UCITS III in België

"Un train peut en cacher un autre"



Els De Keyser
Head of Operations,
KBC Asset Management



Jo Vander Stuyft
Head of Legal Support,
KBC Asset Management

De Belgische implementatie van de Europese UCITS III-Richtlijnen werd recent gepubliceerd en vraagt om een analyse van de impact van deze nieuwe wetgeving op de Belgische fondsensector.
De impact is niet beperkt tot de zogenaamde "fondsen met Europees paspoort". Achter de trein met regels ter omzetting van de UCITS III-Richtlijnen zit immers een tweede, die niet ongemerkt door het Belgische fondsenlandschap zal razen. De Belgische regelgever heeft er de voorkeur aan gegeven om de volledige fondsenwetgeving te herzien, met inbegrip van de regels betreffende de Belgische fondsen zonder Europees paspoort. Dit leidt enerzijds tot een welkome modernisering van bepaalde aspecten van de fondsenregelgeving in België, maar heeft anderzijds ook een niet-verwaarloosbare impact op bepaalde types van beleggingsfondsen zoals die in België bestonden[1].

UCITS III in Belgium. "Un train peut en cacher un autre"

The Belgian implementation of the European UCITS III Directives was published recently and calls for an analysis of the impact of this new regulation on the Belgian fund industry.
The impact is not limited to the so-called "European passport funds". Behind the train carrying the implementation of the European UCITS III Directives a second train will pass through the Belgian regulatory fund scenery. The Belgian regulator preferred to revise the entire fund regulation, including the rules on Belgian funds without European passport. This entails, on the one hand, a welcome modernisation of certain aspects of the fund regulation in Belgium but, on the other hand, also has a substantial impact on certain types of investment funds that existed in Belgium.

Hoofdstuk 1. Inleiding

"UCITS III[2]" is een nieuwe stap op weg naar een eengemaakte Europese markt voor de sector van de instellingen voor collectieve belegging. De Belgische implementatie van de UCITS III-Richtlijnen werd recent gepubliceerd en vraagt om een analyse van de impact van deze nieuwe wetgeving op de Belgische fondsensector.

De impact is niet beperkt tot de zogenaamde "fondsen met Europees paspoort[3]". Achter de trein met regels ter omzetting van de UCITS III-Richtlijnen zit immers een tweede, die niet ongemerkt door het Belgische fondsenlandschap zal razen. De Belgische regelgever heeft er de voorkeur aan gegeven om de volledige fondsenwetgeving te herzien, met inbegrip van de regels betreffende de Belgische fondsen zonder Europees paspoort (die we hierna de "Belgo-Belgische fondsen" zullen noemen) en van de regeling van bepaalde algemene aspecten zoals compartimentering, klassen van aandelen, vergoedingen, liquidatie en herstructurering van fondsen.

1. De tekst geeft de persoonlijke visie van de auteurs weer en is geen weergave van het standpunt van KBC Asset Management.
2. *UCITS* is de Engelse afkorting van *Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities*, in het Nederlands *ICBE* of *Instelling voor Collectieve Belegging in Effecten*. Omdat de Engelse afkorting de meest gangbare is, zullen we deze doorheen dit artikel gebruiken voor instellingen voor collectieve belegging met Europees paspoort. Met de term "ICB" verwijzen we in het algemeen naar instellingen voor collectieve belegging, met of zonder Europees paspoort.
3. Voor een toelichting van dit concept: *cf.* hoofdstuk 2.1.

We starten met een korte introductie over de geschiedenis van UCITS III en van het Belgische implementatieproces (*cf.* hoofdstuk 2). Vervolgens bespreken we de krachtlijnen van de Europese UCITS III-regelgeving (*cf.* hoofdstuk 3). Ten slotte zal de Belgische implementatie worden geanalyseerd (*cf.* hoofdstuk 4), met name de fundamentele keuzes die werden gemaakt en de specifieke impact op de Belgische fondsenwetgeving.

Hoofdstuk 2. De aanloop naar UCITS III

2.1. UCITS I: minimale harmonisatie, introductie van de concepten "home country control", Europees paspoort en wederzijdse erkenning in de sector van de collectieve beleggingsfondsen

In 1985 vervulde de UCITS I-Richtlijn[4] een pioniersrol door de Europese principes van *home country control* (toezicht van het thuisland) en wederzijdse erkenning te introduceren in de sector van de financiële dienstverlening[5]. De eerste toepassing van deze principes in de UCITS I-Richtlijn kwam tot stand zeer kort na de publicatie van het *Witboek van de Commissie voor de Europese Raad over de Voltooiing van de Interne Markt*, dat opriep tot een harmonisatie via minimale coördinatie van regels als basis voor wederzijdse erkenning, gestoeld op het principe van *home country control*. Daardoor zou een UCITS, zodra de autoriteiten in de Lidstaat van oorsprong haar een Europees paspoort hebben gegeven, haar deelbewijzen vrij in de hele Gemeenschap kunnen verhandelen, zonder dat aanvullende controles zouden mogen worden ingevoerd.[6]

Het Europees paspoort dwingt de EU-Lidstaten om elkaar te vertrouwen m.b.t. het adequate toezicht op UCITS. Het heeft tot doel de verhandeling van UCITS in andere EU-Lidstaten en in de Lidstaten van de EER[7] te vergemakkelijken. Een UCITS die haar deelbewijzen in een andere Lidstaat wil verhandelen hoeft de lokale goedkeuringsprocedure niet volledig te doorlopen. In principe volstaat een relatief eenvoudige aanmelding.

Het toezicht door de autoriteiten van de staat waarin ze wordt verhandeld (de *host country control*) is beperkt tot wat gemeenzaam de "marketingregels" wordt genoemd[8]. In de praktijk wordt een UCITS voor wat haar essentiële kenmerken betreft (juridische structuur, beleggingspolitiek, statuten of beheersreglement, prospectus, beheerder, bewaarder etc.) enkel beheerst door de regels van de Lidstaat van oorsprong, en valt ze onder het toezicht van haar nationale toezichthouder. De autoriteiten in de Lidstaat van ontvangst mogen de verhandeling van een UCITS niet tegenhouden op gronden die betrekking hebben op deze essentiële kenmerken: zij moeten het Europese paspoort en de wederzijdse erkenning van het buitenlandse toezicht respecteren.

Het gaat bovendien om volledige wederzijdse erkenning. Onder primair Europees recht kan een Lidstaat van ontvangst om redenen van algemeen belang steeds bezwaar maken tegen vrij verkeer van diensten. In het geval van de UCITS-Richtlijn is dit geen optie omdat de harmonisatie via een richtlijn geacht wordt rekening te houden met de aspecten van algemeen belang[9].

Deze volledige wederzijdse erkenning impliceert ook dat als de autoriteit van de Lidstaat van ontvangst van mening is dat de toekenning van een Europees paspoort door de Lidstaat van oorsprong strijdig is met de richtlijn, zij dit argument niet mag gebruiken om de UCITS zelf de verhandeling te ontzeggen. Zij moet de gepaste juridische rechtsmiddelen uit het Europese recht aanwenden om een correcte toepassing van de richtlijn door de Lidstaat van oorsprong af te dwingen. In België vond dit principe toepassing in een arrest van de Raad van State dat de Belgische autoriteiten ertoe dwong de verhandeling in België te aanvaarden van het comparti-

4. Richtlijn 85/611/EEC van 20 december 1985, *PB*. L 1985/375/ 3.
5. *Cf.* USHER, J.A., *The Law of Money and Financial Services in the EU*, 2000, Oxford, p. 141; TISON, M., *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten, Een rechtsvergelijkende juridische analyse van de wederzijdse erkenning als techniek van marktunificatie in de Europese interne markt*, Antwerpen, 1999, p. 419 en punt (1) van de preambule van de Management-Richtlijn.
6. Commissie van de Europese Gemeenschappen, *De voltooiing van de interne markt, Witboek van de Commissie voor de Europese Raad*, 28-29 juni 1985, nrs. 101-107: "Na goedkeuring door de autoriteiten in zijn Lidstaat, zal de (ICBE) zijn aandelen in de gehele gemeenschap vrij op de markt kunnen brengen zonder dat aanvullende controles mogen worden ingevoerd".
7. Naast de EU-Lidstaten zijn dit Liechtenstein, Noorwegen en IJsland.
8. Het concept "marketingregels" is een overblijfsel uit de oorspronkelijke bewoordingen van het UCITS I-voorstel van de Europese Commissie, dat de impact van de Lidstaat van ontvangst beperkt tot marketingregels en specificeert dat het gaat om de inschrijving in het handelsregister, de promotie, oneerlijke concurrentie en directe verkoop of andere wijzen van commercialisatie.
   In de tekst van de Richtlijn werd de verwijzing naar de marketingregels geschrapt en werd de controle door de "host state" negatief gedefinieerd als "de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen die geen betrekking hebben op de gebieden waarop deze richtlijn van toepassing is". Deze bewoordingen worden nog steeds gebruikt in art. 44 van de geconsolideerde UCITS III-Richtlijn.
9. *Cf.* TISON, M., *o.c.*, p. 462.

ment India Fund van het Luxemburgse *Fleming Flagship Fund*[10].

Dit concept van volledige wederzijdse erkenning, zoals het hierboven theoretisch wordt beschreven, lijkt een vrij krachtig alternatief te zijn voor een volledig geharmoniseerde Europese fondsenwetgeving met één Europese toezichthouder. De praktijk leert echter dat het soms dode letter blijft en dat bepaalde Lidstaten van ontvangst zich blijven bezondigen aan praktijken die het vrij verkeer van fondsen met Europees paspoort belemmeren en zo de voltooiing van de eengemaakte Europese markt voor fondsen tegenhouden. Fiscale barrières, nationale registratiekosten, taalverschillen en bijkomende informatieverplichtingen staan in de top tien van de drempels die het meeste kwaad aanrichten[11].

2.2. UCITS II

Hoe vooruitstrevend de UCITS I-Richtlijn ook was in de financiële sector, dit eerste initiatief had slechts een beperkte draagwijdte. Zoals de term "UCITS" aangeeft (de "TS" staan voor "transferable securities"), kon het paspoort onder de initiële richtlijn slechts worden afgeleverd voor een gediversifieerde portefeuille van effecten.

Een eerste poging om UCITS I uit te breiden tot andere producten werd ondernomen in de jaren negentig van de vorige eeuw. De Europese Commissie deed een voorstel om geldmarktinstrumenten, deposito's, derivaten en andere UCITS op te nemen als aanvaardbare beleggingsinstrumenten onder de richtlijn. Ze voorzag zelfs een Europees paspoort voor zogenaamde *master-feeder*[12]-constructies en onderzocht of kon worden toegelaten dat de bewaarder zich buiten het land van oorsprong van het fonds zou bevinden[13].

Dit UCITS II-project sneuvelde echter nog voor het stadium van het gemeenschappelijke standpunt was bereikt. De Commissie trok UCITS II in december 1998 terug[14]. Dit verklaart waarom UCITS III de langverwachte opvolger is van UCITS I[15].

2.3. UCITS III

2.3.1. Twee Europese richtlijnen

De Europese Commissie stelde zich met het UCITS III-project tot doel "de bestaande barrières in dit domein te verwijderen en tegelijk een hoog niveau van beleggersbescherming te garanderen"[16].

UCITS III omvat twee afzonderlijke richtlijnen, die elk bepaalde delen van de oorspronkelijke UCITS I amenderen: een "Product-Richtlijn"[17] die nieuwe beleggingsinstrumenten en spreidingsregels voor UCITS bevat en een "Management-Richtlijn"[18] die UCITS III-Beheervennootschappen regelt en het vereenvoudigd prospectus voor UCITS invoert.

De oorspronkelijke voorstellen gaan terug tot 1998[19]. Op basis van de medebeslissingsprocedure keurde de Raad ze, onder Belgisch voorzitterschap, uiteindelijk goed op 4 december 2001[20]. De teksten werden formeel aangenomen op 21 januari 2002. Ze traden in werking op 13 februari 2002. De Lidstaten kregen tot 13 augustus 2003 de tijd om de noodzakelijke nationale omzettingsmaatregelen te nemen. Deze nationale regels moesten ten laatste op 13 februari 2004 in werking treden. Na die

10. Dit Luxemburgse fonds had een Europees paspoort, hoewel de Belgische autoriteiten van mening waren dat de beleggingspolitiek manifest in strijd was met de Europese Richtlijn. De Raad van State herinnerde aan het principe dat een Europees paspoort dat wordt toegekend door de Lidstaat van oorsprong van toepassing is voor alle Lidstaten van de Europese Unie. De Raad van State stelt dat de verhandeling van een UCITS slechts om twee redenen door een Lidstaat van ontvangst mag worden geweigerd, nl. (i) gebaseerd op regels die geen betrekking hebben op de gebieden waarop de richtlijn van toepassing is (de hoger vermelde marketingregels) en (ii) voor zover de UCITS niet de maatregelen heeft genomen voor de financiële dienst- en informatieverstrekking aan de beleggers in de Lidstaat van ontvangst. Aldus bevestigt de Raad van State impliciet dat de wederzijdse erkenning onder de UCITS-Richtlijn volledig is (Arrest van de Raad van State van 4 juni 1997; *cf.* CBF, *Jaarverslag 1995-1996*, p. 132 en CBF, *Jaarverslag 1996-1997*, p. 140; *cf.* ook ROBBERECHTS, S., "Bevek en Bevak", *T.R.V.*, 2002, p. 109-111).
11. Bron ZEW, in DELOITTE, *Asset Management Industry Outlook, 2004 Top Ten Issues*, Luxembourg, 2004, p. 15.
12. In een master-feederconstructie hebben één of meerdere ICB (*feeders*) als beleggingsbeleid om 100% van hun activa te beleggen in één enkele andere ICB (*master*). De *feeder*fondsen hebben een minimale beheersstructuur: het eigenlijke beheer gebeurt op het niveau van het masterfonds. Dit gaat dus verder dan een gediversifieerde dakfondsstructuur waarbij een dakfonds in meerdere onderliggende fondsen belegt.
13. Gewijzigd voorstel COM/94/329/FINAL, *PB.* C 1994/242/5.
14. Intrekking door de Commissie, 17 december 1998, SEC/1998/2143, *PB.* C 1999/235/10. Het volledige beslissingsproces kan worden gevonden via www.europa.eu.int/prelex onder de referenties COM(1993)37 en 0453/COD.
15. Naast de UCITS II-poging en het UCITS III-project is de UCITS I-Richtlijn ook gewijzigd door de Richtlijn 88/220/EEC van 22 maart 1988, *PB.* L 1988/100/31; de Richtlijn 95/26/EC van 29 juni 1995, *PB.* L 1995/168/13 en de Richtlijn 2000/64/EC van 7 november 2000, *PB.* L 2000/290/28. Een recente geconsolideerde versie kan worden gevonden via www.europa.eu.int.eur-lex/en/consleg/pdf/1985/en_1985L0611_do_001.pdf.
16. Bulletin UE 7/8-1998, 1.3.27.
17. Richtlijn 2001/108/EC van 21 januari 2002, *PB.* L 2002/41/35.
18. Richtlijn 2001/107/EC van 21 januari 2002, *PB.* L 2002/41/20.
19. COM/1998/449/FINAL, *PB.* C 1998/280/6 wat betreft het voorstel van de Product-Richtlijn en COM/1998/451/FINAL, *PB.*C 1998/272/7 wat betreft het voorstel van de Management-Richtlijn.
20. PRES/2001/446.

datum zouden de richtlijnen rechtstreekse werking krijgen. Dit betekent dat de bepalingen die voldoen aan de Europeesrechtelijke voorwaarden voor directe werking rechtstreeks kunnen worden ingeroepen tegenover een overheid die de richtlijn niet heeft geïmplementeerd[21]. Hoewel sommige Lidstaten de tekst van de richtlijnen vrij snel (en vrij letterlijk) naar nationaal recht omzetten, bleef de werkelijke impact en interpretatie van UCITS III het voorwerp van veel discussie, tot op het Europese niveau, en tot lang na de uiterste omzettingsdatum. Dat de Europese Commissie in het voorjaar van 2004 twee aanbevelingen deed met betrekking tot interpretatieve kwesties in de implementatie van UCITS III is hiervan een goede illustratie (*cf. infra* onder 3.2.).

2.3.2. Naar een coherent regelgevend kader voor Belgische ICB's

Wat de Belgische implementatie betreft dienden minstens de Wet van 4 december 1990[22] (hierna de "Wet van 1990") en van het Koninklijk Besluit van 4 maart 1991 (hierna het "KB van 1991")[23] te worden geamendeerd of vervangen om de wijzigingen in de Europese teksten te implementeren.

De Belgische regelgever opteerde ervoor om verder te gaan dan de loutere vertaling van de UCITS III-Richtlijnen naar Belgisch recht en de kans te grijpen voor een "modernisering van het wettelijk kader voor instellingen voor collectieve belegging naar Belgisch recht (…) om zo te kunnen inspelen op de evoluties die zich hebben voorgedaan op het vlak van het beheer van het type collectieve spaarproducten dat instellingen voor collectieve belegging zijn"[24]. Dit komt tot uiting zowel in de nieuwe Wet van 20 juli 2004 betreffende bepaalde vormen van collectief beheer van beleggingsportefeuilles[25] (hierna de "UCITS-Wet") als in het nieuwe Koninklijk Besluit van 4 maart 2005 met betrekking tot bepaalde openbare instellingen voor collectieve belegging[26] (hierna het "UCITS-KB"), die hierna worden besproken onder hoofdstuk 4.

Deze keuze had ook een impact op de timing. Het initiële wetsvoorstel werd door de CBFA aan de Belgische fondsensector ter consultatie voorgelegd in de zomer van 2003. Het werd in juni 2004 door het parlement goedgekeurd en is van kracht geworden na publicatie in het *Belgisch Staatsblad*, op dezelfde dag als het UCITS-KB, op 9 maart 2005. De – late[27] – goedkeuring kwam bovendien nog in het gedrang omwille van een te elfder ure opgedoken politiek probleem met betrekking tot antipersoonsmijnen[28].

