-wet wordt daarom uitgebreid ingegaan op de verschillpunten.<sup>141</sup>

Het is dan ook een feit dat vastgoed bijzondere kenmerken heeft als investeringsactiva. Financiële instrumenten, edele metalen, wijn e.d. kan men als investeerder gewoon aanhouden en de prijsevolutie ervan afwachten. Om rendement te halen uit vastgoed dient dit echter over het algemeen geëxploiteerd te worden.<sup>142</sup> Gebouwen dienen opgetrokken te worden, huurders, (erf)pachters,... dienen gezocht te worden, herstellingen dienen uitgevoerd te worden, klachten van gebruikers en buurtbewoners dienen opgevolgd te worden,... Er worden dus heel wat handelingen gesteld die eerder een algemeen commercieel doel hebben dan een beleggingsfinaliteit.

**51.** Tot op bepaalde hoogte kan ook een vergelijking worden gemaakt met de holding-uitzondering waarbij ieder vastgoedproject als een vennootschap wordt aanzien, en de

---

<sup>137</sup> Wet van 12 mei 2014 betreffende de gereguleerde vastgoedvennootschappen, *BS* 30 juni 2014 ('de GVV-wet'); KB 13 juli 2014 met betrekking tot de gereguleerde vastgoedvennootschappen, *BS* 16 juli 2014; zie hierover uitgebreid L. VAN BEVER en A. HERMANS, 'De gereguleerde vastgoedvennootschap – nieuw statuut voor de Belgische REIT-sector', *TRV* 2014, p. 639-686

<sup>138</sup> Zoals opgemerkt heeft een niet-AICB die in vastgoed investeert de *optie* om het statuut van GVV aan te nemen. Deze kan ook evengoed de gedaante aannemen van een gemeenschappelijke vennootschap. Zie Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3497/001, p. 11-12.

<sup>139</sup> Financial Times, 'Regulator puts Reits into turmoil', 21 april 2013, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/bebe3756-a836-11e2-8e5d-00144feabdc0.html#axzz3AANKerpb>; BaFin, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Konsultation/2013/dl\\_kon\\_0313\\_K\\_AGB\\_AuslegungInvestmentvermoegen\\_wa.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=2](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Konsultation/2013/dl_kon_0313_K_AGB_AuslegungInvestmentvermoegen_wa.pdf?__blob=publicationFile&v=2).

<sup>140</sup> Financial Times, 'German regulator rows back on property', <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/c231e5c4-df4d-11e2-881f-00144feab7de.html#axzz3AANKerpb>; BaFin, [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invvermoegen.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html).

<sup>141</sup> Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 3497/001, p. 7-11.

<sup>142</sup> Althans in de grote meerderheid van de gevallen (bijvoorbeeld niet als speculatief in bouwgrond wordt geïnvesteerd).

inkomsten uit bijvoorbeeld verhuur als dividenden worden aanzien.<sup>143</sup> Is het de bedoeling om het vastgoed aan te kopen om het zo snel mogelijk met meerwaarden te verkopen, dan wijst dit eerder op het bestaan van een AICB. Is het de bedoeling om het vastgoed op lange termijn te ontwikkelen, dan wijst dit er eerder op dat er geen sprake is van een AICB.

#### IV.5.5 Verzekeringscontract

**52.** Overweging 8 van de AIFM-richtlijn stelt zonder enige motivatie dat verzekeringscontracten niet onder haar toepassingsgebied vallen. Het valt nochtans moeilijk te ontkennen dat een levensverzekering gekoppeld aan een beleggingsfonds (tak-23 / ‘*unit linked insurance contracts*’) in de praktijk enkel qua juridische structurering verschilt van een ‘gewoon beleggingsfonds’.<sup>144</sup>

Een functionele benadering, zoals toegepast door de AIFM-richtlijn, lijkt dan ook te nopen tot het besluit dat een tak-23 beleggingsverzekering gekwalificeerd dient te worden als een AICB.<sup>145</sup> Dit heeft als gevolg dat een intern fonds van een verzekeringsonderneming als een AICB dient te worden beschouwd. Indien de verzekeringsonderneming het fonds zelf beheert, dient ze een vergunning als zelfbeheerde AICB te bekomen.<sup>146</sup>