21. Zie onder meer: CRAIG, P. en DE BURCA, G., *EU Law, Texts, cases and Materials*, Oxford, 2002, p. 185-229; KAPTEYN, P.J.G. en VERLOREN VAN THEMAAT, P., *Introduction to the Law of the European Communities*, Londen, 1998, p. 529-533 en HARTLEY, T.C., *The Foundations of European Community Law*, Oxford, 1998, p. 187-232. De drie klassieke voorwaarden voor directe werking zijn dat de betreffende bepaling i) duidelijk en precies moet zijn, ii) onvoorwaardelijk moet zijn en iii) geen implementatiemarge mag laten. In het geval van minimale harmonisatie via een richtlijn wordt vooral de laatste voorwaarde ingeroepen om de directe werking van een bepaling in vraag te stellen wanneer deze de Lidstaten een keuze biedt bij de implementatie. Echter, niet elke implementatiemarge annuleert per definitie alle directe werking van een bepaling. Deze voorwaarde kan worden gezien als een toets voor de toepasbaarheid van een bepaling door een nationale rechter zonder dat die zich in de plaats van een wetgever stelt om keuzes te maken (CRAIG en DE BURCA, p. 203 en KAPTEYN en VERLOREN VAN THEMAAT, p. 533). Hartley formuleert de derde voorwaarde daarom ook niet als "absence of a discretion" maar als "its operation must not be dependent on further action taken by… the national authorities" (HARTLEY, p. 191) en stelt dat de toets voor directe werking "… is of an essentially practical nature: it lays down the minimum conditions for the application of almost any legal rule. In other words, the test is really one of feasibility: if the provision lends itself to judicial application it will almost certainly be declared directly effective..." (HARTLEY, p. 196). Bovendien is het niet uitgesloten dat eenzelfde bepaling voor sommige aspecten wel marge laat en dus geen directe werking heeft en voor andere aspecten geen marge laat en dus wel directe werking geniet (KAPTEYN en VERLOREN VAN THEMAAT, p. 532). De artt. 19 § 1, e) en 24.1 van de Product-Richtlijn zijn o.i. hiervan een illustratie. Art. 19 laat een UCITS toe om te beleggen in andere UCITS en, onder bepaalde voorwaarden die de nationale overheden moeten toetsen, ook in niet-UCITS. Deze bepaling laat een duidelijke implementatiemarge met betrekking tot de mogelijke onderliggende niet-UCITS. Dit sluit echter niet alle directe werking van deze bepaling uit. De richtlijn laat immers geen enkele marge met betrekking tot de mogelijkheid voor een UCITS om in andere UCITS te beleggen. Art. 24 laat toe dat een UCITS maximum 10% belegt in één enkel onderliggend fonds. De nationale implementatie kan deze grens verhogen tot 20%. Ook deze bepaling laat een duidelijke implementatiemarge maar stelt wel een duidelijk minimum waaraan de nationale implementatie niet kan tornen. In deze bepalingen laat de richtlijn bijgevolg geen enkele marge met betrekking tot de mogelijkheid voor een UCITS om in andere *UCITS* te beleggen met een maximum van *10%* per onderliggende UCITS. Op dat punt lijken deze bepalingen toepasbaar zonder verdere wetgevende keuzes en voldoen ze aan de voorwaarden voor directe werking.
22. Wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten (*B.S.*, 22 december 1990, *err.*, *B.S.*, 1 februari 1991, *err.*, *B.S.*, 8 mei 1996).
23. KB van 4 maart 1991 met betrekking tot bepaalde instellingen voor collectieve belegging (*B.S.*, 9 maart 1991, *err.*, *B.S.*, 27 maart 1991, *B.S.*, 4 maart 1992).
24. *Cf.* Memorie van Toelichting UCITS-Wet, *Parl. St.*, Kamer, 2003-2004, nr. 0910/001, p. 3.
25. *B.S.*, 9 maart 2005.
26. *B.S.*, 9 maart 2005.
27. Ook de implementatie van UCITS I gebeurde niet binnen het door de Europese Richtlijn voorziene tijdskader, dat omzetting naar nationaal recht voorzag tegen 1 oktober 1989. De Belgische implementatie gebeurde door de Wet van 4 december 1990 en het KB van 4 maart 1991.
28. Er was politieke beroering ontstaan in de Belgische Senaat nadat een non-profitorganisatie het feit had aangeklaagd dat een deel van de Belgische financiële sector, waaronder ook ICB's, belegde in bedrijven waarvan de activiteiten verband hielden met de aanmaak van antipersoonsmijnen. Men viseerde meer bepaald Singapore Technologies, dat deel uitmaakt van de MSCI Pacific-index en terug te vinden was in de portefeuille van sommige beleggingsfondsen. In reactie hierop werd in het UCITS-wetsontwerp een verbod voor ICB's ingelast om effecten aan te houden van Belgische of buitenlandse bedrijven die antipersoonsmijnen maken, gebruiken of bezitten (*cf.* art. 67 § 6 van de UCITS-Wet). De wetgever heeft een uitzondering voorzien voor index-trackers, waarop dit verbod niet van toepassing is. De bewoordingen van het principiële verbod zijn vrij ruim en men kan zich afvragen of een beheerder voor alle bedrijven die hij in portefeuille houdt alle activiteiten en bezittingen van elke individuele vennootschap kan kennen. Op een overtreding van de regel staat geen andere sanctie dan op de overtreding van andere beleggingsbeperkingen. Het amendement van de Senaat is een "signaal dat wordt gegeven aan de sector, waarbij wordt gehoopt dat hij afdoende interne controlemaatregelen zal nemen" (*cf.* Verslag namens de Commissie Financiën en Begroting, *Parl. St.*, Kamer, 2003-2004, nr. 0909/009, p. 3-4).

Hoofdstuk 3. Krachtlijnen van de Europese UCITS III-regelgeving

3.1. Twee richtlijnen

We bespreken hierna de twee richtlijnen waaruit UCITS III bestaat, de Product-Richtlijn en de Management-Richtlijn[29].

3.1.1. De Product-Richtlijn

Deze richtlijn heeft tot doel om de beperkte productscope van de UCITS I-Richtlijn uit te breiden door nieuwe instrumenten te aanvaarden waarin een UCITS hoofdzakelijk mag beleggen. Zo worden nieuwe productmogelijkheden gecreëerd voor fondsen met een Europees paspoort (UCITS). Een UCITS mag volgens deze nieuwe tekst hoofdzakelijk beleggen in effecten (uiteraard) maar ook in geldmarktinstrumenten, andere fondsen, deposito's en derivaten.

Deze belangwekkende nieuwe productmogelijkheden vereisten aangepaste beleggingsbeperkingen en regels met betrekking tot het risicobeheer. Naast de klassieke "5-10-40%-regel[30]" introduceert de richtlijn o.m. bijzondere spreidingsregels voor beleggingen in derivaten en deposito's. Ook dakfondsen en index-trackers worden onderworpen aan bijzondere regels. Belangrijk is tevens de toevoeging van een groepsconcept, waarbij limieten per emittent op geconsolideerd groepsniveau in aanmerking worden genomen. De gedetailleerde analyse van deze nieuwe limieten en productmogelijkheden zijn al het voorwerp geweest van heel wat studiedagen en artikels. We beperken ons hier dan ook tot een verwijzing naar deze literatuur[31]. Bij de analyse van de nieuwe Belgische regelgeving zullen een aantal van deze onderwerpen uiteraard wel terugkomen.

3.1.2. De Management-Richtlijn

De Product-Richtlijn kan als een logisch vervolg op UCITS I worden beschouwd. De Management-Richtlijn gaat verder en poogt de interne markt te verdiepen door andere dan productgebonden aspecten te regelen, zoals de informatie aan de beleggers en het beheer van de fondsen. De redenering is dat Europese minimumstandaarden in deze fondsengerelateerde domeinen het belang van de beleggers kunnen dienen[32].

Een eerste lezing van de Management-Richtlijn is bemoedigend: ze lijkt meer Europese harmonisering te brengen voor de fondsensector.

3.1.2.1. De UCITS III-Beheervennootschap

De tekst van de Management-Richtlijn introduceert het concept van de beheervennootschap met Europees paspoort (verder "UCITS III-Beheervennootschap"), met toepassing van het principe van de wederzijdse erkenning, op basis waarvan "beheersmaatschappijen waaraan in de Lidstaat van herkomst vergunning is verleend, de diensten waarvoor hun vergunning is verleend binnen de gehele Europese Unie (mogen) verrichten"[33].

De Management-Richtlijn bevat zogenaamde "substantievereisten" inzake minimumkapitaal, effectieve leiding etc. waaraan moet worden voldaan.

Vereenvoudigd gesteld laat de richtlijn de keuze tussen twee opties. De UCITS kan een UCITS III-Beheervennootschap "aanstellen[34]" die instaat voor alle taken van collectief beheer van de UCITS, nl. het intellectueel beheer, de administratie en de verhandeling[35]. De UCITS kan er ook voor kiezen geen UCITS III-Beheervennootschap *aan te stellen* maar "zelfbeheerd" te blijven en zelf de nodige substantie te voorzien.

Aangezien gemeenschappelijke beleggingsfondsen niet over een organisatiestructuur beschikken kunnen zij niet kiezen voor het zelfbeheerde statuut: dit staat enkel voor beleggings*vennootschappen* open. Gemeenschappelijke beleggingsfondsen moeten verplicht een beheervennootschap aanstellen. Belangwekkend is echter dat een beleggingsvennootschap er kan voor kiezen om, ondanks haar

29. *Cf. supra* voetnoten 17 en 18.
30. Op basis van deze regel kan een UCITS maximum 10% van de activa beleggen in instrumenten uitgegeven door één enkele emittent. Bovendien mogen alle participaties die meer dan 5% van de activa bedragen, samen niet meer dan 40% van de activa van het fonds vertegenwoordigen. Deze regel is terug te vinden in art. 39 § 1 van het KB van 1991 en in art. 34 § 2 van het UCITS-KB.
31. Zie hiervoor onder meer DE SCHRYVER, V., "De Richtlijnen tot wijziging van de Richtlijn 85/611/EEG tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende instellingen voor collectieve belegging in effecten", in T'JONCK, G. (ed.), "Financiële reglementering", *Bank- en Financieel Recht*, 2002/II; Dublin Funds Industry Association, "UCITS III", *Newsletter*, april 2004; Ernst & Young Financial Services, *UCITS III – A Practical Guide*, Ierland, 2003; JACOBS, G. "Regulatory changes in the investment management industry: update of the UCITS directive", *Euredia*, 2001-2002/3 p. 437-453; VANDER STUYFT, J., "UCITS III", *EU Focus*, 103, juli 2002, p. 2; DE KEYSER, E. en VANDER STUYFT, J., "Second thoughts on UCITS III", *EU Focus*, 110, november 2002, p. 2.
32. Dezelfde bekommernis vinden we terug in de recente Europese initiatieven met betrekking tot de reglementering van de bewaarders van UCITS, die niet zeer diepgaand was in de UCITS I-Richtlijn, maar die in de ontwerpteksten van UCITS II wel al meer aandacht kreeg; *Cf.* voetnoot 13 voor het UCITS II-ontwerp en European Commission, Press release IP/04/430, 31-03-2004 en COM(2004) 207 FINAL voor de recente initiatieven.
33. Zesde considerans en art. 6 van de Management-Richtlijn.
34. De Nederlandse vertaling van de Management-Richtlijn gebruikt de term "aanwijzen", de Belgische wetgever gebruikt "aanstellen". Wij gebruiken deze laatste term.
35. Bijlage II van de Management-Richtlijn.

eigen juridische structuur, een UCITS III-Beheervennootschap aan te stellen voor alle taken van collectief beheer. De impact hiervan wordt verder geanalyseerd onder de titel 4.4.2. De wijzigingen zijn dan ook vnl. te situeren op het niveau van de beleggingsvennootschappen. Het onderscheid tussen de verschillende mogelijkheden wordt uitgebreid besproken onder hoofdstuk 4.4.

3.1.2.2. Het vereenvoudigd prospectus

De Management-Richtlijn voert ook een vereenvoudigd prospectus in. Het vereenvoudigd prospectus "moet op beleggersvriendelijke wijze zijn opgesteld en moet zodoende een waardevolle informatiebron vormen voor de gemiddelde belegger" voor wie het "gemakkelijk te begrijpen" moet zijn. Bovendien kan het vereenvoudigd prospectus "als verkoopinstrument worden gebruikt dat bestemd is om in alle Lidstaten zonder wijzigingen, afgezien van vertaling, te worden gebruikt. De Lidstaten mogen derhalve niet verlangen dat andere bescheiden of aanvullende informatie worden overgelegd"[36].

De minimuminhoud van dit vereenvoudigd prospectus is opgenomen in Bijlage C van Annex I van de Management-Richtlijn en omvat inderdaad de essentiële informatie die de "gemiddelde belegger" een adequaat beeld van de transactie moet geven.

3.1.2.3. Dus een welkome harmonisering?

Op basis van de tekst van de Management-Richtlijn was de verwachting gewekt dat ze nieuwe Europese normen zou ontwikkelen en zo de impact zou beperken van verschillende nationale praktijken die de voltooiing van de Europese interne markt beletten. Na lezing van deze veelbelovende teksten over Europese beheervennootschappen en vereenvoudigde fondsendocumentatie kan men enkel met spijt vaststellen dat bij de implementatie het Europese potentieel van deze concepten niet ten volle is benut.

Wanneer een beleggingsvennootschap bijvoorbeeld een UCITS III-Beheervennootschap wil aanstellen eisen de meeste Lidstaten dat deze beheervennootschap binnen dezelfde Lidstaat is gevestigd[37]. Dit sluit meteen de mogelijkheid uit dat een buitenlandse UCITS III-Beheervennootschap wordt aangesteld door deze fondsen. Zo wordt het paspoort van de beheervennootschap van een deel van zijn inhoud ontdaan.

Ook wat het vereenvoudigd prospectus betreft zijn de verwachtingen niet noodzakelijk ingelost. Tot een eenvormig en eenvoudig Europees model van vereenvoudigd prospectus is het, ondanks de ernstige pogingen daartoe van de Europese fondsensector[38], niet gekomen. De implementatieteksten, zelfs op Europees niveau, vergen de aanmaak van extensieve documentatie die op sommige punten complex en technisch is en daardoor onleesbaar voor een "gemiddelde belegger". Bepaalde nationale vereisten kunnen bovendien afbreuk doen aan de doelstelling dat het vereenvoudigd prospectus bedoeld is als enig verkoopinstrument, bestemd om te worden gebruikt in de gehele Gemeenschap, zonder aanvullingen of wijzigingen tenzij een vertaling"[39] (*cf.* 3.2.2.).

3.2. Twee aanbevelingen

De twee richtlijnen laten een aantal keuzes over aan de nationale overheden (bv. een verruiming van bepaalde beleggingslimieten). Enkele cruciale vernieuwende passages van de Europese UCITS III-tekst zijn bovendien vatbaar voor verschillende interpretaties.

In de hoop de heersende verwarring op deze punten weg te nemen publiceerde de Europese Commissie in april 2004, dus ná de deadline voor omzetting van de richtlijnen, twee aanbevelingen: een betreffende het gebruik van financiële derivaten (verder de "Derivaten-Aanbeveling") en een betreffende bepaalde gegevens die in het vereenvoudigd prospectus moeten worden vermeld (verder de "Prospectus-Aanbeveling")[40].

36. Vijftiende considerans en art. 28.3 van de Management-Richtlijn.
37. De Europese toezichthouders (verenigd in CESR, de Committee of European Securities Regulators), bevestigden dit principe: "Almost all CESR members consider that [....] the legislator's intention does not seem to have been to impose to UCITS home Member States to recognise the possibility for a foreign management company to set up an investment company in their own constituency". Ze voegen eraan toe "that the European Commission should consider an amendment that would clarify the position on this issue under the UCITS Directive"; *cf.* p. 13-14 van *CESR's guidelines for supervisors regarding the transitional provisions of the amending UCITS Directives (2001/107/EC and 2001/108/EC), Consultation Paper*, CESR/04-434, te consulteren op www.cesr-eu.org; hierna de "CESR-Consultatie". Op 3 februari 2005 werden de Guidelines zelf gepubliceerd (CESR/04-434b, hierna de "CESR-Guidelines"), samen met een Feedback Statement (CESR/04-701, hierna de "CESR-Feedback"), beide eveneens te consulteren op www.cesr-eu.org.
38. *Cf.* de modelprospectussen opgesteld door de Europese beroepsvereniging FEFSI (intussen omgevormd tot EFAMA), die helaas geen ingang vonden bij de Europese regelgevers, te consulteren op www.fefsi.org.
39. Eerste considerans van de Prospectus-Aanbeveling.
40. Rectificatie van de Aanbeveling 2004/383/EG van de Commissie van 27 april 2004 betreffende het gebruik van financiële derivaten door instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's), *PB.* L 2004/199 24 en Rectificatie van de Aanbeveling 2004/384/EG van de Commissie van 27 april 2004 betreffende bepaalde gegevens die overeenkomstig schema C van bijlage I bij Richtlijn 85/611 van de Raad in het vereenvoudigd prospectus moeten worden vermeld, *PB.* L 2004/199 30.

3.2.1. De Derivaten-Aanbeveling

Eén van de belangrijkste punten waarover in de sector heel wat vragen bleven bestaan na lezing van de Product-Richtlijn betrof de derivaten. Het gebruik van derivaten, ook voor andere doeleinden dan risico-indekking, gaat in de richtlijn gepaard met strikte regels van risicobeperking. De toepassing van deze regels vereist een goed begrip van hetgeen wordt bedoeld met *"totale risico dat betrekking heeft op derivaten"* (dat maximum 100% van de netto-inventariswaarde mag bedragen) en met *"tegenpartijrisico bij een transactie met derivaten"* (dat niet mag uitstijgen boven 5% of 10% in geval de tegenpartij een kredietinstelling is).

3.2.1.1. Totale risico dat betrekking heeft op derivaten

Vertrekkend van het uitgangspunt dat de methode van risicometing aangepast moet zijn aan het risicoprofiel van de UCITS maakt de Derivaten-Aanbeveling een onderscheid tussen "geavanceerde" en "niet-geavanceerde UCITS". Een strikte aflijning van twee categorieën voorziet de aanbeveling niet. De enige indicatie is de vermelding dat het innemen van "niet zoveel en minder complexe derivatenposities door gebruik te maken van bijvoorbeeld een aantal gewone opties (*few plain vanilla options*)" eerder in de richting van een niet-geavanceerde UCITS wijst[41].

Een niet-geavanceerde UCITS mag gebruik maken van de "benadering op basis van de aangegane verplichtingen", de zogenaamde *commitment approach*[42]. Geavanceerde UCITS moeten gebruik maken van verder gaande risicometingsprocedures. Zij kunnen gebruik maken van de zogenaamde VaR (*Value at Risk*, risicowaarde)-methode[43], in combinatie met stresstests[44]. De geavanceerde UCITS kan ook een intern risicometingsmodel uitwerken dat ter goedkeuring aan de nationale bevoegde autoriteit moet worden voorgelegd.

3.2.1.2. Tegenpartijrisico bij een transactie met derivaten

Met betrekking tot het *tegenpartijrisico bij een transactie in derivaten*, was de fondsensector initieel bezorgd om de 5%/10%-limiet. De vrees was dat bepaalde types van fondsen die gebruik maken van OTC-derivaten[45], deze contracten eventueel zouden moeten afbreken als ze 10% zouden overschrijden en ze over 10 verschillende partijen zouden moeten spreiden. Voor bepaalde exotische structuren zou het wellicht moeilijk worden om 10 tegenpartijen te vinden die competitieve prijzen boden.

De vrees bleek echter ongegrond. De Derivaten-Aanbeveling verwijst naar de bestaande methodes voor kredietinstellingen[46] die het risico waarderen op basis van de marktwaarde, kredietequivalenten en add-ons. Bovendien bevestigt de aanbeveling dat UCITS het tegenpartijrisico kunnen reduceren via het gebruik van financiële zekerheden (zgn. "collateral")[47]. Dit schept voor de UCITS voldoende mogelijkheden om te vermijden dat de 10%-grens wordt overschreden.

3.2.1.3. Passende dekking

Ten slotte bespreekt de Derivaten-Aanbeveling ook de *"passende dekking"* voor derivaten, aangezien ongedekte posities door de Product-Richtlijn zijn verboden[48]. Ongedekte posities die voortkomen uit derivaten en die voor de UCITS potentieel de verplichting inhouden om bepaalde financiële instrumenten te leveren (zgn. *"physical settlement"*), kunnen in principe enkel worden gedekt door de betreffende instrumenten in de portefeuille van de UCITS op te nemen.

Ongedekte posities die voortkomen uit derivaten en die aanleiding kunnen geven tot een *cash settlement* brengen voor de UCITS geen verplichting mee tot het aanhouden van de onderliggende instrumenten. Ze kunnen worden gedekt door "contanten, liquide schuldinstrumenten (… of) andere zeer liquide activa". "Liquide" dient hier te

41. Art. 3.1 van de Derivaten-Aanbeveling.
42. De beschrijving hiervan in de Derivaten-Aanbeveling vertoont gelijkenis met wat in de sector bekend is als de *delta*, die de gevoeligheid van het derivaat voor wijzigingen in de waarde van de onderliggende instrumenten meet.
43. In het kader van deze benadering wordt het maximale potentiële verlies geraamd dat binnen een bepaalde tijdshorizon en met een bepaalde zekerheidsgraad op een UCITS-portefeuille kan worden geleden; *cf.* randnummer 3.3.1 van de Derivaten-Aanbeveling.
44. Stresstests meten hoe extreme financiële of economische gebeurtenissen de waarde van de portefeuille op een specifiek tijdstip beïnvloeden; *cf.* randnummer 3.3.1 van de Derivaten-Aanbeveling.
45. Over The Counter-derivaten, *i.e.* niet-genoteerde derivaten die specifiek met een tegenpartij worden onderhandeld.
46. Richtlijn 2000/12/EC van 20 maart 2000 betreffende de toegang tot en de uitoefening van de werkzaamheden van kredietinstellingen, *PB.* L 2000/126 1.
47. Partijen die een collateral-overeenkomst sluiten spreken af dat wanneer het risico (de "exposure") van de ene partij op de andere een bepaalde drempel overschrijdt, de partij op wie het risico bestaat aan de andere partij financiële instrumenten of cash tot zekerheid aanbiedt. In principe behoort de bepaling van de instrumenten die in aanmerking komen tot de contractuele vrijheid. De Derivaten-Aanbeveling eist echter dat de toegelaten zekerheden "alleen aan verwaarloosbare risico's zijn blootgesteld (bv. overheidsobligaties met de hoogste kredietrating of contanten) en liquide zijn" (randnummer 5.4.1). De collateral-positie wordt opgevolgd en aangepast: in functie van de evolutie van het risico worden bijkomende "margin calls" in de ene of de andere richting gedaan.
48. Art. 42 van de Product-Richtlijn.

worden begrepen als "instrumenten die in niet meer dan zeven werkdagen in contanten kunnen worden omgezet aan een prijs die nauw aansluit bij de actuele waardering van het financiële instrument op zijn markt"[49].

3.2.2. De Prospectus-Aanbeveling

Deze aanbeveling beoogt een harmonisering van de inhoud van het vereenvoudigd prospectus.

Wat betreft de doelstelling om te komen tot verbeterde informatie die "gemakkelijk te begrijpen [is] door de gemiddelde kleine belegger[50]", zijn de verwachtingen niet ingelost. Zo wordt aanbevolen dat het vereenvoudigd prospectus niet minder dan dertien verschillende risicofactoren beschrijft, gaande van marktrisico en kredietrisico, over afwikkelingsrisico en liquiditeitsrisico, tot inflatierisico en het risico van veranderende regelgeving. Het is betwijfelbaar of dit de fondsendocumentatie vereenvoudigt voor de gemiddelde kleine belegger, zeker in landen zoals België waar verkorte prospectussen al langer worden gebruikt en reeds een bevattelijke algemene risicoindicator vermelden.

De aanbeveling bevat toelichting over de concepten "totale-kostenpercentage", "omloopsnelheid van de portefeuille", "fee sharing" en "soft-commissions". De analyse van de Belgische implementatie gaat dieper in op de inhoud van enkele van deze termen (*cf.* 4.7.).

De preambule van de Prospectus-Aanbeveling herhaalt tevens de doelstelling om het vereenvoudigd prospectus te gebruiken als "enig verkoopinstrument" en het verbod voor de Lidstaten van ontvangst om "aanvullingen of wijzigingen (te) verlangen, afgezien van een vertaling". Wat betreft het belastingregime sluit de aanbeveling zelfs uit dat lokale belastingregels van het land van ontvangst moeten worden beschreven.

3.2.3. Verdere ontwikkelingen op Europees niveau

De twee aanbevelingen hebben nog niet alle mist rond de UCITS-Richtlijnen doen opklaren. De Europese Commissie heeft alvast technisch advies gevraagd aan CESR m.b.t. bepaalde definities uit de UCITS-Richtlijn[51]. Het gaat o.m. om definities m.b.t. bepaalde financiële instrumenten waarin kan worden belegd, en om de voorwaarden die gelden voor index-trackers. De opdracht aan CESR is echter welomschreven en heeft geen betrekking op een *uitbreiding* van de scope van de UCITS-Richtlijnen, enkel op verduidelijkingen.

Hoofdstuk 4. Fundamentele keuzes in de Belgische implementatie

4.1. Substantiële aanpassing van de regelgeving met betrekking tot ICB's

De Belgische regelgever heeft ervoor gekozen om de implementatie van de nieuwe richtlijnen aan te grijpen voor een grondige hertekening van het Belgische fondsenlandschap.

4.2. Level playing field

Het uitgangspunt is dat de regelgeving voor de Belgische fondsen die niet aan de richtlijn voldoen, de zgn. "Belgo-Belgische fondsen", zo nauw mogelijk moet aansluiten bij de regelgeving voor fondsen die wel over een Europees paspoort beschikken (de UCITS). Dit geldt zowel voor productregels (toegelaten beleggingen) als voor de managementregels (beheersstructuur en prospectusverplichtingen).

Die keuze is minder voor de hand liggend dan ze lijkt. Voor de Belgische fondsenpromotoren betekent deze opstelling alleszins dat zij naar andere fora of naar andere beleggingsinstrumenten zullen moeten uitwijken als zij nieuwe producten op de markt willen brengen die niet passen in dit strenge kader.

Maar of ze met dergelijke fondsen op de Belgische markt terecht zullen kunnen? Ook dat is uiterst twijfelachtig. Terwijl de voor een buitenlandse beleggingsinstelling voorheen gold dat ze *het merendeel van* haar beleggingen moest uitvoeren in effecten uit de categorieën van beleggingen die openstaan voor beleggingsinstellingen naar Belgisch recht, en dat de regels inzake het beleggingsbeleid niet *wezenlijk* mochten afwijken van de geldende Belgische regels[52] zijn de woorden "het merendeel van" en "wezenlijk" in de nieuwe tekst geschrapt[53]. Daardoor wordt het de facto quasi-onmogelijk om buitenlandse

49. Randnummer 7.3 van de Derivaten-Aanbeveling.
50. Eerste considerans van de Prospectus-Aanbeveling.
51. *Cf.* Formal Mandate to CESR for Advice on Possible Modifications to the UCITS Directive in the form of Clarification of Definitions Concerning Eligible Assets for Investment of UCITS, CESR/04-586 en CESR's Advice on Clarification of Definitions concerning Eligible Assets for Investments of UCITS, Consultation Paper March 2005, beide consulteerbaar op www.cesr-eu.org.
52. Art. 85 van het KB van 1991.
53. Art. 129 van het UCITS-KB.

beleggingsinstellingen die niet aan de Europese regels voldoen aan het Belgische publiek aan te bieden.

De situatie van Luxemburgse ICB's illustreert dit pijnlijk. Op basis van haar Circulaire 03/88 deelt de Luxemburgse toezichthouder, de CSSF, de ICB's in twee groepen in, nl. enerzijds de ICB's waarvan de beleggingspolitiek voldoet aan de regels van de richtlijn (de zogenaamde Partie I-fondsen[54], d.w.z. de UCITS) en anderzijds de ICB's die er niet aan voldoen (de Partie II-fondsen[55]). In de praktijk vraagt de CSSF dat de ICB's "kleur bekennen" en dat ze, indien ze door Partie II van de wet willen worden beheerst, een duidelijk uitsluitingscriterium in hun prospectus opnemen, op basis waarvan hun beleggingspolitiek zich onderscheidt van de onder de UCITS-Richtlijn toegelaten opties. Het opnemen van dergelijk uitsluitingscriterium heeft evenwel als neveneffect dat commercialisering in België, gelet op de verstrengde bewoordingen van de wet, voortaan onmogelijk wordt. Binnen het kader van private plaatsing[56] blijft het wel mogelijk dergelijke producten aan te bieden.

In België zijn de mogelijkheden voor niet-UCITS onder de UCITS-Wet in de praktijk beperkt tot de instelling voor belegging in schuldvorderingen, de privak (privaat en publiek), een aantal zeer specifieke vormen van hedge fund-gerelateerde ICB's (*cf.* 4.6.1.) en, tot 13 februari 2007, Belgo-Belgische fondsen met bepaalde looptijd. Deze ICB's ontsnappen echter niet aan de invloed van de Europese regelgeving. Zo zijn ze onderworpen aan de nieuwe regeling m.b.t. de beheersstructuur van ICB's.

In ons land zullen de meer vernieuwende beleggingsproducten dan ook waarschijnlijk noodgedwongen de vorm aannemen van notes en Tak 23-verzekeringsproducten. Deze producten zijn weinig gereglementeerd. Of hoe een te strakke reglementering er per saldo kan toe leiden dat de belegger juist minder wordt beschermd.

Minstens even belangrijk is de vaststelling dat de Belgische wetgever, in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Luxemburgse en de Ierse, voor de "mainstream"-ICB's geen alternatief laat naast de fondsen met Europees paspoort. In het verleden bestond een afwijkend "Belgo-Belgisch" regime voor index-trackers, dakfondsen en fondsen met kapitaalbescherming. In dit laatste segment heeft België een speerpuntfunctie vervuld[57]. Of dat nog zal kunnen eens het nieuwe regime van kracht zal zijn, is nog maar de vraag.

4.3. Onderhoudsbeurt van de bestaande wetgeving

De wetgever heeft van de gelegenheid gebruik gemaakt om het Belgische regelgevende kader op een aantal punten die niet rechtstreeks met de UCITS-Richtlijn te maken hebben, een onderhoudsbeurt te geven.

4.3.1. Aandelenklassen

Eén van deze aanpassingen betreft de invoering van aandelenklassen. Tot op heden kon een compartiment van een Belgische bevek maar twee soorten aandelen uitgeven: distributieaandelen, die dividend uitkeren, en kapitalisatieaandelen, die dat niet doen en hun opbrengsten kapitaliseren.

Onder de nieuwe wetgeving wordt de o.m. in Luxemburg en Ierland reeds lang bestaande (en via het Europees paspoort ook in België gecommercialiseerde) mogelijkheid ingevoerd om klassen van aandelen te creëren. Het principe daarbij is dat, voor zover het gemaakte onderscheid objectief is en door de CBFA wordt aanvaard, éénzelfde compartiment verschillende klassen van aandelen kan uitgeven. Het KB vermeldt een aantal voorbeelden van dergelijke objectieve onderscheiden[58], maar het laat de mogelijkheid open om andere objectieve criteria te laten goedkeuren door de CBFA. De vereiste van objectiviteit moet beletten dat de creatie van aandelenklassen zou worden misbruikt om ongewettigde ongelijkheid tussen de aandeelhouders te creëren.

Een klasse van aandelen vormt, in tegenstelling tot een compartiment, geen afgescheiden vermogen. Alle aandeelhouders van het compartiment nemen deel aan hetzelfde beleggingsresultaat, in positieve zowel als in negatieve zin. De wetgever voorziet uitdrukkelijk dat de deelnemers in het compartiment allemaal hetzelfde beheer en eenzelfde beheersresultaat genieten. Dat belet niet dat het nettoresultaat voor elk van de klassen van aandelen wel degelijk kan en zal verschillen in functie van de gehanteerde objectieve onderscheidingscriteria. Doordat de activa van alle klassen van het compartiment samen worden beheerd ontstaat echter een schaalvoordeel dat alle aandeelhouders ten goede komt.

54. Dit zijn de fondsen geregeld door *Partie I* van de Wet van 20 december 2002.
55. Dit zijn de fondsen geregeld door *Partie II* van de Wet van 20 december 2002.
56. Zie hiervoor het KB van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële verrichtingen, *B.S.*, 17 augustus 1999.
57. *Cf.* voetnoot 137.
58. *Cf.* art. 6 § 1 van het UCITS-KB: munteenheid waarin de NIW is uitgedrukt, beheersloon, tarief van de verhandelingsprovisie, land waarin de aandelen worden aangeboden, identiteit van de distributeur, dekking van het wisselkoersrisico.

Eén en ander mag geen afbreuk doen aan het openbaar karakter van de beleggingsinstelling. Artikel 4, 1°, a, ii van de UCITS-Wet bepaalt dat ook ICB's die hun financiële middelen *gedeeltelijk* aantrekken via een openbaar aanbod onder de noemer "openbare ICB" vallen. Voor zover het compartiment daarnaast ook een publieke aandelenklasse heeft, lijkt de wettekst de creatie van echte institutionele aandelenklassen in een openbare ICB niet in de weg te staan.

Verder mag het gemaakte onderscheid er niet toe leiden dat bepaalde aandelenklassen als het ware parasiteren op de andere aandelenklassen doordat hun bijdrage in de kosten onbestaande of verwaarloosbaar is[59].

Merkwaardig is ten slotte dat klassen van aandelen enkel worden voorzien voor beleggingsvennootschappen. Gemeenschappelijke beleggingsfondsen kunnen zoals voorheen enkel het onderscheid maken tussen distributie- en kapitalisatiestukken. In andere jurisdicties geldt deze beperking niet.

4.3.2. Private en institutionele ICB

Vandaag bestaan naar Belgisch recht twee mogelijke vormen van institutionele resp. private instelling voor collectieve belegging, nl. de vennootschap voor belegging in schuldvorderingen[60] en de zogenaamde private privak[61]. De wet voorziet nu in een algemene mogelijkheid om ICB's op te richten die hun gelden aantrekken hetzij bij institutionele beleggers[62], hetzij bij private beleggers[63].

Daartoe moeten de concepten "institutionele of professionele belegger" en "private belegger" door de Koning worden gedefinieerd[64]. De Koning heeft dit eerder gedaan, met name in het KB van 7 juli 1999 (voor het concept "institutionele belegger"[65], met betrekking tot de instellingen voor belegging in schuldvorderingen) en in het KB van 15 mei 2003[66] (voor het concept "private belegger", met betrekking tot de private privak). Beide KB's zijn genomen in uitvoering van de Wet van 1990, die door de nieuwe wet wordt opgeheven. Aangezien de nieuwe wet echter de essentie van de opgeheven bepalingen herneemt en er geen fundamentele wijzigingen in aanbrengt, blijven de uitvoeringsbesluiten gelden.

De wet maakt nu dus een duidelijk onderscheid tussen drie types van instellingen voor collectieve belegging: (1) publieke ICB's die een publiek aanbod in België doen; (2) institutionele ICB's, waarin enkel institutionele of professionele beleggers kunnen deelnemen en (3) private ICB's waarin enkel private deelnemers kunnen deelnemen. Het UCITS-KB behandelt *enkel* de publieke ICB's. De verruimde beleggingsmogelijkheden voor institutionele en private ICB's zullen dus pas realiteit worden nadat de nodige – in Ministerraad overlegde![67] – Koninklijke Besluiten zullen zijn genomen om er uitvoering aan te geven.

59. Art. 6 § 3 van het UCITS-KB.
60. *Cf.* KB van 8 juli 1997 houdende bepaalde uitvoeringsmaatregelen inzake instellingen voor belegging in schuldvorderingen; dit KB, genomen in uitvoering van art. 105, eerste lid, 1°, c van de Wet van 1990, maakt de creatie mogelijk van een private ICB die haar middelen niet bij het publiek aantrekt.
61. *Cf.* KB van 15 mei 2003 met betrekking tot de private privak.
62. Art. 4, 1°, b van de UCITS-Wet.
63. Art. 4, 1°, c van de UCITS-Wet.
64. Art. 5 van de UCITS-Wet.
65. Art. 6: […] worden als institutionele of professionele beleggers beschouwd:
a) de Staat, de Gewesten en de Gemeenschappen; b) de Europese Centrale Bank, de Nationale Bank van België, het Rentenfonds, het Beschermingsfonds voor deposito's en financiële instrumenten en de Deposito- en Consignatiekas; c) de Belgische en buitenlandse kredietinstellingen bedoeld in art. 1, tweede lid, van voornoemde wet van 22 maart 1993; d) de Belgische en buitenlandse beleggingsondernemingen waarvan het gewone bedrijf bestaat in het beroepsmatig verrichten van beleggingsdiensten in de zin van art. 46, 1°, van voornoemde Wet van 6 april 1995; e) de instellingen voor collectieve belegging bedoeld in boek III van voornoemde Wet van 4 december 1990 en enige andere buitenlandse instellingen voor collectieve belegging; f) – de verzekeringsondernemingen en instellingen bedoeld in art. 2 §§ 1 en 3 van de Wet van 9 juli 1975 betreffende de controle der verzekeringsondernemingen; – de buitenlandse verzekeringsondernemingen en pensioenfondsen die niet in België werkzaam zijn, en – de Belgische en buitenlandse herverzekeringsondernemingen; g) de kapitalisatieondernemingen bedoeld in het voornoemd Koninklijk Besluit nr. 43 van 15 december 1934; h) de portefeuillemaatschappijen bedoeld in het voornoemd Koninklijk Besluit nr. 64 van 10 november 1967 en enige andere vennootschappen waarvan de voornaamste daadwerkelijke activiteit erin bestaat om kapitaalvertegenwoordigende effecten te verwerven van andere ondernemingen of effecten te verwerven die recht geven op of verbinden tot inschrijving op, verwerving van of conversie in dergelijke effecten; i) de coördinatiecentra bedoeld in het voornoemd Koninklijk Besluit nr. 187 van 30 december 1982; j) de vennootschappen waarvan financiële instrumenten toegelaten zijn tot een gereglementeerde markt in de zin van art. 1 § 3 van voornoemde Wet van 6 april 1995, of tot een andere buitenlandse, regelmatig werkende, erkende en voor het publiek toegankelijke markt, en waarvan het geconsolideerd eigen vermogen minstens 25.000.000 EUR bedraagt; k) de vennootschappen, fondsen of andere gelijkaardige entiteiten naar buitenlands recht waarvan de voornaamste activiteit erin bestaat te beleggen in schuldinstrumenten of rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging en die zich daartoe financieren via uitgifteverrichtingen in België uitsluitend bestemd voor de personen en instellingen bedoeld *sub* a) tot j) of via uitgifteverrichtingen in het buitenland; l) andere buitenlandse instellingen en ondernemingen die naar het recht waaronder ze ressorteren als professionele of institutionele belegger worden beschouwd of die volgens de financiële marktpraktijken als zodanig worden aanzien.
66. Art. 2: "Voor de toepassing van dit besluit wordt verstaan onder: […] 2° particuliere beleggers: a) personen die zich voor eigen rekening ertoe verbinden om in te schrijven op financiële instrumenten uitgegeven door de private privak of ze te verwerven mits een inbreng of tegenprestatie van ten minste 250.000,00 EUR per belegger en in speciën; b) de private privak zelf alsmede de beheervennootschap".
67. Art. 240 van de UCITS-Wet.

4.3.3. Market timing en Late trading

Naar aanleiding van de beroering die was ontstaan rond bepaalde laakbare praktijken in de fondsensector in de Verenigde Staten (de zgn. "Late trading"[68] en "Market timing"[69]) onderzochten verschillende Europese toezichthouders of dergelijke praktijken ook in hun jurisdictie voorkwamen dan wel of er een reëel risico bestond dat ze zouden opduiken. Onder het motto "voorkomen is beter dan genezen" bevat het UCITS-KB een aantal regels die in dit licht moeten worden gezien.

Ter voorkoming van Late Trading bepaalt het UCITS-KB[70] dat, voor zover de distributeur door de ICB zelf is aangesteld, orders ten laatste op het in het prospectus voorziene afsluitingstijdstip moeten zijn ontvangen *door de distributeur*. Deze laatste moet er samen met de entiteit die met het administratief beheer van de UCITS is belast voor zorgen dat de orders binnen een redelijke termijn na de afsluiting worden ontvangen door de administratief beheerder, zonder dat ze mogen worden gewijzigd of geannuleerd. Op deze regel zijn geen uitzonderingen, ook niet voor het rechtzetten van manifeste vergissingen.

Orders die via andere dan de door de ICB zelf aangeduide financiële bemiddelaars worden ontvangen moeten op het in het prospectus voorziene tijdstip *door de administratief beheerder* zijn ontvangen[71].

De overeenkomst tussen de ICB en de financiële tussenpersonen die belast zijn met de verhandeling van haar rechten van deelneming moet eveneens een aantal bepalingen bevatten die tot doel hebben Late trading en Market timing te voorkomen[72].

Market timing wordt verder beteugeld door de introductie van een mogelijkheid om in het prospectus een bijdrage te voorzien tot ontmoediging van een uittreding die volgt binnen de periode van een maand na intreding. Dit bedrag wordt ingehouden ten voordele van de ICB en komt zo ten goede aan de beleggers die de Market timing mee "ondergaan"[73].

4.3.4. Berekening NIW en schorsing

Het nieuwe UCITS-KB brengt enkele verduidelijkingen[74] aan in de regels m.b.t. de berekening van de netto-inventariswaarde van rechten van deelneming en schorsing ervan.

De meest in het oog springende regel betreft de maatregelen die bij foutieve berekening van de netto-inventariswaarde moeten worden genomen[75]. In navolging van de Luxemburgse Circulaire 02/77 van 27 november 2002[76] bepaalt het UCITS-KB dat wanneer een "significante fout" wordt gemaakt bij de berekening van de netto-inventariswaarde, bepaalde maatregelen moeten worden genomen.

De netto-inventariswaarde moet worden herberekend, een herstelplan moet worden opgesteld om herhaling te voorkomen en benadeelde beleggers (d.w.z. beleggers die ofwel een te lage vergoeding hebben gekregen bij de inkoop van hun stukken ofwel een te hoge vergoeding hebben betaald bij de aankoop) moeten worden vergoed. Eén en ander gebeurt onder toezicht van zowel de commissaris (die in een speciaal rapport de juistheid van de berekening van de nieuwe netto-inventariswaarde moet bevestigen en het herstelplan moet beoordelen) als de CBFA, die onmiddellijk op de hoogte moet worden gebracht.