**53.** Alles wijst er nochtans op dat de Europese wetgever de verzekeringsondernemingen wenste uit te sluiten van het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn. Het is daarom voor een buitenstaander moeilijk verklaarbaar dat de expliciete uitsluiting voor verzekeringsondernemingen, die opgenomen was in het oorspronkelijke commissie-voorstel, niet weerhouden is door de EU ‘trialoog’.<sup>147</sup>

#### IV.6 Lichter prudentieel regime

**54.** Zelfs wanneer de structuur kan beschouwd worden als een AICB en er geen expliciete uitsluiting voorhanden is, dan nog kan de beheerder onder voorwaarden gebruik maken van een lichter prudentieel regime voor kleinschalige beheerders.<sup>148</sup>

---

<sup>143</sup> Een vennootschap die niet rechtstreeks rechten op vastgoed verwerft, maar onrechtstreeks door te participeren, zal in ieder geval naar de holding-uitzondering dienen te kijken (zie *supra*).

<sup>144</sup> Dit is althans het geval indien de dekking zowel bij overlijden, bij eindvervaldatum als bij afkoop gelijk is, en deze uitkering overeenkomt met de op dat ogenblik verworven reserve.

<sup>145</sup> Zie uitgebreid over de consequenties van de verschillende juridische structurering van functioneel gelijke financiële producten: M. TISON, ‘Regulering en distributie van (gestructureerde) beleggingsproducten’, in *Financiële regulering in de kering*, Instituut voor Financieel recht, 2012, p. 367-369.

<sup>146</sup> Mogelijks wordt er vanuit gegaan dat het collectief beheer van fondsen een deel van de verzekeringsactiviteit uitmaakt en daarom niet als een zelfstandige activiteit kan worden beschouwd. Dit is relatief ver gezocht nu moeilijk kan ontkend worden dat tak-23 beleggingsverzekeringen een op zichzelf bestaand type verzekering zijn die meestal apart worden aangeboden aan de verzekeringsnemer-belegger (zie randnummer 28 en E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p. 116).

<sup>147</sup> Zie evenwel Advies van de Europese Centrale Bank van 16 oktober 2009 houdende een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/.../EG (CON/2009/81), randnummer 7.

<sup>148</sup> Dit lichter prudentieel regime werkt door op het niveau van de AICB zelf. Zie ook E. HELLEBUYCK, *Hedge funds*, Intersentia, 2014, p. 111-113.

Dit is mogelijk indien (i) de totale *assets under management* van de beheerder minder bedragen dan EUR 100 miljoen, of (ii) indien de totale *assets under management* van de beheerder minder bedragen dan a) EUR 500 miljoen, b) er niet met hefboomfinanciering wordt gewerkt, en c) er 5 jaar lang geen terugbetalingsrechten zijn voor investeerders, dan zijn de geharmoniseerde bepalingen van de AICB-wet niet van toepassing.<sup>149</sup> Indien de kleinschalige beheerder één of meerdere openbare AICB's beheert, dan zullen een aantal geharmoniseerde bepalingen alsnog van toepassing zijn.<sup>150</sup>

Wel zal de kleinschalige beheerder alvorens zijn werkzaamheden aan te vatten de FSMA hiervan dienen te notificeren en recurrent informatie ter beschikking stellen.<sup>151</sup>

Kleinschalige beheerders beschikken niet over een Europees paspoort tenzij ze een *opt-in* doen en een volledige vergunning als AIFM-beheerder aanvragen.<sup>152</sup>

## IV.7 Sancties

**55.** De financiële wetgeving voorziet in gespecialiseerde sancties voor het geval een AICB (indien publiek) of een AICB-beheerder niet over de nodige vergunning beschikt. Wanneer een entiteit beslist om geen vergunning aan te vragen, omdat ze bv. van mening zijn dat ze niet als AICB of AICB-beheerder kunnen gekwalificeerd worden, kan dit ernstige gevolgen hebben wanneer de FSMA en/of de rechtbanken er de omgekeerde mening op nahouden.