68. "Late trading" is een illegale praktijk waarbij aan sommige geprivilegieerde cliënten wordt toegestaan om aankoop- of verkooporders van een ICB door te geven nadat de aanvaarding van de orders is afgesloten. Dit gebeurt dus eventueel tegen een gekende koers, ten nadele van de andere beleggers; *cf.* CBF, *Jaarverslag 2002-2003*, p. 191.
69. "Market timing", dat in principe en in tegenstelling tot "Late trading" niet in strijd is met de Amerikaanse wetgeving, houdt in dat aankoop- of verkooporders van ICB's op zeer korte termijn worden uitgevoerd. Deze praktijk wordt ontoelaatbaar wanneer zij de beheerder, bij een onrechtmatige toepassing, verplicht om bepaalde beleggingen tegen vaak nadelige marktvoorwaarden te verkopen of een buitensporige liquiditeitspositie aan te houden om de inschrijvings- en terugbetalingsaanvragen te kunnen honoreren. "Market timing" gaat dus gepaard met transactiekosten en grotere administratiekosten ten laste van het fonds en, *in fine*, van zijn deelnemers; *cf.* CBF, *Jaarverslag 2002-2003* , p. 191.
70. *Cf.* art. 98 § 1 van het UCITS-KB.
71. *Cf.* art. 98 § 2 van het UCITS-KB.
72. *Cf.* art. 99 van het UCITS-KB: verbod om orders te aanvaarden na het afsluituur; verbod om orders te ontvangen "waarvan zij weten *of vermoeden* dat ze zijn ingegeven door een praktijk van market timing"; verplichting voor de financiële tussenpersoon om aan de UCITS te bewijzen dat orders voor het afsluituur zijn ontvangen.
73. *Cf.* art. 60 § 3, 3° van het UCITS-KB.
74. *Cf.* art. 100 van het UCITS-KB: de netto-inventariswaarde wordt berekend op basis van de reële waarde van de activa; voor *ten minste 80%* van de activa wordt een reële waarde in aanmerking genomen die nog niet gekend was bij de afsluiting van de ontvangstperiode van de orders; art. 103 UCITS-KB: de berekening van de netto-inventariswaarde kan worden geschorst "wanneer één of meerdere markten, waarop *meer dan 20% van de activa* van de instelling voor collectieve belegging worden verhandeld, of één of meerdere belangrijke wisselmarkten, waar de deviezen worden verhandeld waarin de waarde van de activa is uitgedrukt, gesloten zijn om een andere reden dan wettelijke vakantie of wanneer de transacties er zijn geschorst of beperkt" (vgl. art. 19 van het KB van 1991 dat schorsing mogelijk maakt wanneer de markten waarop "een aanzienlijk deel van de activa" worden verhandeld, om één van de vermelde redenen zijn gesloten, geschorst of beperkt).
75. *Cf.* artt. van het 105-110 UCITS-KB.
76. Een aantal promotoren, waaronder KBC, paste een regeling analoog aan de Luxemburgse regeling op vrijwillige basis al toe op Belgische ICB's.

Wat men onder "significante fout" verstaat, verschilt naar gelang van het type van instrumenten waarin het merendeel van de activa van ICB zijn belegd. De fout is significant als ze een bepaalde drempel overschrijdt:

Instrumenten waarin het merendeel van de activa is belegd	Drempel waarboven een fout in de berekening van de netto-inventariswaarde significant is
Geldmarktinstrumenten en andere kortlopende activa	0,25%
Aandelen	1%
Andere	0,5%

Het belangrijkste onderscheid met de Luxemburgse regeling bestaat erin dat in Luxemburg voor de restcategorie een drempel van 1% geldt[77]. De Belgische regel is in dat opzicht strenger.

Fouten die niet als significant worden beschouwd, vallen dus onder een *de minimis*-regeling waarbij geen verplichting bestaat tot het nemen van maatregelen. Een rechtzetting bij de minste fout in de berekening zou inderdaad kosten met zich mee kunnen brengen die significant groter zijn dan de geleden schade.

Het spreekt voor zich dat het de ICB enerzijds vrij staat om zichzelf strengere dan de vermelde drempels op te leggen, en dat anderzijds in geval van systematische "niet-significante" fout in de berekening van de netto-inventariswaarde de commissaris en de CBFA zullen eisen dat de nodige maatregelen worden genomen.

4.3.5. Kapitaalbescherming vs. kapitaalgarantie

België staat mee aan de top als het om ICB's met kapitaalbescherming gaat. Vandaag hebben de meeste van deze fondsen het statuut van Belgische ICB zonder Europees paspoort. De doorbraak van dit type van fondsen dateert van na de totstandkoming van de belangrijkste regelgevende teksten (de Wet van 1990 en het KB van 1991). De regelgeving is dan ook voornamelijk pretoriaans van aard, met als belangrijkste tekst het Jaarverslag van de CBF van 1995-96[78].

Onder de nieuwe regelgeving zal het niet alleen mogelijk worden om, zoals in Luxemburg al langer kon, UCITS met kapitaalbescherming op de markt te brengen, ook de begrippen "kapitaalbescherming" en "kapitaalgarantie" krijgen een wettelijke inhoud.

De term "gewaarborgd kapitaal" of een gelijkaardige term (b.v. kapitaalgarantie) is voortaan voorbehouden voor ICB's waarvan (1) de waarde die ze hadden tijdens de initiële inschrijvingsperiode *"integraal, onherroepelijk en onvoorwaardelijk"* wordt gewaarborgd op vervaldag (2) door een derde die onder prudentieel toezicht staat, en wel (3) aan alle beleggers[79]. De garantie krijgt juridisch gezien de vorm van een overeenkomst tussen de ICB en de garanderende instelling, ten gunste van de deelnemers. De voorwaarden van uitoefening staan in het prospectus.

De meeste Belgische ICB's bieden echter geen kapitaal*garantie* maar wel kapitaal*bescherming*. Dat betekent dat zij zo worden beheerd dat de normale verwachting is dat op eindvervaldag het kapitaal opnieuw voorhanden is. Een juridische garantie is dit echter niet.

Het KB formaliseert deze praktijk, door de termen "kapitaalbescherming" en "beschermd kapitaal" te reserveren voor ICB's waarvan (1) de waarde die ze hadden tijdens de initiële inschrijvingsperiode *"volledig is beschermd"* op vervaldag (2) door een beheerstechniek waarbij het kapitaal wordt belegd in instrumenten met een laag risico (deposito's en/of obligaties hetzij van instellingen onder prudentieel toezicht uit de EER, hetzij uitgegeven of gewaarborgd door Lidstaten van de EER) (3) ten behoeve van alle beleggers[80].

In dit geval is er dus geen derde partij betrokken. Bovendien zijn de bewoordingen verschillend: bij kapitaalgarantie is de bescherming "integraal, onherroepelijk en onvoorwaardelijk", bij kapitaalbescherming is ze "volledig". Is er een onderscheid tussen "integraal" en "volledig"? De Franse tekst gewaagt in beide gevallen van "entièrement". Het lijkt er dan ook op dat we er in beide gevallen mogen van uitgaan dat de regelgever bedoelt dat producten met een bescherming voor 90% van het kapitaal, zoals die op dit ogenblik bestaat voor een aantal producten op de Belgische markt, niet meer zullen kunnen onder de vlag "kapitaalbescherming"[81].

77. *Cf.* Circulaire CSSF 02/77: "Pour chacun de ces types d'OPC, le seuil de tolérance est précisé ci-après: OPC monétaires/cash funds: 0,25% de la VNI; OPC obligataires: 0,50% de la VNI; OPC d'actions & autres: 1,00% de la VNI; OPC mixtes: 0,50% de la VNI".
78. *Cf.* CBF, *Jaarverslag 1995-1996*, p. 135-137, "Beleid inzake het gebruik van zogeheten 'Over the counter' (OTC)-derivatives en swapstructuren door ICB's".
79. *Cf.* art. 68 § 1 van het UCITS-KB.
80. *Cf.* art. 68 § 2 van het UCITS-KB.
81. Ook de term "gedeeltelijke kapitaalbescherming" zou niet aanvaardbaar zijn. Een andere benaming, die het onderscheid met het concept "kapitaalbescherming" duidelijk in de verf zet, maakt wellicht wel kans om door de CBFA te worden aanvaard. Het wekt dus wel verwondering dat bijlage C bij het UCITS-KB onder punt 3 van Afdeling II zelf wel nog spreekt van "instellingen voor collectieve belegging die kunnen bogen op een *mechanisme van kapitaalbescherming op vervaldag dat minstens betrekking heeft op 90% van de initiële inschrijvingsprijs*".

De kapitaalgarantie is bovendien onherroepelijk. Theoretisch zou kapitaalbescherming kunnen worden herroepen door een drastische wijziging van de beleggingspolitiek. De kans is echter klein dat de CBFA met dergelijke wijziging zou instemmen.

Kapitaalbescherming is, in tegenstelling tot kapitaalgarantie, niet onvoorwaardelijk. Hoe strikt de beleggingsbeperkingen ook zijn, de ICB blijft een risico hebben op haar tegenpartijen. Als de kredietinstelling bij wie de deposito's zijn belegd, failliet gaat, dan geldt voor de belegger geen bijzondere bescherming. Maar dat geldt uiteraard ook voor een eventueel faillissement van de partij die een garantie aflevert...

4.3.6. Afscheiding van de compartimenten

Zoals onder de Wet van 1990 kunnen enkel UCITS en ICB's die beleggen in financiële instrumenten en liquide middelen[82] en vennootschappen voor belegging in schuldvorderingen de vorm aannemen van een beleggingsvennootschap met compartimenten[83]. Voor andere, meer risicovol geachte categorieën van beleggingen staat deze mogelijkheid niet open.

Artikel 16 § 4 van de UCITS-Wet bevat een aantal bepalingen die expliciet tot doel hebben de juridische "ondoordringbaarheid" van de compartimenten te verstevigen[84], ten overstaan van zowel beleggers (beleggers in één compartiment kunnen geen rechten claimen op activa van een ander compartiment) als derden-schuldeisers.

- Het eerste lid bepaalt dat de rechten van deelnemers in een compartiment én van schuldeisers van wie de vorderingen zijn ontstaan naar aanleiding van de oprichting, de werking of vereffening van dit compartiment, beperkt zijn tot de activa van het compartiment.
- Het pendant van deze regel, bekeken vanuit het standpunt van het compartiment, is vervat in het derde lid: de activa van een compartiment strekken, in afwijking van de artikelen 7 en 8 van de Hypotheekwet van 16 december 1851[85] exclusief tot waarborg voor de rechten van de deelnemers en de schuldeisers van wie de vorderingen zijn ontstaan naar aanleiding van de oprichting, de werking of vereffening van dit compartiment. Een analoge regel, maar minder precies geformuleerd, bestond al in het laatste lid van artikel 115 § 6 van de Wet van 1990[86].
- Het tweede lid herneemt de verplichting uit de Wet van 1990 om, in geval van een bevek met compartimenten, ten aanzien van de tegenpartij elke verbintenis of verrichting op een niet mis te verstane wijze toe te rekenen aan één of meer compartimenten.
  De wet verklaart artikel 528 van het Wetboek van Vennootschappen van toepassing op overtredingen op deze regel (hoofdelijke aansprakelijkheid van de bestuurders resp. het directiecomité voor de schade ontstaan door de overtreding van deze regel)[87].
  Een interessante vraag daarbij is hoe deze laatste regel moet worden geïnterpreteerd in het geval van een bevek die een beheervennootschap heeft aangesteld. De bestuurders van dergelijke ICB hebben het volledige beheer, inclusief het toezicht en de controle, overgedragen aan een beheervennootschap (*cf.* bespreking onder 4.4.2.). Hun aansprakelijkheid zal niet in het gedrang komen voor zover zij kunnen aantonen dat zij geen deel hebben genomen aan de overtredingen (wat in dit geval niet onwaarschijnlijk is) en dat zij deze hebben aangeklaagd op de eerste algemene vergadering nadat zij er kennis van hebben gekregen (een aandachtspunt).
- Het vierde lid creëert de mogelijkheid van een gerechtelijk akkoord of faillissement op compartimentsniveau.

Het is vooral deze laatste bepaling die nieuw is en de rechtszekerheid met betrekking tot het juridische statuut van het compartiment kan verhogen. Hoewel ons geen concrete praktijkgevallen van problemen in verband met de ondoordringbaarheid van compartimenten bekend zijn, kan dit alleen maar worden toegejuicht.

Ook in een internationale context heeft dit zijn belang. Niet alle jurisdicties zijn immers vertrouwd met het juridische concept "compartiment". De commercialisering van

82. *Cf.* art. 16, § 1 van de UCITS-Wet.
83. *Cf.* art. 26 § 1 van de UCITS-Wet.
84. I.v.m. de kritiek op de regeling onder de Wet van 1990 *cf.* DEWULF-VERSTRAETEN, S. en KEPPENNE, J.-P., "Een nieuw kader voor de beleggingsinstellingen", *T.R.V.*, 1990, p. 485; KRUITHOF, M., "De nieuwe wetgeving op de instellingen voor collectieve beleggingen in een Europees perspectief", in *Financiële herregulering in België 1990*, 1991, p. 614-616.
85. Als deze bepalingen van toepassing zouden zijn zouden de activa van elk compartiment strekken tot gemeenschappelijke waarborg van de schuldeisers van de bevek.
86. "In afwijking van artikelen 7 en 8 van de hypotheekwet van 16 december 1851 strekken de activa van een bepaald compartiment slechts tot waarborg voor de schulden, verbintenissen en verplichtingen die dit compartiment betreffen".
87. Uit deze specifieke regel, die ook al was terug te vinden in art. 115 § 6 lid 3 van de Wet van 1990, kan *a contrario* worden afgeleid dat voor andere regels van de UCITS-Wet de bijzondere hoofdelijke aansprakelijkheid nog steeds niet geldt; in de rechtsleer was de beperkte omvang van de aansprakelijkheid van de bestuurders vroeger al betreurd; *cf.* KRUITHOF, M., *o.c.,* p. 612-613.

Belgische beveks in landen die geen compartimenten kennen, wordt vergemakkelijkt door duidelijke juridische regels m.b.t. de compartimentering.

4.3.7. Vereffening en herstructurering van ICB's

Het juridisch kader met betrekking tot de vereffening en de herstructurering van ICB's was tot op heden onvolkomen. Regels uit het vennootschapsrecht werden naar analogie toegepast op compartimenten en op gemeenschappelijke beleggingsfondsen zonder dat daar een wettelijke basis voor was[88].

Artikel 75 van het UCITS-KB stelt, in uitvoering van artikel 16 § 3 van de UCITS-Wet[89], nu formeel dat de verwijzingen naar artikelen van het Wetboek van Vennootschappen naar analogie betrekking hebben op gemeenschappelijke beleggingsfondsen en compartimenten van beleggingsvennootschappen. Naargelang we te maken hebben met een beleggingsvennootschap zonder compartimenten, een beleggingsvennootschap met compartimenten of een gemeenschappelijk beleggingsfonds van het contractuele type zullen we de regels telkens op een verschillend niveau (vennootschap, compartiment of gemeenschappelijk beleggingsfonds) moeten toepassen.

4.3.7.1. Vereffening

De regels m.b.t. de vereffening verschillen bovendien naargelang ze ICB's met of zonder vervaldag betreft.

Voor ICB's *zonder vervaldag* geldt:

– De beslissing tot ontbinding wordt genomen door de algemene vergadering van, naar gelang van het geval, de vennootschap, het compartiment of de deelnemers van het gemeenschappelijk beleggingsfonds (art. 76 van het UCITS-KB).
– De Raad van Bestuur maakt zijn voornemen om de ICB te ontbinden en, desgevallend, te vereffenen, aan de CBFA kenbaar bij middel van een dossier dat in de huidige praktijk ook al wordt voorgelegd[90]; het UCITS-KB regelt echter in detail de inhoud van de oproeping (art. 79 van het UCITS-KB) en het persbericht (art. 80 van het UCITS- KB).

  Opnieuw stelt zich de vraag op wie deze verantwoordelijkheid rust in het geval van een bevek met aangestelde beheervennootschap. Betreft het één van de aan de Raad van Bestuur van de bevek voorbehouden bevoegdheden? Of is dit een verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur van de beheervennootschap?
– De commissaris stelt een verslag op over elke betaling aan de deelnemers in het kader van de vereffening (art. 81 van het UCITS-KB);
– De kredietinstelling die de financiële dienst verzorgt moet gedurende *minstens* 6 maanden instaan voor de uitbetaling van de vereffeningswaarde (art. 82 van het UCITS-KB).

  In de praktijk zijn financiële instellingen, ter wille van de cliëntvriendelijkheid, inderdaad veelal bereid deze taak langer dan 6 maanden op zich te nemen. Nu de wet bepaalt dat de vereffening van een compartiment kan en moet worden gesloten (*cf.* hierna) zullen zij echter worden verplicht om, overeenkomstig 45 § 2 van de Wet van 24 juli 1921, de liquidatiesaldi die 6 maanden na de sluiting van de vereffening nog niet zijn geïnd door de beleggers bij de Deposito- en Consignatiekas in bewaring te geven, waar ze door de beleggers kunnen worden opgevraagd.
– Indien in de 12 maanden voorafgaand aan de indiening van het dossier bij de CBFA inkopen van rechten van deelneming hebben plaatsgevonden die, op het ogenblik van ontbinding, gezamenlijk meer dan 30% van het nettovermogen van de betrokken ICB (vennootschap, compartiment of gemeenschappelijk beleggingsfonds) vertegenwoordigen, dan geldt een nieuwe bijzondere regeling.

  Als de administratief agent van de ICB in staat is de identiteit van deze deelnemers bij te houden, dan moet al wie in deze periode rechten van deelneming heeft laten inkopen die minstens 5% van het nettovermogen vertegenwoordigen, bijdragen in de kosten van de vereffening. Zoniet moeten de kosten worden gedragen door een in het prospectus vermelde persoon (bv. de promotor of de beheerder van de ICB).

  Deze regeling is bedoeld om te vermijden dat de beleggers die nog in het fonds zitten op het ogenblik van de ontbinding, alleen de dupe zouden zijn van de ermee gepaard gaande kosten. Ze houden ook verband met het niveau van participaties door dakfondsen (*cf.* 4.5.3.).

88. *Cf.* ROBBERECHTS, S., *o.c.*, p. 118-121.
89. In dit wetsartikel is echter enkel sprake van compartimenten, niet van gemeenschappelijke beleggingsfondsen. Daardoor is de wettelijke basis van het KB nog steeds onvolkomen. Dit zou worden gerepareerd door de inlassing van een nieuwe paragraaf in art. 11 van de UCITS-wet, waardoor het Wetboek van Vennootschappen ook op de gemeenschappelijke beleggingsfondsen naar analogie van toepassing zal zijn. De betrokken wetswijziging zou worden opgenomen in de nieuwe wet met betrekking tot de financiële conglomeraten.
90. Het omvat een verslag van de Raad van Bestuur dat het voorgenomen besluit toelicht, een staat van activa en passiva, een verslag van de commissaris over deze staat van activa, een ontwerp van oproeping van de deelnemers en een ontwerp van persbericht.

Voor zover de promotoren zich onvoldoende weten te organiseren om inkooptransacties die globaal minstens 5% van het nettovermogen omvatten, te traceren en twaalf maanden bij te houden, zullen zij zelf voor de kosten moeten opdraaien. De vraag is of die laatste oplossing in vele gevallen niet efficiënter is dan het opzetten van een ingewikkeld administratief systeem, waarbij de last om de kosten te recupereren van beleggers die intussen zijn uitgetreden, dan nog volledig voor rekening van de beheerder van de ICB is (art. 83 van het UCITS-KB).

– Bovendien moet elke belegger gedurende één maand[91] de mogelijkheid worden geboden om zonder kosten (tenzij taksen) *in te schrijven* op één of meer andere ICB's met een gelijkaardige beleggingspolitiek. Eventuele inschrijvingskosten moeten worden gedragen door de in het prospectus vermelde persoon (*cf.* vorig punt). De CBFA kan ook andere begeleidingsmaatregelen aanvaarden (art. 84 van het UCITS-KB).

  De impact van deze regel is minder groot voor de grote financiële groepen met een uitgebreid fondsengamma, als wel voor de kleinere spelers. In het slechtste geval zouden zij kunnen worden verplicht om de inschrijvingskosten in fondsen van een andere promotor te dragen, als zij zelf geen ICB's met een gelijkaardige beleggingspolitiek aanbieden en ze er evenmin in slagen om andere voor de CBFA aanvaardbare begeleidingsmaatregelen uit te werken.

– Vandaag wordt de vereffening van een compartiment van een ICB niet steeds gesloten, bij gebrek aan passende procedure. Het UCITS-KB bevat een aantal elementen van de te volgen procedure, maar is zeker niet exhaustief. Het beheersreglement of de statuten van een instelling voor collectieve belegging kunnen, desgevallend per compartiment van een beleggingsvennootschap, de modaliteiten van vereffening bepalen en één of meerdere vereffenaars aanduiden[92].

– De invereffeningstelling van een ICB of een compartiment van een ICB leidt, naar gelang van het geval, tot de schrapping van de inschrijving van de betrokken beleggingsvennootschap of van het betrokken compartiment[93].

De regels voor compartimenten *met vervaldag* verschillen op volgende punten van de hierboven uiteengezette regeling:

– De beslissing tot ontbinding gebeurt niet door de deelnemers van de ICB, de statuten of het beheersreglement bepalen dat ze van rechtswege plaatsheeft. In dat geval regelen ze ook de vereffeningswijze, de benoeming van de vereffenaar(s), de wijze van afsluiting van de vereffening en, in geval van vereffening van een compartiment, de wijze waarop de statutenwijziging wordt doorgevoerd (art. 76 § 2 van het UCITS-KB).

– Het aan de CBFA over te maken dossier bevat dan ook geen oproepingsbericht, maar wel de vereffeningswaarde.

– De regeling in verband met de tenlastelegging van de kosten voor zover er in de 12 maanden voor de indiening van het dossier uittredingen ten belope van minstens 30% van het nettovermogen zijn geweest, geldt in dit geval niet, evenmin als de verplichting om gedurende een maand de beleggers de gelegenheid te bieden kosteloos in te schrijven op een ander gelijkaardig fonds. De beleggers weten immers van meet af aan dat en wanneer het fonds zal worden vereffend.

4.3.7.2. Herstructurering

Bij de herstructurering (fusie, splitsing of inbreng) van compartimenten van ICB's werd tot op vandaag een procedure toegepast die analoog was met de procedure uit het Wetboek van Vennootschappen, maar waarvoor strikt juridisch geen basis bestond. Dit leidde tot heel wat rechtsonzekerheid[94], waaraan nu een einde komt. Het UCITS-KB preciseert dat de regels gelden voor operaties waarbij enkel Belgische ICB's betrokken zijn. Internationale operaties worden dus niet geviseerd.

De krachtlijnen van de regeling zijn de volgende:

– De beslissing tot ontbinding wordt door de algemene vergadering van, naar gelang van het geval, de vennootschap, het compartiment of de deelnemers van het gemeenschappelijk beleggingsfonds genomen.

91. Te rekenen vanaf de inbetalingstelling van de liquidatiewaarden van de rechten van deelneming.
92. *Cf.* art. 76 § 1 *in fine* van het UCITS-KB.
93. Art. 85 tweede lid van het UCITS-KB.
94. Zo bestond twijfel m.b.t. de boekhoudkundige verwerking van een fusie of splitsing in hoofde van de belegger-vennootschap. Voor fusies en splitsingen die gebeuren op grond van het Wetboek van Vennootschappen is voorzien dat ze boekhoudkundig neutraal zijn: de deelnemingen en aandelen van een vennootschap die een onderneming ontvangt, in ruil voor aandelen die zij in de overgenomen of gesplitste vennootschap bezat, worden in haar boekhouding opgenomen tegen de waarde waarvoor de aandelen van de overgenomen of gesplitste vennootschap op de datum van de fusie of splitsing in de boeken stond. Omdat compartimenten geen vennootschappen zijn gebeurde hun herstructurering juridisch niet op grond van het Wetboek van Vennootschappen. Daardoor moesten zij strikt gezien de nieuwe aandelen boeken aan de conventionele waarde van de afgestane aandelen of aan de marktwaarde indien deze hoger was dan de conventionele waarde, bijgevolg *met uitdrukking van een meer- of minwaarde*. Daar kan nu dus verandering in komen (*cf. supra* onder 4.3.7.).

– De Raad van Bestuur maakt zijn voornemen om de ICB(s) te herstructureren aan de CBFA kenbaar bij middel van een dossier dat, naast de verplichte vennootschapsrechtelijke vermeldingen, ook gegevens bevat met betrekking tot de betrokken compartimenten en hun beleggingspolitiek, alsook een voorstel tot berekening van de ruilverhouding en de eventuele opleg.

  Overeenkomstig artikel 90, 2° van het UCITS-KB moet het resultaat van deze berekening zijn dat elke deelnemer van de over te nemen, te splitsen of inbrengende ICB minstens één recht van deelneming van de verkrijgende ICB krijgt.

  De ruilverhouding moet worden berekend op basis van netto-inventariswaarden die maximaal 5 bankwerkdagen oud zijn. De commissaris stelt een afzonderlijk controleverslag op over de ruilverhouding. Leidt de toepassing van de ruilverhouding ertoe dat de belegger *onder*aandelen krijgt in ruil voor zijn volledige rechten van deelneming, dan mag hij eisen dat deze onderaandelen hem zonder kosten (afgezien van taksen) worden terugbetaald (art. 93 van het UCITS-KB).
– Bovendien krijgt elke belegger gedurende minimum een maand de tijd om zonder kosten (tenzij taksen) de inkoop te vragen van zijn rechten van deelneming, wanneer één van de volgende voorwaarden vervuld is:
  - het totale kostenpercentage over de laatste 12 maanden van de verkrijgende ICB is hoger dan dat van de ICB die wordt overgenomen, gesplitst of die inbrengt;
  - het bedrag tot dekking van de kosten voor de realisatie van activa bij inkoop is hoger bij de verkrijgende ICB dan bij de ICB die wordt overgenomen, gesplitst of die inbrengt;
  - de beleggingspolitiek van de betrokken ICB's is wezenlijk verschillend op één of meerdere punten.

  Het prospectus moet een persoon aanduiden die de kosten voor de realisatie van de activa zal dragen, voor zover deze worden aangerekend (art. 92 van het UCITS-KB).

  Het is dan ook onduidelijk waarom de termijn gedurende dewelke de belegger de tijd moet krijgen om kosteloos uit te treden, tot *twee* maanden wordt verlegd indien bij inkoop van zijn rechten van deelneming dergelijke kosten worden aangerekend: de belegger zal ze niet zelf moeten dragen als zijn rechten van deelneming naar aanleiding van de herstructurering worden ingekocht.
– Het UCITS-KB regelt in detail de inhoud van de oproeping (art. 91 van het UCITS-KB) en het persbericht (art. 94 van het UCITS- KB).
– Artikel 83 (de regeling i.g.v. uittreding van minstens 30% in de laatste 12 maanden voor de herstructurering is naar analogie van toepassing) (art. 88 van het UCITS-KB).

4.3.8. Reclame

UCITS-Wet[95] en -KB[96] regelen het voorafgaande toezicht door de CBFA op alle berichten, reclame en andere stukken die betrekking hebben op het openbaar aanbod van effecten van een ICB. De regels m.b.t. dit toezicht gelden ongeacht het gebruikte medium. Niettemin kan de CBFA afwijkingen toestaan in functie van het gebruikte medium.

Sinds de Circulaire ICB 1/93 was de inhoud van de door de CBFA gehanteerde normen al sterk geëvolueerd, mede in functie van de nieuwe media en nieuwe types van reclame die werden gebruikt. Een overzicht van de gehanteerde normen is te vinden in het jaarverslag van de CBF[97]. Zij worden nu ook opgenomen in het UCITS-KB.

4.3.9. Vastgoedcertificaten buiten scope

De vastgoedcertificaten worden voortaan buiten het ICB-kader gehouden. Zij vielen op een beperkt aantal punten onder het toepassingsgebied van de Wet van 4 december 1990, nl. m.b.t. de prospectusverplichting, de verplichtingen inzake periodieke informatieverstrekking en de noteringsplicht.

De noteringsplicht vervalt: vastgoedcertificaten zullen niet langer verplicht worden de notering op een gereglementeerde markt te vragen. Indien zij, met of zonder notering, een openbaar aanbod doen, geldt alleszins een prospectusplicht. De verwachting is dat zij dit inderdaad zullen doen, om hun beleggers de nodige liquiditeit te bieden. In dat geval zullen zij moeten voldoen aan de informatieverplichtingen die gelden voor genoteerde financiële instrumenten[98]. Op die manier is de negatieve invloed op de informatieverstrekking aan de beleggers beperkt.

95. *Cf.* art. 53 § 2 van de UCITS-Wet.
96. *Cf.* artt. 15-26 van het UCITS-KB.
97. CBF, *Jaarverslag 2002-2003*, p. 183-186.
98. KB van 31 maart 2003 betreffende de verplichtingen van emittenten van financiële instrumenten die zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt.

4.4. Het beheer van de bevek

Onder de nieuwe wetgeving moeten de ICB's die de vennootschapsvorm hebben aangenomen, kiezen voor het statuut van hetzij zelfbeheerde bevek, hetzij bevek met aangestelde beheervennootschap.

4.4.1. De zelfbeheerde bevek

4.4.1.1. Beschrijving van de regeling

In het geval van een zelfbeheerde bevek moet de *bevek zelf* voldoen aan een aantal vereisten van substantie. Deze vereisten zijn in de wetgeving vrij algemeen omschreven. De beleggingsvennootschap moet "beschikken over de in materieel, menselijk en technisch opzicht vereiste middelen voor een eigen en specifiek op haar werkzaamheden afgestemde administratieve, boekhoudkundige, financiële en technische organisatie"[99]. De wetgever legt de klemtoon op IT-infrastructuur, interne controleprocedures, controle op de transacties, risicobeheer en evaluatie van OTC-derivaten. Verder moet de ICB zich zo organiseren dat er een minimaal risico op belangenconflicten is.

Impliceert dit dat elke zelfbeheerde bevek voortaan voor al deze taken eigen personeel moet aantrekken? Zover lijkt de tekst niet te gaan. De kans dat de Belgische markt zal worden gedomineerd door volledig "autarkische" beveks is zelfs vrijwel onbestaande.

De wetgever voorziet immers dat zelfbeheerde beveks taken kunnen uitbesteden aan een derde. Daaraan zijn bepaalde voorwaarden verbonden, waarvan de meest in het oog springende de volgende zijn[100]:

- de uitbesteding moet voorafgaandelijk aan de CBFA worden voorgelegd;
- een passende controle op de ICB mag niet worden belemmerd;
- de derde moet een vennootschap onder prudentieel statuut zijn met een passende organisatie en bestuur;
- het *portefeuillebeheer* voor ICB's met Europees paspoort en ICB's die beleggingen in financiële instrumenten en liquide middelen (het gros van de ICB's) kan enkel worden gedelegeerd aan een onderneming die de beleggingsdiensten mag verrichten als bedoeld in artikel 46, 1°, 3 van de Wet van 6 april 1995, of aan een beheervennootschap van instellingen voor collectieve belegging[101]; voor de overige ICB's is dergelijke bevoegdheidsdelegatie afhankelijk van het nemen van een KB waarin de voorwaarden worden bepaald;
- het *administratief* beheer mag enkel worden toevertrouwd aan een in België gevestigde onderneming; de uitoefening van andere beheerstaken mag worden opgedragen aan een onderneming uit de Europese Economische Ruimte of uit een staat die onder gelijkwaardig toezicht staat als het Belgische;
- de ICB mag bepaalde beheerstaken niet delegeren aan de bewaarder;
- de leiders van de ICB moeten daadwerkelijk controle kunnen uitoefenen op de beheerder en ook te allen tijde bijkomende instructies kunnen geven;
- de overeenkomst moet onmiddellijk herroepbaar zijn als dit in het belang is van de beleggers, met dien verstande dat er maatregelen moeten worden ingevoerd om de continuïteit te waarborgen.

De uitbesteding mag er aldus niet toe leiden dat de ICB een brievenbusvennootschap wordt. De ICB zelf en haar organen blijven een verantwoordelijkheid behouden, niet alleen voor de keuze van de dienstverleners maar ook voor de opvolging van hun werkzaamheden. Dit impliceert dat ze ook een minimale organisatie moeten behouden.

4.4.1.2. Juridische analyse

De wetgever voorziet dat de uitbesteding aan een derde dienstverlener de vorm kan aannemen van hetzij een aannemings-, hetzij een lastgevingsovereenkomst.

Aangezien beide mogelijkheden bestaan lijkt het aangewezen dat in de overeenkomst duidelijk wordt gespecifieerd welk type van overeenkomst wordt afgesloten. In geval van aanneming zowel als van lastgeving is er sprake van een partij die geniet van de bedrijvigheid van een andere partij, maar voor het overige zijn de rechtsgevolgen verschillend. De tabel op p. 95 geeft een overzicht van de in deze context meest relevante verschillen[102]:

99. *Cf.* art. 40 § 1 van de UCITS-Wet.
100. *Cf.* art. 41 § 1 van de UCITS-Wet.
101. *Cf.* art. 41 § 1, 5° van de UCITS-Wet.
102. *Cf.* MERCHIERS, Y., *Bijzondere overeenkomsten*, 2000, *passim*.

	Lastgeving	Aanneming
Voorwerp overeenkomst	Lasthebber stelt rechtshandelingen voor rekening van de lastgever.	Aannemer stelt materiële of intellectuele daden en levert na afloop een "werk" op.
Intuitu personae?	Ja *UCITS-Wet:* Lasthebber moet aan bepaalde voorwaarden voldoen (*cf.* beschrijving onder 4.4.1.1.).	Ja *UCITS-Wet:* Aannemer moet aan bepaalde voorwaarden voldoen (*cf.* beschrijving onder 4.4.1.1.).
Plaatsvervanging	*Regels B.W.:* *Bij stilzwijgen van de lastgevingsovereenkomst:* tegenstrijdige stellingen in rechtsleer (toegelaten/niet toegelaten). *Bij toelating in lastgevingsovereenkomst met vermelding van plaatsvervanger:* plaatsvervanger wordt ook rechtstreeks lasthebber en oorspronkelijke lasthebber wordt volledig ontlast. *Bij toelating in lastgevingsovereenkomst zonder vermelding van plaatsvervanger:* plaatsvervanger wordt ook rechtstreeks lasthebber en oorspronkelijke lasthebber wordt ontlast, maar blijft aansprakelijk voor keuze plaatsvervanger. *UCITS-Wet:* Als de lasthebber beroep doet op derden gebeurt dit onder dezelfde voorwaarden als voor de oorspronkelijke lasthebber.	*Regels B.W.:* Aannemer kan beroep doen op uitvoeringsagenten maar blijft zelf aansprakelijk. *UCITS-WET:* Als de aannemer beroep doet op derden gebeurt dit onder dezelfde voorwaarden als voor de oorspronkelijke aannemer.
Gebonden aan een termijn?	Voor zover zo bedongen.	In de regel wel; als geen termijn is bedongen geldt een "redelijke termijn".
Herroepbaar?	In de regel wel, zelfs indien het voor een bepaalde termijn is aangegaan. *UCITS-Wet:* Onmiddellijk herroepbaar, maar verplichte maatregelen om continuïteit te waarborgen.	Enkel mits naleving artikel 1794 B.W. (schadeloosstelling aannemer). Verenigbaarheid met *UCITS-Wet is onzeker:* Onmiddellijk herroepbaar, maar verplichte maatregelen om continuïteit te waarborgen.
Tegen vergoeding?	In de regel niet, tenzij anders bedongen.	Ja
Matigingsbevoegdheid van de rechter t.a.v. het loon?	Ja	Nee
Wie draagt het risico voor toevallig verlies?	De lastgever (de ICB)	De aannemer (de beheerder)
Verbintenissen lastgever/meester van het werk	– voorschotten en kosten vergoeden – loon betalen – schadeloosstellen voor verliezen (indien lasthebber geen onvoorzichtigheid te verwijten valt)	– prijs betalen – werk aanvaarden
Verbintenissen van de lasthebber/aannemer	– het mandaat uitvoeren – rekening afleggen	– het overeengekomen werk goed uitvoeren – het overeengekomen werk tijdig uitvoeren – de zaak leveren
Type verbintenis lasthebber/aannemer?	Afhankelijk van de bedoeling van de partijen inspannings- of resultaatsverbintenis.	Afhankelijk van het type diensten en van de bedoeling van de partijen een inspannings- of resultaatsverbintenis; in elk geval verplichting om te werken "volgens de regels van de kunst".
Aansprakelijkheid tussen partijen	Lasthebber is aansprakelijk voor – opzet – wanuitvoering in geval van bezoldigde lastgeving: *culpa levis in abstracto*; strenger oordeel in geval van professionele partij. Lasthebber is bevrijd in geval van toeval of overmacht. Partijen mogen afwijken van deze regels, behalve wat betreft opzet en beperking van een professionele aansprakelijkheid die de openbare orde raakt.	Aannemer is aansprakelijk voor – opzet – wanuitvoering (slechte of laattijdige uitvoering). Na aanvaarding van het werk heeft de besteller van het werk in de regel geen vordering meer, behoudens verborgen gebreken.
Rechtsverhouding met derden	Lasthebber heeft *binnen de perken van het mandaat* gehandeld: verbintenissen aangegaan door de lasthebber worden aan de lastgever toegerekend. Lasthebber heeft *buiten de perken van het mandaat* gehandeld: verbintenissen aangegaan door de lasthebber worden niet aan de lastgever toegerekend, behoudens ratificatie of schijnmandaat. Voor het overige is lastgevingsovereenkomst t.o.v. derden een rechtsfeit dat aanleiding kan geven tot buitencontractuele aansprakelijkheid.	Aannemingsovereenkomst is t.o.v. derden een rechtsfeit dat aanleiding kan geven tot buitencontractuele aansprakelijkheid.

Het beheer van de portefeuille van een ICB lijkt ons steeds het stellen van rechtshandelingen te impliceren. De uitbesteding van het volledige beheer lijkt dan ook steeds met lastgeving gepaard te zullen gaan. Niettemin zullen bepaalde aspecten van dit beheer eerder voor de kwalificatie "aanneming" in aanmerking komen. Dat is bijvoorbeeld het geval voor het beleggingsproces (research, asset allocation…) dat aan de totstandkoming van de rechtshandeling van aan- of verkoop voorafgaat maar zelf geen rechtshandeling is.

In geval van lastgeving kan het enkel om een onvolkomen bevoegdheidsdelegatie gaan, waarbij het delegerende orgaan, de Raad van Bestuur van de ICB, ondanks de lastgeving toch concurrerend bevoegd blijft. Dit impliceert dat de Raad van Bestuur van de ICB rechtstreeks kan tussenkomen in het beheer, ook als dat beheer gedelegeerd is.

Gelet op de regels van artikel 1988 en 1989 B.W. zal het belangrijk zijn om het mandaat correct te verwoorden. Het zal uitdrukkelijk moeten zijn, omdat het daden van beschikking zal omvatten, maar het zal niettemin in algemene bewoordingen moeten worden opgesteld omdat de hoeveelheid van de te stellen daden niet vooraf kan worden bepaald[103].

De beheervennootschap moet de criteria voor de beleggingsspreiding naleven die periodiek worden vastgesteld door de ICB (art. 41 § 1, 5°, b van de UCITS-Wet). De Raad van Bestuur moet met andere woorden de krijtlijnen uitzetten binnen dewelke het beheer moet plaatshebben. Uiteraard zullen die krijtlijnen op hun beurt moeten kaderen binnen de beleggingspolitiek zoals uiteengezet binnen het prospectus en de statuten van de ICB.

Als in deze materie een strikt juridische redenering zou worden gevolgd, zou dit tot ongemakkelijke situaties kunnen leiden. Wat te denken b.v. van een beheerder die een aankooptransactie doet die manifest niet past in de beleggingspolitiek van de ICB? Als de ICB de handeling niet bekrachtigt, is zij, behoudens wanneer de toepassingsvoorwaarden van het schijnmandaat vervuld zijn, in principe niet gebonden door de handeling die haar lasthebber buiten zijn mandaat heeft gesteld[104]. Kan de ICB zich aan deze transactie onttrekken op basis van overschrijding van het mandaat? Dat lijkt niet voor de hand te liggen. In de meeste gevallen heeft noch de partij die het order uitvoert, noch de tegenpartij van de transactie immers kennis van de identiteit van de mandant, en dus *a fortiori* niet van de inhoud van het mandaat.

Om te voorkomen dat dergelijke overschrijdingen zich voordoen, draagt de UCITS-Wet de leiders van de beleggingsvennootschap[105] dan ook op de werkzaamheden van de beheervennootschap te allen tijde daadwerkelijk te controleren. Zij moeten ook steeds zelf instructies kunnen geven[106]. Ook de bewaarder wordt met een aantal controletaken belast, o.m. op de naleving van de beleggingsbeperkingen[107].

Daarnaast oefenen de commissaris en de CBFA, weliswaar *post factum* (via de controle van de periodieke rapportering), toezicht uit op de naleving van de beleggingsbeperkingen door de beheerder van de ICB. Indien overschrijdingen worden vastgesteld, moet de ICB deze overschrijdingen bij voorrang regulariseren, in het belang van de deelnemers[108]. Voor zover de overschrijding te wijten is aan de beheerder zal de beheerder de eventuele schade die de ICB lijdt, op zich moeten nemen.

Bovendien blijft de Raad van Bestuur ten overstaan van de beleggers te allen tijde zelf aansprakelijk voor het beheer[109], al zal in de rechtsverhouding tussen de ICB en de beheerder uiteraard de contractuele aansprakelijkheid van de beheerder gelden.