**56.** Naast het gemeen recht en niettegenstaande elk andersluidend beding voorziet de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten<sup>153</sup> dat de inschrijving op rechten van deelneming in een *openbare* AICB nietig worden verklaard indien deze niet over een vergunning voorzien in de AICB-wet beschikt.<sup>154</sup> Dezelfde sanctie geldt voor alle AICB's (zowel openbare als niet-openbare) indien deze geen vergunde beheerder hebben aangesteld.<sup>155</sup> Dit is een codificering van de leer die stelt dat het contracteren met een entiteit die niet over de benodigde financieelrechtelijke vergunning beschikt tot gevolg heeft dat de overeenkomst nietig kan verklaard worden wegens het ongeoorloofd karakter van het voorwerp en de oorzaak.<sup>156</sup>

Bovendien wordt in beide gevallen een onweerlegbaar vermoeden ingevoerd dat stelt dat de schade veroorzaakt door de aankoop van de rechten van deelneming in de AICB geacht is het gevolg te zijn van het niet beschikken over een vergunning.<sup>157</sup> Dit is voor de afnemer nuttig indien de nietigverklaring van de overeenkomst niet leidt tot integrale schadevergoeding. In

---

<sup>149</sup> Art. 106 *juncto* 108, §1 AICB-wet. Zie voor de berekening van de drempels art. 2-4 AIFM-verordening 231/2013.

<sup>150</sup> Art. 110 AICB-wet. Voor buitenlandse kleinschalige beheerders gelden aparte regels (zie de artikelen 117-133 en 166-179 van de AICB-wet).

<sup>151</sup> Art. 107 AICB-wet; art. 5 AIFM-verordening 231/2013.

<sup>152</sup> Art. 3(4) en (5) AIFM-richtlijn; Uitvoeringsverordening 447/2013 van de Commissie van 15 mei 2013 tot vaststelling van de procedure voor abi-beheerders die voor opt-in kiezen uit hoofde van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad, *PB* 132, 1 e.v.; Art. 108, §2 en 111, §2 AICB-wet. Voor durfkapitaal- en socialeondernemerschapsfondsen is ook onder de EUR 500 miljoen een Europees paspoort mogelijk. Zie respectievelijk Verordening 345/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 17 april 2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen, *PB L* 115, 1 e.v. en Verordening 346/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 17 april 2013 betreffende Europese socialeondernemerschapsfondsen, *PB L* 115, 18 e.v.

<sup>153</sup> *BS* 4 september 2002 ('Wet Financieel Toezicht').

<sup>154</sup> Artikel 86ter, §1, 1<sup>o</sup> Wet Financieel Toezicht.

<sup>155</sup> Artikel 86ter, §1, 2<sup>o</sup>/1 Wet Financieel Toezicht.

<sup>156</sup> Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 2872/001, p. 64.

<sup>157</sup> Artikel 86ter, §1, tweede lid Wet Financieel Toezicht; Memorie van Toelichting, *Parl. St. Kamer*, Doc. 53, 2872/001, p. 66.

het gemeen recht draagt hij namelijk de moeilijke bewijslast dat er tussen het niet hebben van een vergunning en de door hem geleden schade een oorzakelijk verband is.

**57.** Behalve deze verstrekkende burgerrechtelijke gevolgen stelt de onvergunde AICB(-beheerder) zich ook nog bloot aan administratieve<sup>158</sup> en strafrechtelijke<sup>159</sup> sancties.

## V. Besluit

**58.** Wat een AICB is, is op basis van de gegeven definitie op zijn minst niet helemaal duidelijk. Het gevolg hiervan is dat bij een ruime interpretatie zo goed als iedere onderneming als een AICB kan gekwalificeerd worden. Om de betrokken actoren rechtszekerheid te geven is nochtans een duidelijk toepassingsgebied onontbeerlijk, te meer gelet op de sancties die op een overtreding staan. De ESMA-richtsnoeren komen tot op bepaalde hoogte tegemoet aan deze verzuchtingen, maar laten nog steeds veel marge voor interpretatie.