4.4.2.De bevek die een beheervennootschap heeft aangesteld

4.4.2.1. Beschrijving van de regeling

Als de ICB niet zelf over een passende organisatie beschikt, moet zij een beheervennootschap in de zin van de UCITS-Wet *aanstellen* om *het geheel* van de beheerstaken waar te nemen. Deze beheervennootschap dient dan "de bepalingen na te leven van deze wet en de ter uitvoering ervan genomen besluiten en reglementen die van toepassing zijn op de beleggingsvennootschap." (art. 43 § 1 tweede lid UCITS-Wet).

Haar statutaire zetel en hoofdbestuur moeten in België gevestigd zijn. België sluit zich met deze bepaling aan bij

103. *Cf.* TILLEMAN, B., *Lastgeving*, 1997, randnrs. 299 e.v.
104. *Cf.* TILLEMAN, B., *Lastgeving*, 1997 randnrs. 395.
105. *Cf.* art. 41 § 1, 9° van de UCITS-Wet.
106. *Cf.* art. 41 § 1, 10° van de UCITS-Wet.
107. *Cf.* art. 9 § 2, 6° van het UCITS-KB.
108. *Cf.* art. 43 van het UCITS-KB.
109. *Cf.* art. 41 § 4 van de UCITS-Wet.

de grote meerderheid van de Lidstaten[110], die evenmin aanvaarden dat het administratief beheer van een ICB die onder de controle van de Lidstaat valt, in een andere Lidstaat zou gebeuren. Aangezien de aanstelling het volledige beheer betreft betekent dit onvermijdelijk dat buitenlandse beheervennootschappen in het geheel niet in aanmerking komen. Dit is een uitholling van het paspoort voor de buitenlandse beheervennootschappen.

De keuze van de beheervennootschap is uiteraard onderworpen aan de goedkeuring van de CBFA, die in functie van het type van beleggingen bijkomende voorwaarden kan opleggen.

4.4.2.2. Juridische analyse

De juridische analyse van de rechtsverhouding tussen de aangestelde beheervennootschap en de ICB is niet eenvoudig. Deze verhouding onderscheidt zich van de lastgeving. De lastgeving aan een beheervennootschap wordt immers geregeld in artikel 41 van de UCITS-Wet, de aanstelling in artikel 43.

De aangestelde beheervennootschap lijkt dan ook meer weg te hebben van een *orgaan* dan van een contractpartij. De rechtsleer definieert het orgaan als "een vertegenwoordiger van de vennootschap wiens functie besloten ligt in de structuur zelf van de rechtspersoon, die door of krachtens de wet geregeld is"[111].

Een ICB die zelf niet over een passende beheersorganisatie beschikt, kan wettelijk niet bestaan zonder een beheervennootschap aan te stellen. De functie van deze beheervennootschap is door of krachtens de wet geregeld: zij is ingesteld door de UCITS-Wet. Voor de regeling van een vennootschapsorgaan door een andere dan de Vennootschapswet bestaat een precedent, nl. het directiecomité van de kredietinstellingen, ingesteld door de Wet van 22 maart 1993, maar niettemin een orgaan van de vennootschap[112].

Het merkwaardige aan dit "orgaan *sui generis*" is uiteraard dat het zelf de vennootschapsvorm heeft, en dat het "orgaan" kan zijn van verschillende ICB's. Verschillende ICB's kunnen immers dezelfde beheervennootschap aanstellen.

De aanstelling gebeurt "om *het geheel van de beheerstaken* bedoeld in artikel 3, 9° waar te nemen". De Raad van Bestuur van de ICB heeft aldus zelf geen enkele bevoegdheid meer inzake het beheer: zij *draagt* deze bevoegdheid *over* aan de beheervennootschap, en is dus niet meer concurrentieel bevoegd[113]. Er is, in tegenstelling tot wat we zagen bij de gedelegeerde beheervennootschap, geen sprake meer van richtlijnen te geven door de Raad van Bestuur of van controle door de Raad van Bestuur.

De consequentie is dat ook de aansprakelijkheid voor het beheer overgaat naar de beheervennootschap. In dit verband kan o.m. worden verwezen naar onze bespreking van artikel 16 § 4 van de UCITS-Wet onder nummer 4.3.6., met betrekking tot de hoofdelijke aansprakelijkheid voor de niet-naleving van de regel dat verbintenissen expliciet aan een compartiment moeten worden toegewezen. Het Wetboek van Vennootschappen vermeldt de bestuurders en de leden van het directiecomité als geviseerde personen. In de context van een bevek die een beheervennootschap heeft aangesteld is de kans reëel dat deze personen met succes het tegenbewijs leveren. In dat geval is de gedoodverfde kandidaat-aansprakelijke de beheervennootschap.

Aanvaarden dat de beheervennootschap een orgaan van de ICB is zou meteen het netelige probleem van de algemene bevoegdheidsdelegatie oplossen. In het vennootschapsrecht is een algemene bevoegdheidsdelegatie op straffe van nietigheid verboden, *tenzij* aan het orgaan het dagelijks bestuur, of aan bijzondere organen van vertegenwoordiging, of aan het directiecomité[114]. De UCITS-Wet lijkt aan dit lijstje de beheervennootschap van een ICB te hebben toegevoegd.

Het zou logisch zijn ook in dit geval de vennootschapsrechtelijke grens te respecteren die, in geval van algemene bevoegdheidsdelegatie aan het directiecomité, voorbehoud maakt voor het algemeen beleid en de taken die vennootschapsrechtelijk aan de Raad van Bestuur zijn voorbehouden (bv. het opstellen van bepaalde verslagen).

Toegepast op de ICB-sector zou dit kunnen betekenen dat de beleggingspolitiek, zoals hij is opgenomen in het prospectus en de statuten, wordt vastgesteld door de Raad van Bestuur, maar dat de concrete vertaling ervan door de

110. *Cf.* voetnoot 37.
111. *Cf.* VAN DRIESSCHE, H., "Bevoegdheidsdelegatie door het bestuursorgaan van de NV en de BVBA.", *Not. Fisc. M.* , 2002, p. 224, met verwijzing naar andere rechtsleer in voetnoot.
112. *Cf.*, VAN DRIESSCHE, H., *o.c.*, p. 233.
113. *Cf.* VAN DRIESSCHE, H., *o.c.*, p. 230.
114. *Cf.* VAN DRIESSCHE, H., *o.c.*, p. 238.

beheervennootschap gebeurt. Wijzigingen in de beleggingspolitiek zouden dan ook door de Raad van Bestuur moeten worden beslist.

4.4.3. Impact op de Belgische beveks

Betekent deze nieuwe beheersstructuur een aardverschuiving voor de Belgische beveks? Wellicht niet. Op dit ogenblik hebben vele Belgische ICB's hun beheer al gedelegeerd aan een vennootschap onder statuut. De belangrijkste spelers op de Belgische ICB-markt hebben hun activiteit momenteel immers georganiseerd rond vennootschappen met het statuut van beleggingsonderneming (vennootschap voor vermogensbeheer of beursvennootschap)[115]. De herschikking van het ICB-landschap kwam eind vorige eeuw tot stand in het kader van het autonomiedebat[116].

De nieuwe wet en haar tot op heden bekende uitvoeringsbesluiten vormen geen breuk met dit beleid. De eerste bekommernis van de wetgever blijft zoals voorheen de onafhankelijkheid van het beheer ten aanzien van de bewaarder.

De Memorie van Toelichting van de UCITS-Wet geeft overigens expliciet aan dat het statuut van UCITS-Beheervennootschap is geënt op dat van de bestaande beleggingsondernemingen, "zodat bepaalde beleggingsondernemingen, gespecialiseerd in vermogensbeheer, zullen kunnen overstappen op het statuut van beheervennootschap van instellingen voor collectieve belegging"[117].

Er is op zich dus geen verplichting om over te stappen naar het nieuwe statuut: voor zover de bestaande ICB's zelf over de nodige substantie beschikken kunnen zij als zelfbeheerde bevek hun beheer blijven delegeren aan een *asset management company* met het statuut van beleggingsonderneming.

4.4.3.1. Toegelaten diensten

Laten we even onderzoeken of een eventuele overstap naar het statuut van UCITS-Beheervennootschap de *asset management company* bijkomende mogelijkheden zou kunnen bieden.

	UCITS Beheervennootschap	Vennootschap voor vermogensbeheer	Beursvennootschap
	Art. verwijzen naar de UCITS-Wet	*Art. verwijzen naar de Wet van 6 april 1995*	*Art. verwijzen naar de Wet van 6 april 1995*
Beheer van de portefeuille van een ICB	Ja *Art. 3, 9°, a*	Ja[1] *Art. 46, 1°, 3*	Ja *Art. 46, 1°, 3*
Administratie van een ICB	Ja *Art. 3, 9°, b*	Ja[2] *Art. 46, 1°, 3*	Ja *Art. 46, 1°, 3*
Verhandeling van de effecten van ICB's	Ja *Art. 3, 9°, c*	Nee[3]	Ja *Art. 46, 1°, 4*
Individueel portefeuillebeheer	Ja *Art. 3, 10°, a*	Ja *Art. 46, 1°, 3*	Ja *Art. 46, 1°, 3*
Beleggingsadvies	Ja *Art. 3, 10°, b*	Ja[4] *Art. 46, 2°, 6*	Ja *Art. 46, 2°, 6*
Ontvangen en doorgeven van orders voor rekening van cliënten	Nee	Ja *Art. 46, 1°, 1, a*	Ja *Art. 46, 1°, 1, a*
Uitvoering van orders voor rekening van cliënten	Nee	Ja[5] *Art. 46, 1°, 1, b*	Ja *Art. 46, 1°, 1, b*
Makelaar inzake financiële instrumenten	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 1°, 1, c*
Voor eigen rekening handelen in financiële instrumenten	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 1°, 2*
Overname en plaatsen van uitgiften	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 1°, 4*

115. Geregeld door de Wet van 6 april 1995.

116. Voordien werden de meeste ICB's rechtstreeks beheerd door hun bestuurders, in praktijk door de financiële instellingen die ook als promotor en bewaarder van de ICB's fungeerden. Om belangenconflicten tussen de beheerder en de bewaarder uit te sluiten werd de vermogensbeheersactiviteit afgesplitst van de bankactiviteit en ondergebracht in een afzonderlijke beleggingsonderneming. Ook de samenstelling van de betrokken raden van bestuur moest autonomer: financiële instellingen werden geweerd uit het bestuur van de ICB's en in de raad van bestuur van hetzij de ICB, hetzij de beherende beleggingsonderneming moesten onafhankelijke bestuurders worden opgenomen. De schorsing en vervolgens de intrekking van de circulaire waarin de regels m.b.t. de autonomie waren uitgewerkt (*cf.*, DE KEYSER, E., "De schorsing van de tenuitvoerlegging van de circulaire ICB 1/2000 van de Commissie voor het Bank- en Financiewezen van 18 mei 2000 inzake de beheersautonomie en de voorkoming van belangenconflicten in collectieve beleggingsinstellingen", *Bank Fin. R.*, 2001, p. 115-120) zetten de regeling op de helling. In de praktijk werkte de CBFA echter een pretoriaans beleid uit waarbij zij o.m. de goedkeuring van nieuwe ICB's afhankelijk maakte van het naleven van de autonomievereisten.

117. Memorie van Toelichting bij de UCITS-Wet, p. 8-9.

	UCITS Beheervennootschap	Vennootschap voor vermogensbeheer	Beursvennootschap
Bewaarneming en administratie van fin. instrumenten	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 2°, 1*
Verhuur van safes	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 2°, 2*
Verstrekken van kredieten m.b.t. fin. instrumenten aan beleggers	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 2°, 3*
Financial engineering	Nee	Ja *Art. 46, 2°, 4*	Ja *Art. 46, 2°, 4*
Diensten i.v.m. overname van uitgiften	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 2°, 5*
Valutawisseldiensten i.v.m. beleggingsdiensten	Nee	Nee	Ja *Art. 46, 2°, 7*

1. De CBFA heeft het beheer van collectieve portefeuilles steeds beschouwd als een vorm van discretionair vermogensbeheer waarbij de ICB een cliënt van de vermogensbeheerder was.
2. Hoewel deze dienst niet als dusdanig staat vermeld in de Wet van 6 april 1995 aanvaardde de CBFA toch dat beleggingsondernemingen deze dienst verrichtten. In de statutaire doelomschrijving van KBC Asset Management is dit als volgt opgenomen (art. 2): *"Daarnaast heeft de vennootschap tot doel activiteiten te ontwikkelen die zich situeren in het kader van of het rechtstreeks verlengde zijn van deze activiteiten, of die bijkomstig of aanvullend zijn, onder meer, zonder dat deze opsomming beperkend is,*
   – administratief beheer van instellingen voor collectieve belegging op basis van een delegatie vanwege deze instellingen voor collectieve belegging;
   – commerciële en marketingactiviteiten gericht op de toename van het aantal cliënten, van de activa onder beheer en/of het ontwikkelen en voorstellen van nieuwe producten;
   – beleggingsresearch;
   – administratief, actuarieel en boekhoudkundig beheer van institutionele portefeuilles".
3. *Cf.* voetnoot 122. De ontwikkeling van commerciële en marketingactiviteiten werd wel toegelaten onder de Wet van 6 april 1995, de eigenlijke verhandeling van de effecten van de ICB niet. In de praktijk sluiten de vermogensbeheerders distributieovereenkomsten met distributeurs die de verhandeling verzorgen in ruil voor een deel van het beheersloon van de beheerder.
4. Vandaag is beleggingsadvies een nevendienst. Naar aanleiding van de omzetting van de nieuwe MiFID-Richtlijn (*cf.* voetnoot 126) wordt dit een volwaardige beleggingsdienst.
5. In de praktijk hebben de meeste vennootschappen voor vermogensbeheer hier geen vergunning voor.

Zogenaamde "core services" zijn met grijze achtergrond aangeduid.

Deze tabel toont aan dat het moeilijk is om een algemene uitspraak te doen over welk statuut het best kan worden aangenomen. Dit hangt af van de concrete context waarin de vennootschap opereert. Maakt zij bijvoorbeeld deel uit van een groep waarin de verhandeling van ICB's door de bank wordt verzorgd, dan heeft de asset-managementvennootschap niet echt nood aan de bijkomende mogelijkheid die het nieuwe statuut haar biedt om deze dienst zelf te leveren. In andere gevallen kan deze optie bepalend zijn voor de keuze voor het UCITS-statuut.

In de mate waarin een asset-managementvennootschap gebruik maakt van de bijkomende mogelijkheden die haar statuut van beleggingsonderneming haar biedt, zal zij eveneens minder geneigd zijn om deze mogelijkheden op te geven door naar het UCITS-statuut over te stappen.

Ten slotte moet in overweging worden genomen dat voor een UCITS III-Beheervennootschap het collectieve beheer steeds de hoofdmoot van haar activiteiten moet uitmaken.

4.4.3.2. Aard van de regelgeving

Zowel het UCITS-statuut als het statuut van beleggingsonderneming zijn van Europese oorsprong en kunnen aanleiding geven tot een Europees paspoort. Het UCITS-paspoort biedt daarbij niet noodzakelijk meer voordelen dan het paspoort van beleggingsonderneming. In beide gevallen geldt dat de beheervennootschap resp. beleggingsonderneming niet kan worden *aangesteld* als beheerder van een buitenlandse ICB. Wel kan het beheer van een buitenlandse ICB haar worden gedelegeerd. Maar in dit opzicht biedt het UCITS-paspoort dus niets méér dan wat al mogelijk was onder het paspoort van beleggingsonderneming.

De basisrichtlijn m.b.t. het statuut van beleggingsondernemingen, de zgn. MiFID-Richtlijn[118], is een ander type van richtlijn dan de UCITS-Richtlijn. Ze is genomen onder de zogenaamde Lamfalussyprocedure. Onder deze procedure komen regels tot stand op vier niveaus:
– kadermaatregelen zijn vervat in de wetgeving die door Europees Parlement en Raad worden aangenomen (Level 1);
– de Europese Commissie, geadviseerd door CESR, implementeert deze in meer gedetailleerde regels (Level 2);
– de toezichthouders zorgen voor een consistente toepassing van de wetten en regels, voor het uitvaardigen van aanbevelingen bij interpretaties en voor het onderling vergelijken van de toezichtspraktijk (Level 3);
– de Europese Commissie staat in voor de uniforme toepassing van de wetgeving (Level 4).

Dat betekent dat de MiFID-Richtlijn zelf (Level 1) enkel kadermaatregelen bevat, die worden geëxpliciteerd in

118. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad, *PB*. L /2004/145 1: de opvolger van de Investment Services Directive uit 1992 (Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten *PB*. L 1993/141 27) die aan de Wet van 6 april 1995 ten grondslag lag.

meer gedetailleerde Level 2-regels, door de Europese Commissie uit te vaardigen op voorstel van CESR, dat hierover consultaties organiseert.

Tot op vandaag valt de UCITS-Richtlijn echter niet onder deze procedure. De regels zouden dus in principe *ab initio* gedetailleerder moeten zijn geweest. Helaas was dat niet het geval. De werkzaamheden in het zogenaamde Contact Committee, dat eveneens de Europese toezichthouders groepeerde en dat een aantal openstaande punten verder moest expliciteren, verliepen niet echt vlot. De Europese Commissie kwam ten slotte met twee aanbevelingen (*cf.* 3.2.). CESR organiseerde daarnaast een als "Level 3" aangemerkte consultatie met betrekking tot het overgangsregime van UCITS I naar UCITS III[119]. Intussen geraakte ook bekend dat de volgende herziening van UCITS-Richtlijn eveneens onder de Lamfalussyprocedure zal gebeuren.

In de praktijk is het niet alleen de Europese procedure die van belang is, maar ook de omzetting naar Belgisch recht. De Belgische wetgever heeft het statuut van de UCITS-Beheervennootschap voor zoveel als mogelijk geënt op dat van de MiFID-vennootschap. Zelfs waar de MiFID-vennootschappen zijn uitgesloten van de regels van de UCITS-Wet bestaan veelal vergelijkbare regels in de MiFID-wetgeving. Het lijkt er dan ook op dat de bijkomende regels die in de maak zijn voor MiFID-vennootschappen vroeg of laat ook zullen doorsijpelen in de UCITS-regelgeving. Dit onderscheid zal dus wellicht niet echt bepalend zijn voor de keuze om al dan niet van statuut te veranderen. Her en der gaan stemmen op om te komen tot een eengemaakt statuut van vermogensbeheerder.

4.4.3.3. Eén beheervennootschap

Een ontegensprekelijk voordeel van de nieuwe regeling is wel dat éénzelfde beheervennootschap nu zowel gemeenschappelijke beleggingsfondsen als beveks zal kunnen beheren (in dat laatste geval hetzij als aangestelde, hetzij als gedelegeerde beheervennootschap).

Onder de Wet van 4 december 1990 gold een *specialiteitsbeginsel*: het was beheervennootschappen verboden iets anders dan het beheer van beleggingsfondsen tot doel te hebben[120]. Er bestond een apart statuut voor beheervennootschappen van gemeenschappelijke beleggingsfondsen, dat niet in de mogelijkheid voorzag om ook aan discretionair portefeuillebeheer te doen voor andere cliënten. Omgekeerd mochten vermogensbeheerders geen gemeenschappelijke beleggingsfondsen beheren. Het nieuwe statuut laat dit wel toe.

Opdat deze beheervennootschap over een Europees paspoort zou kunnen beschikken is wel vereist dat zij door minstens één ICB met Europees paspoort (hetzij een gemeenschappelijk beleggingsfonds, hetzij een bevek) als beheerder is aangesteld[121].

4.4.4. Vervaging van het onderscheid tussen bevek en gemeenschappelijk beleggingsfonds

Het onderscheid tussen een gemeenschappelijk beleggingsfonds en een bevek was tot voor kort vrij scherp.

Gemeenschappelijke beleggingsfondsen zijn de oudste geregelde vorm van collectieve belegging. Hun geschiedenis gaat terug tot de oprichting in 1947 van het "Engelse Depot" door de Belgische Maatschappij voor Beleggingsbeheer, verkort BEMAB, die nog steeds actief is als beheervennootschap binnen de KBC-groep[122].

Een gemeenschappelijk beleggingsfonds is een onverdeeld vermogen zonder afzonderlijke rechtspersoonlijkheid, waaraan door de wet structurele eigenschappen zijn toegekend (wat neerkomt op een beperking van de contractuele vrijheid van de deelnemers)[123]. De deelnemers geven bij overeenkomst (het beheersreglement) aan een beheervennootschap de opdracht een deel van hun vermogen te beheren. De activa die deel uitmaken van het beleggingsfonds zijn de onverdeelde eigendom van de houders van de rechten van deelneming in het beleggingsfonds[124].