In de praktijk zal voor de invulling van het begrip AICB een grote rol zijn weggelegd voor de financiële toezichthouders in de lidstaten. Het zijn zij die in eerste instantie entiteiten al dan niet zullen verplichten om zich aan de AIFM-richtlijn, zoals omgezet in het nationale recht, te onderwerpen. Gelet op de vaagheid van de definitie valt te verwachten dat ze hiervoor de *duck test* zullen gebruiken.<sup>160</sup> Als het op basis van de definitie onduidelijk is of een bepaalde structuur een AICB is of niet, maar kenmerken heeft die men normaal bij een fonds zou aantreffen, dan is de kans groot dat de toezichthouder de structuur zal kwalificeren als een AICB.<sup>161</sup>

**59.** Een op communautair niveau gelijke invulling is nochtans noodzakelijk om een *level playing field* te creëren. Een ruime interpretatie door de toezichthouder kan tot een concurrentienadeel voor de geviseerde entiteiten in de ene lidstaat leiden ten aanzien van spelers uit een andere lidstaat waar de toezichthouder er een meer restrictieve interpretatie van het begrip AICB op na houdt. Illustratief hiervoor is het verhaal van de REIT's in Duitsland en België. In eerste instantie kwalificeerde de BaFin REIT's als AICB's, maar onder druk van de markt kwam ze hier later op terug. In België zijn vastgoedbevak van de ene op de andere dag dan weer plots geen ICB's meer, en mogen daarom veranderen naar het statuut van GVV.<sup>162</sup>

---

<sup>158</sup> Artikel 86bis, §1, 1°, 4° en 4°/1 Wet Financieel Toezicht.

<sup>159</sup> Artikel 371, 1° en 2° en 372, 1° tot 3° van de AICB-wet. De vraag die hier kan gesteld worden, is of wel voldaan is aan het strafrechtelijk *lex certa*-beginsel (zie VAN DEN WYNGAERT, C. m.m.v. VANDROMME S. *Strafrecht en strafprocesrecht & internationaal strafrecht in hoofdlijnen*, 2dln., Antwerpen-Apeldoorn, Maklu, 2006, p 81)

<sup>160</sup> *If it looks like a duck, swims like a duck, and quacks like a duck, then it probably is a duck.*

<sup>161</sup> Dit lijkt min of meer de werkwijze van de Engelse FSA te zijn (zie FSA, *The perimeter guidance manual*, <http://fshandbook.info/FS/html/Handbook/PERG/16/2>, augustus 2014, question 2.20, 2.21 en 2.25).

<sup>162</sup> Waarmee de auteur absoluut niet wil zeggen dat deze vennootschappen wel AICB's zouden zijn. Eerder lijkt het erop dat in het verleden nooit iemand zich druk heeft gemaakt over de vraag of deze vennootschappen wel als ICB's konden gekwalificeerd worden.

**60.** De vage omschrijving van het toepassingsgebied van de AIFM-richtlijn zou een bewuste strategie van de opstellers ervan geweest zijn.<sup>163</sup> Een te duidelijke of enge definitie zou aan de spelers op de ICB-markt teveel ruimte hebben gegeven om zich aan te passen en op die manier aan de richtlijn te ontsnappen.<sup>164</sup> Dit is een wel vaker gebruikte tactiek bij Europese financiële richtlijnen<sup>165</sup>, maar draagt niet bij aan de rechtszekerheid.

---

<sup>163</sup> De Europese wetgever was zich nochtans bewust van het onduidelijke toepassingsgebied (zie <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&f=ST%2012864%202009%20INIT>).

<sup>164</sup> Questions on Single Market Legislation, <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1170>.

<sup>165</sup> Zie bijvoorbeeld deze i.v.m. betalingsdiensten en kredietinstellingen.

# Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.