De bevek is van recentere datum en werd in ons Belgisch rechtsstelsel ingevoerd door de Wet van 4 december 1990. Een bevek heeft wel rechtspersoonlijkheid: het is een vennootschap. Het beheer van de portefeuille van de bevek kan worden gedelegeerd aan een vermogensbeheerder.

Tussen beide vehikels bestaat een fiscaal onderscheid, o.m. wat betreft de fiscale transparantie van het gemeenschappelijke beleggingsfonds (voor de fiscus wordt de

119. *Cf.* CESR-Consultatie, *cf.* voetnoot 37.
120. *Cf.* TISON, M., *o.c.*, randnr. 951.
121. *Cf.* art. 181 van de UCITS-Wet.
122. *Cf.* CORNELIS, L. en PEETERS, J., "De gemeenschappelijke beleggingsfondsen en -vennootschappen", in X, *De nieuwe beurswetgeving*, 1991, p. 294.
123. *Cf.* CORNELIS, L. en PEETERS, J., *o.c.* , p. 322.
124. *Cf.* DEWULF-VERSTRAETEN, S. en KEPPENNE, J.-P., *o.c.*, p. 471.

belegger geacht te hebben belegd in de instrumenten waarin het gemeenschappelijke beleggingsfonds belegt) die we niet terugvinden bij de bevek (voor de fiscus belegt de belegger in de bevek zelf, niet in de instrumenten waarin de bevek belegt). Ook het beurstaksregime is verschillend. Deze verschillen blijven onverminderd bestaan.

Een aantal andere onderscheidende criteria vervagen echter in de nieuwe UCITS-Wet. Enerzijds krijgt het gemeenschappelijke beleggingsfonds meer en meer vennootschapstrekjes. De Wet van 1990 had al ingevoerd dat in een aantal gevallen algemene vergadering van deelnemers moest worden bijeengeroepen[125]. De nieuwe wet gaat een stuk verder. Zo zal er jaarlijks een algemene vergadering van deelnemers *moeten* worden gehouden[126]. Ook de commissaris zal door de algemene vergadering van deelnemers moeten worden aangesteld[127]. Gelet op het legendarische absenteïsme van de deelnemers op deze vergaderingen is de vraag of dit voor de betrokken ICB's niet louter een kostenverhogende factor zal zijn. De bijeenroeping van dergelijke vergaderingen impliceert immers oproepingen in de pers etc. Ook de regels m.b.t. de vereffening en de herstructurering van ICB's worden naar analogie op de gemeenschappelijke beleggingsfondsen van toepassing gemaakt (*cf.* hierboven onder 4.3.7.).

Omgekeerd vertoont met name de bevek die een beheervennootschap heeft aangesteld, structurele gelijkenissen met een gemeenschappelijk beleggingsfonds. Net als het gemeenschappelijk beleggingsfonds kan deze ICB eenvoudig niet bestaan zonder haar beheervennootschap. Het is de aangestelde beheervennootschap die de ICB beheert, zonder dat de Raad van Bestuur daar zelfs maar controle over uitoefent, tenzij voor wat betreft de aanstelling en eventueel de intrekking van het mandaat van de aangestelde beheervennootschap.

Helaas heeft de wetgever deze lijn op een aantal vlakken niet doorgetrokken. Zo blijven aandelenklassen en compartimenten voorbehouden voor beveks, daar waar ze in andere rechtsstelsels wel openstaan voor gemeenschappelijke beleggingsfondsen.

4.5. Nieuwe regels voor bekende producten

De nieuwe regelgeving heeft ook op het domein van de producten niet enkel impact op de beleggingsfondsen met Europees paspoort maar ook op de Belgo-Belgische fondsen[128]. In dit deel gaan we niet zozeer in op alle nieuwe opportuniteiten van UCITS III als wel op de impact op het Belgo-Belgische fondsenregime.

Onder de Wet van 1990 waren een aantal van de mogelijkheden die nu in het UCITS III-pakket zitten al beschikbaar voor ICB's zonder Europees paspoort. Deze Belgo-Belgische fondsen worden onder de UCITS-Wet opnieuw geijkt op Europese standaarden.

4.5.1. Kapitaalbeschermde fondsen

Kapitaalbeschermde fondsen vormen een substantieel deel van de Belgo-Belgische fondsen onder de Wet van 1990. Zelfs op Europees niveau vertegenwoordigen ze een niet onaardig aandeel[129].

Kapitaalbeschermde fondsen hebben twee luiken: enerzijds een vastrentend deel en anderzijds een zogenaamd optiedeel. Het vastrentend deel bestaat bijvoorbeeld uit termijnrekeningen waarvan de hoofdsom zorgt voor de kapitaalbescherming op eindvervaldag. De opbrengsten van het vastrentend deel worden geswapt in het kader van OTC-derivaten (het optiedeel), die zorgen voor een eventuele meerwaarde.

De UCITS-Wet heeft een impact op beide aspecten.

4.5.1.1. Het vastrentend deel

Onder de Wet van 1990 was de regelgeving van Belgo-Belgische kapitaalbeschermde fondsen, bij gebrek aan expliciete wetgeving, gebaseerd op het beleid terzake van de CBF[130]. Dit beleid bepaalt dat de beleggingspolitiek van een kapitaalbeschermd fonds moet voorzien in een spreiding van de vastrentende beleggingen. Termijnreke-

125. *Cf.* art. 113 van de Wet van 1990 (bijeenroeping op vraag van 1/5 van de deelnemers om de beheervennootschap te vervangen; beslissing tot wijziging van de categorie van toegelaten beleggingen, tot inbreng van de activa in een andere ICB of tot vereffening; bijeenroeping "telkens als het beheersreglement het voorziet"). Dit was op dat ogenblik een nieuwigheid: voordien bestond geen verplichting tot bijeenroeping (*cf.* KRUITHOF, M., *o.c.*, p. 608-609.; DEWULF-VERSTRAETEN, S. en KEPPENNE, J.-P., *o.c.*, p. 472; CORNELIS, L. en PEETERS, J., *o.c.*, p. 323-324).
126. Art. 13 § 1 van de UCITS-Wet.
127. Art. 13 § 1 van de UCITS-Wet
128. Per 31 december 2004 vertegenwoordigden deze Belgo-Belgische fondsen met 60,84 miljard EUR 61,6% van de fondsen naar Belgisch recht. Bron: BeAMa.
129. Met 35,3 miljard EUR per 30 december 2004 vertegenwoordigen de kapitaalbeschermde fondsen naar Belgisch recht 19,6% van de Europese markt van kapitaalbeschermde fondsen. Zij bekleden daarmee de derde plaats na de kapitaalbeschermde fondsen naar Frans en Spaans recht maar voor die naar Luxemburgs recht. Bron: EFAMA.
130. Deels terug te vinden in CBF, *Jaarverslag 1995-1996*, p. 135.

ningen moeten worden aangehouden bij minstens drie tegenpartijen, met een maximumlimiet van 60% van de activa bij één tegenpartij. Zo werden portefeuilles opgebouwd waarbij 60% werd geïnvesteerd bij één kredietinstelling en tweemaal 20% bij andere kredietinstellingen. Als het om verschillende rechtspersonen ging konden de drie betrokken kredietinstellingen behoren tot dezelfde financiële groep.

De UCITS-Wet introduceert voor alle Belgische fondsen, inclusief de Belgo-Belgische, een beperking van 20% per tegenpartij. Deze limiet moet bovendien worden berekend op geconsolideerd tegenpartijniveau[131]. Als de drie tegenpartijen tot één groep behoren worden ze als één tegenpartij aanzien en mogen ze samen nog maximum 20% vertegenwoordigen.

Gezien het belang van kapitaalbeschermde fondsen voor de Belgische markt en gezien de bovenstaande verandering, is het niet verwonderlijk dat de impact van deze wijziging in de regelgeving niet beperkt is tot de portefeuille van de kapitaalbeschermde fondsen maar zich ook breder in de Belgische financiële sector laat voelen. Terwijl onder de Wet van 1990 een financiële groep vaak het geheel van de vastrentende beleggingen van de kapitaalbeschermde "huisfondsen" onder zich had, wordt dit nu gereduceerd tot een vijfde. De Belgische banken reageerden gezamenlijk op deze wijziging. De Belgische autoriteiten houden echter vast aan de uitbreiding van de strikte UCITS-regels naar de Belgo-Belgische fondsen.

4.5.1.2. Het optiedeel

Onder de Wet van 1990 kan een kapitaalbeschermde ICB haar volledige OTC-derivatenpositie indekken bij één enkele tegenpartij, bijvoorbeeld een kredietinstelling van de financiële groep die het beleggingsfonds promoot. Dit kan een aantal voordelen met zich meebrengen[132].

De nieuwe Belgische regelgeving voert ook voor Belgo-Belgische ICB's een maximumlimiet in van 10% voor het tegenpartijrisico dat een fonds mag hebben op één enkele OTC tegenpartij (indien deze tegenpartij een kredietinstelling is, zoniet geldt een limiet van 5%)[133]. Sommige structuren zijn echter niet werkbaar met meer dan één tegenpartij. Dat is o.m. het geval voor de "callable" structuren, die vervroegd kunnen worden beëindigd op initiatief van de OTC-tegenpartij. Vermits een dergelijke "call" ertoe leidt dat de ICB vervroegd op eindvervaldag komt is het cruciaal dat de hele derivatenpositie op dezelfde manier wordt behandeld, wat niet verzekerd is als met verschillende tegenpartijen wordt gewerkt.

4.5.1.3. Verzachtende maatregelen

Gelet op het belang van de Belgische kapitaalbeschermde fondsen voor de bredere Belgische financiële sector en gezien het feit dat dit de enige fondsenniche is waar België een plaats op de Europese markt kan claimen[134], kan het verwondering wekken dat de Belgische regelgever ook in dit domein de bestaande Belgo-Belgische regeling verlaat en overstapt naar de hierboven beschreven strengere UCITS-regels.

Een onverkorte toepassing van de vermelde regels zou ongetwijfeld schade berokkenen aan dit fondsensegment, zonder evidente meerwaarde voor de beleggers. De soep wordt echter niet zo heet gegeten als ze wordt geserveerd en enkele verdere maatregelen temperen in de praktijk de impact van deze nieuwe regels.

Hoger is al besproken dat, gegeven de regels voor de berekening van het risico en de inachtname van *collateral*, voldoende mogelijkheden bestaan om te voorkomen dat deze drempel wordt bereikt (zie 3.2.1.2.). Dat is een goede zaak. Dankzij het gebruik van *collateral* kan een ICB met kapitaalbescherming haar derivatenpositie nog steeds indekken bij een enkele OTC-tegenpartij zonder de nieuwe wettelijke beperkingen op tegenpartijrisico te overtreden.

Artikel 46 § 3 van het UCITS-KB voorziet bovendien dat bepaalde begrenzingen voor Belgo-Belgische kapitaalbeschermde of kapitaalgegarandeerde fondsen enkel worden gecontroleerd bij de inschrijving van het fonds op de lijst van de CBFA. Het betreft de spreidingsregels voor de activa die onderliggend zijn aan een derivaat in een dergelijk fonds. Zonder deze bepaling had de evolutie van bijvoorbeeld de onderliggende korf van aandelen ertoe kunnen leiden dat de afgesloten OTC-transacties zouden

131. *Cf.* art. 34 § 1 tweede lid en art. 34 § 5 derde lid *in fine* van het UCITS-KB.
132. De kredietinstelling kan bv. als centraliserende contractpartij fungeren tussen het beleggingsfonds en verscheidene externe tegenpartijen. De ICB sluit een overeenkomst af met de kredietinstelling, die zich op haar beurt indekt bij verschillende externe marktpartijen. Hierdoor wordt onrechtstreeks een wenselijke diversificatie tussen verschillende marktpartijen en de prijsconcurrentie bereikt. Bijkomend pluspunt voor de ICB is dat ze maar één contractuele relatie hoeft te hebben met een bekende tegenpartij en dat ze kan genieten van de schaalvoordelen en de expertise die deze centraliserende contractpartij kan gebruiken naar de externe tegenpartijen, wat niet noodzakelijk mogelijk zou zijn in een rechtstreekse relatie tussen het beleggingsfonds en de externe tegenpartijen.
133. *Cf.* art. 34 § 1 derde lid van het UCITS-KB.
134. *Cf.* voetnoot 137.

moeten worden heronderhandeld, wat meestal een substantiële kost met zich meebrengt.

De regels voor de deposito's waarin mag worden belegd zijn eveneens wat soepeler: in tegenstelling tot de fondsen met Europees paspoort is voor de fondsen zonder Europees paspoort niet vereist dat de deposito's waarin wordt belegd onmiddellijk opeisbaar of opvraagbaar zijn en dat ze binnen een periode van ten hoogste 12 maanden vervallen[135].

Ten slotte worden *bijzondere overgangsmaatregelen* voorzien die een onmiddellijke impact op de kapitaalbeschermde fondsen vermijden. De UCITS-Wet laat toe dat fondsen met een vaste vervaldag nog tot 13 februari 2007 kunnen worden gelanceerd onder het regime van de Wet van 1990 en dat ze daaronder blijven functioneren tot de eindvervaldag, ook al ligt die ver na 13 februari 2007 (*cf.* 4.8.2.3.2.).

4.5.2. Index-trackers

Index-trackers zijn een ander type van Belgo-Belgische ICB's onder de Wet van 1990[136]. Deze ICB's volgen ("tracken") een bepaalde index. Voor zover ze zich aan alle UCITS-spreidingsregels hielden konden index-trackers een UCITS I-paspoort krijgen. Nochtans was er een potentieel conflict tussen de doelstelling om de index te volgen en de UCITS-spreidingsregels (met name de 5-10-40%-regel)[137]. Deze regel kan een fonds immers noodzaken om bepaalde participaties te onderwegen ten aanzien van de positie die ze hebben in de index, waardoor een "tracking-error" wordt veroorzaakt[138].

Vandaar dat het KB van 1991 een bijzonder regime voorzag voor Belgo-Belgische index-trackers. Een index-tracker heeft tot doel om een index te volgen en wordt bijgevolg vrijgesteld van diversificatieregels maar moet dan wel "steeds nauw aansluiten" bij de samenstelling van de gekozen index.

De UCITS III-Richtlijn, en in haar spoor de nieuwe Belgo-Belgische regelgeving, maken deze keuze niet zo scherp. "Nauw aansluiten" bij een index volstaat op zich niet, index-trackers moeten ook aan bepaalde diversificatieregels voldoen[139]. De nieuwe regelgeving combineert de doelstelling om de samenstelling van een index te volgen met de beperking dat maximum 20% van de activa mag worden belegd in één enkele emittent. Een enkele uitzondering tot 35% is toegestaan in geval van marktoverwicht van die ene emittent in de gekozen index. Bovendien moet de gekozen index door de CBFA worden beoordeeld en goedgekeurd op basis van spreiding, representatief karakter en publiciteit.

Het doortrekken van deze Europese regels naar de Belgo-Belgische reglementering kan er toe leiden dat bestaande index-trackers verplicht hun beleggingsbeleid moeten wijzigen teneinde een gepaste index te vinden. Het is zelfs betwijfelbaar of een Belgo-Belgisch index-trackerfonds op de BEL20 nog tot de mogelijkheden zal behoren[140].

4.5.3. Dakfondsen

4.5.3.1. Einde van het pure dakfondsenconcept

Onder het KB van 1991 zijn dakfondsen echte dakfondsen, in de mate dat zij maar 15% van hun portefeuille in andere activa dan fondsen mogen beleggen[141].

UCITS III en de nieuwe Belgische regelgeving weerhouden dit pure dakfondsenconcept niet. Onder de nieuwe regelgeving zijn UCITS en, onder bepaalde voorwaarden, ook ICB's zonder Europees paspoort, gewoon een bijkomend instrument waarin een ICB kan beleggen, naast de andere instrumenten. Dit kan leiden tot gemengde fondsen die directe beleggingen in toegelaten financiële instrumenten combineren met beleggingen in fondsen.

In praktijk kan een andere regel echter de proliferatie van dergelijke fondsen beperken. De nieuwe regelgeving bepaalt immers dat een ICB maar in een ander fonds mag beleggen indien dat onderliggende fonds zichzelf, op basis van de statuten of het beheersreglement, heeft beperkt om niet meer dan 10% in fondsen te beleggen[142]. Bijgevolg sluit elk fonds dat zichzelf niet expliciet de beperking

135. Vergelijk art. 45 § 1, 7° van het UCITS-KB (regel van toepassing op de ICB's zonder Europees paspoort) met art. 32 § 1, 7° (regel van toepassing op ICB's met Europees paspoort). Deze regel geldt voor alle ICB's die in deposito's beleggen, maar is, gelet op de beheerstechniek die ze gebruiken, met name belangrijk voor bepaalde ICB's met kapitaalbescherming.
136. *Cf.* art. 59 § 2 van het KB van 1991.
137. *Cf.* voetnoot 30.
138. Uit het Jaarverslag van 1998-1999 blijkt dat ook de CBF zich bewust was van dit potentieel probleem.
139. *Cf.* art. 22*bis* van de Product-Richtlijn en art. 37 van het UCITS-KB.
140. In 2002 bleef de BEL20 index maar nipt binnen deze grenzen. Fortis vertegenwoordigde toen 20% en Dexia 19,9%. De kans dat de BEL20 meer dan één aandeel met een gewicht van meer dan 20% zou bevatten, was dan ook reëel. Eventuele toekomstige initiatieven van Euronext om de index te beperken tot 15 aandelen kunnen ook een impact hebben.
141. *Cf.* art. 59*bis* van het KB van 1991.
142. *Cf.* art. 19(1)e van de Product-Richtlijn en art. 32 § 1, 5° en 6°, f van het UCITS-KB.

oplegt om maximum 10% in fondsen te beleggen, zich uit als toegelaten belegging voor een ander dakfonds.

4.5.3.2. Participatiegraad van dakfondsen in onderliggende fondsen

Onder het KB van 1991 bestond discussie over de omvang van de participaties die een dakfonds mag aanhouden in de onderliggende fondsen. Dit moet worden gezien in het kader van zowel het verbod om invloed uit te oefenen op het onderliggende fonds[143] als van de mogelijke impact van het dakfonds op de stabiliteit en de liquiditeit van het onderliggende fonds[144].

Een deel van het debat was toegespitst op de vraag naar het gepaste toepassingsniveau van de betreffende beperkingen in het geval van fondsen met meerdere compartimenten. De UCITS III-Richtlijn stelt dat maximum 25% van het onderliggende fonds in handen mag zijn van het bovenliggende fonds (de "25%-regel") maar expliciteert niet op welk niveau deze grens dient te worden toegepast. Het is m.a.w. onduidelijk of het bovenliggende fonds niet meer dan 25% *van één compartiment* dan wel *van een volledige ICB, alle compartimenten samengenomen* in handen mag hebben. Het verschil is in de praktijk aanzienlijk: per compartiment bekeken wordt de grens veel sneller bereikt.

De Luxemburgse regelgever nam al in december 2002 een standpunt in. In de commentaren op het ontwerp van de Wet van 20 december 2002 duidt hij aan dat aangezien het hier een controleregel betreft, en niet een diversificatieregel, deze limiet toe te passen is op de bevek in zijn geheel, ongeacht het bestaan van verschillende compartimenten[145].

De Belgische wetgever was initieel niet geneigd deze positie te volgen en hield in de ontwerpteksten van het UCITS-KB vast aan de strengere visie door expliciet te stellen dat deze grens op ieder afzonderlijk compartiment van toepassing was. Dit zou ertoe hebben geleid dat de beleggingen van een Belgisch dakfonds in een Belgisch onderliggend fonds meer beperkt zou zijn dan de beleggingen van hetzelfde dakfonds in gelijkaardige compartimenten van Luxemburgse fondsen. Bij grensoverschrijdende beleggingen valt de 25%-regel, uitzonderlijk, niet binnen de bevoegdheid van het thuisland van het dakfonds, maar onder de bevoegdheid van het land van het onderliggende fonds (in ons voorbeeld Luxemburg). Overeenkomstig een aanbeveling van de Raad die een interpretatie biedt van artikel 25 van de UCITS I-Richtlijn behoort de toepassing van de beperkingen op de invloed op onderliggende emittenten immers tot de bevoegdheid van de Lidstaat van deze onderliggende emittent[146]. Aangezien de nieuwe 25%-regel van dezelfde aard is en wordt ingevoegd onder hetzelfde artikel van de richtlijn kan de interpretatie van de Raad ook hier worden toegepast.

De finale versie van het UCITS-KB heeft de expliciete vermelding dat deze limiet wordt toegepast op compartimentsniveau weggelaten uit artikel 41 § 2. De belangrijkste bekommernis van Belgische wetgever is echter te vermijden dat substantiële participaties door dakfondsen zouden leiden tot situaties waarbij een actie van deze grote aandeelhouder de kleinere retailbeleggers in hetzelfde fonds zou benadelen. Zo zou een uittreding door het dakfonds de noodzakelijke kritische massa aan activa onder beheer uit het fonds kunnen halen, en zo de overige beleggers kunnen opzadelen met de kosten van een liquidatie van het fonds. Tegenover de versoepeling van de interpretatie van de 25%-regel staan dan ook nieuwe regels betreffende de partij die de kosten van een liquidatie van een fonds moet dragen indien in een periode van 12 maanden voor de liquidatie enkele belangrijke beleggers zijn uitgetreden (*cf.* hierboven onder punt 4.3.7.1.).

4.6. Nieuwe regels voor nieuwe producten

4.6.1. Hedge funds

Het UCITS-KB voorziet hedge funds als een nieuw type Belgo-Belgische ICB. Het gaat om een eerste initiatief van een zeer voorzichtige wetgever, die zeer strikte beperkingen oplegt.

Belgo-Belgische "hedge funds" zullen kapitaalbescherming of -garantie moeten bieden en een instrument (bv. een swap) kunnen gebruiken dat hen toelaat om op eind-

143. *Cf.* art. 60 § 1 van het KB van 1991: "Een beleggingsvennootschap of een beheervennootschap mag, voor het geheel van de beleggingsfondsen die zij beheert, niet zoveel aandelen met stemrecht verwerven dat zij daardoor invloed van betekenis kan uitoefenen op het bestuur van een emittent".

144. *Cf.* art. 59*bis* § 1, 6° van het KB van 1991: "de hoeveelheid rechten van deelneming die zij in een andere beleggingsinstelling verwerft, mag niet tot gevolg hebben dat, bij realisatie van haar activa, de liquiditeit van haar eigen belegging of de stabiliteit van de beleggingsinstelling waarin zij belegt, in het gedrang zou komen. Het bezit van tien percent van de rechten van deelneming uitgegeven door een andere beleggingsinstelling, wordt vermoed conform te zijn aan het eerste lid. Een beleggingsinstelling die meer dan tien percent bezit van de rechten van deelneming uitgegeven door een andere beleggingsinstelling, moet in haar jaarverslag verantwoorden dat zij ondanks deze overschrijding voldoet aan de voorwaarden van het eerste lid".

145. *Cf.* art. 48 van de artikelsgewijze commentaar bij het de Wet van 20 december 2002.

146. 85/612/EEG Aanbeveling van de Raad van 20 december 1985 betreffende art. 25 lid 1 tweede alinea, van Richtlijn 85/611/EEG, *PB.* L 375, 31 december 1985, p. 19 en TISON, M., *o.c.*, p. 477.

vervaldag te genieten van het rendement van ofwel een Europees dakfonds van hedge funds, ofwel een korf van Europese hedge funds, ofwel een hedge fund-index (indien deze index voldoet aan de voorwaarden voor index-trackers inzake marktrepresentativiteit, diversificatie en publiciteit).

De toekomst zal uitwijzen of dergelijke regeling de Belgo-Belgische fondsen toelaat te concurreren met hedge funds die op onze markt kunnen worden gecommercialiseerd onder de vorm van andere beleggingsinstrumenten of zelfs onder de vorm van buitenlandse UCITS III-fondsen met Europees paspoort. Met betrekking tot dit laatste kan worden verwezen naar de stelling van de Ierse, Luxemburgse en Britse autoriteiten die hedge fund-indices aanvaarden als index voor UCITS III-index-trackers (die niet noodzakelijk kapitaalbeschermd zijn)[147].

4.7. Vereenvoudigd prospectus?

4.7.1. Opbouw van het prospectus

Eén van de "nieuwigheden" van de UCITS III-Richtlijn betreft de prospectusverplichtingen. Voortaan is er een vereenvoudigd prospectus voor de modale belegger en een volledig prospectus voor de kenner die zich in de materie wil verdiepen. Het eerste moet bij de inschrijving worden overhandigd, het tweede is, net als de periodieke verslagen, op verzoek gratis te verkrijgen. Het vereenvoudigd prospectus dient volgens de Europese Commissie te worden gebruikt als "enig verkoopinstrument" dat, voor wat ICB's met een Europees paspoort betreft, ongewijzigd (afgezien van de vertaling) kan worden gebruikt in alle Lidstaten waar de ICB is aangemeld[148].

Op zich is dit een loffelijk initiatief, dat tot doel heeft de informatieverstrekking aan de beleggers te verbeteren. Alleen is de vraag of het zijn doel niet zal voorbijschieten.

Vooreerst worden de prospectusverplichtingen verzwaard[149] doordat een aantal bijkomende vermeldingen moeten worden opgenomen, met name:
– informatie die nodig is om de aan de aangeboden belegging verbonden risico's te kunnen beoordelen;
– informatie over het risicoprofiel van de ICB;
– informatie over het historisch rendement van de ICB;
– informatie over de regels voor overstap naar een ander compartiment;
– totale kostenratio.

Een aantal van deze gegevens komen al voor in het jaarverslag. Ze moeten nu dus ook in het prospectus worden opgenomen, en binnen de maand na de publicatie van het jaarverslag worden bijgewerkt[150].

De opname van de totale kostenratio zal de transparantie ongetwijfeld verhogen en de belegger toelaten om ICB's op dit vlak met elkaar te vergelijken.

Het jammere is echter dat het zogenaamde vereenvoudigde prospectus in de praktijk nauwelijks eenvoudiger wordt dan het volledige prospectus, en in elk geval ingewikkelder dan het verkorte prospectus dat de Belgische belegger vandaag kent. De lijst van verplichte vermeldingen is indrukwekkend lang. Voor de Belgische markt is dit een ommezwaai.

Sinds de circulaire van de CBF van 1997[151] zijn we immers gewend aan een modulaire prospectusopbouw, waarbij enerzijds overlappingen zoveel mogelijk worden vermeden en anderzijds gestreefd wordt naar duidelijke en beknopte informatie.

Vandaag bestaat een prospectus uit volgende onderdelen:
– de voorstelling van de ICB (het zogenaamde "algemene deel van het prospectus");
– de lijst van de compartimenten, met vermelding van de datum van goedkeuring door de CBFA;
– de voorstelling van elk van die compartimenten;
– het beheersreglement of de statuten.

Daarnaast bestaat een algemene informatienota over de ICB's, waarin de algemene kenmerken van ICB's worden toegelicht aan de hand van een lijst van "veel gestelde vragen". De eerste drie vermelde onderdelen vormen samen het verkorte prospectus. In de regel beslaat de voorstelling van het compartiment daarbij hooguit enkele bladzijden.

Daarin zal onder de nieuwe regeling zeker verandering komen. Het prospectus "nieuwe stijl" wordt iets dat het midden houdt tussen een marketing- en een juridisch document, met enerzijds variabele informatie over de performance en de kosten van de ICB en anderzijds een

147. De Britse en Luxemburgse toezichthouders keurden reeds een dergelijk UCITS III-fonds goed. De Ierse toezichthouder zou bereid zijn dit ook te doen. Bron: Dillon Eustace, Dublin.
148. Eerste considerans van de Prospectus-Aanbeveling.
149. De Memorie van Toelichting gewaagt met een understatement van "lichtjes aanscherpen" van de informatieverplichtingen (*Parl. St.*, Kamer, 2003-2004, nr. 0910, p. 13; in dezelfde zin CBFA, *Jaarverslag 2002-2003*, p. 181).
150. *Cf.* art. 11, vierde lid van het UCITS-KB.
151. Omzendbrief ICB 1/97 m.b.t. informatieverstrekking aan de beleggers in rechten van deelneming in ICB's.

overzicht van haar juridische en beleggingstechnische kenmerken, met bijzondere aandacht voor de risico's. De verwachting is dat de sector in samenspraak met de CBFA een nieuw standaardprospectus zal ontwikkelen.

Voor buitenlandse ICB's zal, ondanks de bewoordingen van de UCITS-Richtlijn en van de Prospectus-Aanbeveling, naast het vereenvoudigde prospectus nog steeds een addendum met informatie over de verhandeling in België moeten worden opgesteld. Volgens de CBFA behoort deze informatie tot het *volledige* prospectus en kan zij daarom worden gevraagd door de autoriteit van het land van ontvangst[152].

4.7.2. Update

Het prospectus "nieuwe stijl" zal minstens jaarlijks moeten worden bijgewerkt. Om te vermijden dat dit tot een administratieve flessenhals zou leiden voorziet het UCITS-KB dat een aantal bijwerkingen niet vooraf door de CBFA moeten worden goedgekeurd. De betrokken gegevens behoren tot volgende categorieën[153]:

- feitelijke gegevens (naam en adres) met betrekking tot de betrokken vennootschappen en hun organen;
- wijzigingen die in het voordeel of minstens niet in het nadeel van de belegger zijn (kostenverminderingen, verhoging van de frequentie van berekening van de netto-inventariswaarde, wijziging van de frequentie waarmee provisies en kosten worden aangerekend, aanpassing van de gegevens n.a.v. de schrapping van de verhandeling op een georganiseerde markt);
- updates van bepaalde gegevens die uit hun aard aan wijziging onderhevig zijn (risico-indicator, historisch rendement, totale kostenpercentage, lijst van compartimenten, verwijzing naar geldende wetgeving, wijziging van de samenstelling van de korf overeenkomstig in het prospectus beschreven modaliteiten);
- niet-wezenlijke wijzigingen van het beleggingsbeleid die voortvloeien uit de evolutie van de financiële markten, voor zover deze wijzigingen worden doorgevoerd vóór de aanvang van de initiële inschrijvingsperiode (in de praktijk betreft dit wijzigingen aan de voorwaarden van ICB's met kapitaalbescherming ingevolge marktevoluties tussen het ogenblik van indiening van het prospectus bij de CBFA en de effectieve start van de initiële inschrijvingsperiode).

4.7.3. Taal

Positief is alvast dat het onder de nieuwe wetgeving mogelijk zal zijn om een prospectus te verspreiden in een andere dan een landstaal, voor zover die "in België gangbaar is in financiële zaken en door de CBFA is aanvaard"[154], bijvoorbeeld het Engels. Dit kan zeker bijdragen tot het verhogen van de aantrekkelijkheid van België als thuisstaat voor UCITS die voor andere Europese markten zijn bestemd. Voor zover men zich tot Belgische beleggers richt, zal een vertaling van het vereenvoudigde prospectus echter wel noodzakelijk zijn.

4.7.4. Soft commissions en "fee sharing"

Kenmerkend voor de nieuwe UCITS-wetgeving is de aandacht voor de kostenstructuur. We vermeldden reeds dat het prospectus de totale kostenratio moet bevatten. De algemene regel lijkt te zijn dat bepaalde kosten niet zozeer radicaal worden verboden als wel transparanter moeten worden gemaakt.

Een typisch voorbeeld hiervan zijn de zogenaamde "soft commissions". Dit zijn voordelen in natura[155] die beheerders van ICB's soms ontvangen van beleggingsondernemingen op wie zij beroep doen voor de uitvoering van hun orders. Deze praktijk wordt niet verboden, maar wel geregeld[156]. Samengevat komt de regeling erop neer dat de bekomen voordelen in het belang van de ICB moeten zijn[157], dat de beheerder een "soft commissions"-beleid moet hebben[158], dat het prospectus het bestaan van deze commissies moet vermelden en dat de beheerder aan de Raad van Bestuur van de ICB, aan de CBFA en aan de beleggers (in het jaarverslag) moet rapporteren.

Ook wat betreft zogenaamde "fee sharing"-overeenkomsten bevat de regelgeving een kaderregeling. De beheerder mag zijn beheersvergoeding delen *met een entiteit die ook*

152. *Cf.* CBF, *Jaarverslag 2002-2003*, p. 182; de informatie heeft o.m. betrekking op het fiscaal statuut van de belegging voor de Belgische individuele belegger en op de aspecten in verband met de toelating tot de verhandeling op een Belgische gereglementeerde markt.
153. *Cf.* art. 14 van het UCITS-KB.
154. *Cf.* art. 117, lid 2 UCITS-KB. De statuten moeten wel in één van de landstalen worden opgesteld.
155. Bv. onder vorm van research, van abonnementen op informatiekanalen als Bloomberg etc.
156. *Cf.* art. 61 van het UCITS-KB.
157. De keuze voor een orderuitvoerder moet ook los van de bekomen soft commissions verantwoord zijn; de bekomen voordelen moeten het beheer ondersteunen; de voordelen mogen niet aan natuurlijke personen worden toebedeeld.
158. Dit beleid moet minstens volgende aspecten omvatten: (1) percentage van zijn vergoeding dat door soft commissions kan gedekt worden; voor welke instellingen voor collectief beheer, voor welk type van beheer, voor welke soort van verrichtingen en voor welk percentage van betaalde provisies en kosten voor portefeuilletransacties van de ICB soft commissions kunnen; hoe ze worden verdeeld over de verschillende ICB's; hoe een passende interne controle wordt georganiseerd.

"beheerstaken in de zin van de Wet" verricht[159], voor zover deze regeling niet kostenverhogend is en er een schriftelijke door de ICB goedgekeurde overeenkomst aan ten grondslag ligt.

Ook hier vermeldt het prospectus het bestaan en wordt in het jaarverslag gerapporteerd.

In de praktijk betreft deze vorm van "fee sharing" de betaling door de beheerder van een vergoeding aan de distributeur van "zijn" fondsen. De distributeur zorgt immers voor een toename van het beheerde vermogen (de "assets under management") van de beheerder. Ook vandaag is het zo dat beheerders een substantieel deel van hun beheersvergoeding doorstorten aan distributeurs, zodat de vergoeding die vandaag in het prospectus als "beheersvergoeding" wordt aangemerkt, in feite het beheer én de distributie omvat. Onder de nieuwe regelgeving zal de beheerder hierover transparant moeten zijn. De regelgever gaat niet zover dat hij de beheerders verplicht hun commerciële geheimen prijs te geven: de rapportering vermeldt de categorieën van begunstigden, niet elke individuele begunstigde, en vermeldt enkel het *globale* percentage van de vergoeding over de categorieën heen[160].

Daarnaast is "fee sharing" met beleggers mogelijk. Dit bestaat in de huidige praktijk ook: beheerders kennen bepaalde van hun institutionele beleggers een vergoeding toe voor het aanhouden van rechten van deelneming in de fondsen die zij beheren. De ontwerpteksten van het UCITS-KB over fee sharing waren het voorwerp van intense discussie tussen de CBFA en de sector. De uiteindelijke tekst kiest resoluut voor toelating mits disclosure in het prospectus: "Het prospectus vermeldt of de [beheerder zijn vergoeding kan] delen met deelnemers van de instelling voor collectieve belegging, inzonderheid in functie van de omvang van hun belegging"[161].

4.8. Overgangsmaatregelen

De overgangsmaatregelen van de UCITS-Wet zijn uitgebreid en complex. De uiteenzetting hieronder is een korte samenvatting die niet alle nuances kan weergeven.

Op te merken valt dat de overgangsregeling het voorwerp heeft uitgemaakt van een Consultation Paper van CESR, die resulteerde in op 3 februari 2005 gepubliceerde Guidelines. CESR adviseert om de door de richtlijnen gestelde overgangstermijnen in meerdere gevallen substantieel te verkorten. De Belgische regeling is niet op alle punten in overeenstemming met de aanbevelingen van CESR[162]. Naarmate de tijd tussen het stemmen van de wet en haar publicatie verder verstrijkt komen de relevantie en de uitvoerbaarheid van deze overgangsregeling echter meer en meer in het gedrang.

Met uitzondering van bepaalde Belgo-Belgische fondsen met bepaalde looptijd (*cf.* 4.8.2.3.2.) moeten alle Belgische ICB's in elk geval uiterlijk op 13 februari 2007 de bepalingen van de UCITS-Wet volledig naleven.

4.8.1. Beheervennootschappen

- Voor bestaande *beleggingsondernemingen*[163] geldt geen verplichting, wel een mogelijkheid om over te stappen naar het statuut van UCITS III-Beheervennootschap. We verwijzen voor de voorwaarden van dergelijke overgang naar onze bespreking hierboven onder 4.4. Een overstap is maar mogelijk voor zover de vennootschap enkel diensten verricht die zijn toegelaten voor een UCITS III-Beheervennootschap.
- Bestaande *beheervennootschappen*[164] krijgen tot 13 februari 2007 de tijd om zich aan te passen aan de nieuwe regels (substantievereisten etc.). Deze regeling geldt zowel voor UCITS-beheervennootschappen als voor niet-UCITS-beheervennootschappen.
  Let wel:
  - Om ICB's met *UCITS III*-statuut te beheren moet de beheervennootschap zelf ook het UCITS III-statuut hebben. Wil de beheervennootschap dus voor 13 februari 2007 een UCITS III beheren, dan zal zij

159. *Cf.* art. 62 § 1 van het UCITS-KB.
160. *Cf.* art. 62 § 3 van het UCITS-KB.
161. *Cf.* art. 63 van het UCITS-KB.
162. *Cf.* de CESR-Consultatie en CESR-Guidelines besproken in voetnoot 37. We beperken ons tot twee voorbeelden ter illustratie. CESR stelt voor dat tot 30 april 2006 een UCITS III kan worden beheerd door een beheervennootschap zonder UCITS-paspoort, mits deze de nieuwe regels m.b.t. risicobeheer respecteert (CESR-Guidelines vraag A, I, 1, p. 5); onder de UCITS-Wet is dit uitgesloten bij gebrek aan duidelijk statuut. Het lanceren van nieuwe UCITS I-compartimenten moet volgens CESR dan weer in de tijd worden beperkt tot 31 december 2005 (CESR-Guidelines vraag A, III, 1, p. 6), waar dit in de UCITS-Wet kan tot 13 februari 2007. Op dit punt zal de UCITS-Wet worden geamendeerd door de nieuwe wet betreffende de financiële conglomeraten: de termijn zal worden teruggebracht tot 31 december 2005 of een latere door de Koning te bepalen datum.
163. *Cf.* art. 231 van de UCITS-Wet.
164. *Cf.* art. 232 van de UCITS-Wet.

zich vroeger moeten schikken naar de nieuwe regels.

- Bepaalde regels treden onmiddellijk in werking[165]; het gaat hier, luidens de Memorie van Toelichting bij de UCITS-Wet, veelal niet om nieuwe bepalingen maar om bepalingen die zijn aangepast om ze af te stemmen op de andere analoge regelingen in de financiële wetgeving.

4.8.2. ICB's

Voor wat de overgangsregeling betreft moet het onderscheid worden gemaakt tussen volgende groepen:

– UCITS die zijn opgericht voor 13 februari 2002 (datum waarop de UCITS-Richtlijn werd aangenomen). Ook hier gaat het om *beleggingsvennootschappen* resp. *gemeenschappelijke beleggingsfondsen*, niet om *nieuwe compartimenten van bestaande beleggingsvennootschappen*. Deze groep noemen we "UCITS I";

– UCITS die zijn opgericht tussen 13 februari 2002 en 13 februari 2004 (datum waarop omzetting van de UCITS-Richtlijn in werking treedt of had moeten treden). Het gaat hier om *beleggingsvennootschappen* resp. *gemeenschappelijke beleggingsfondsen*, dus niet om *nieuwe compartimenten van bestaande beleggingsvennootschappen*. Deze groep zullen we hier "Proto-UCITS III" noemen;

– Belgo-Belgische fondsen (ICB's zonder Europees paspoort).

Voor de Proto-UCITS III geldt een strenger overgangsregime. Deze UCITS werden immers opgericht op een ogenblik waarop de nieuwe Europese regels al bekend waren. Vandaar dat de wetgever ervan uitgaat dat zij zich er sneller aan kunnen aanpassen.

4.8.2.1. UCITS I[166]

Volgende overgangsregeling is van toepassing:

– Vanaf de inwerkingtreding van de UCITS-Wet kunnen nieuwe *beleggingsvennootschappen* enkel onder het nieuwe regime worden opgericht. Een nieuwe UCITS I-beleggingsvennootschap oprichten kan dus niet.

– Sommige bepalingen van de UCITS-Wet treden onmiddellijk in werking[167] voor alle bestaande UCITS I. Het gaat om bepalingen die te maken hebben met de algemene modernisering van het Belgische wetgevend kader, niet met de omzetting van de UCITS-Richtlijn op zich.

– Voor het opstellen van een vereenvoudigd prospectus en een jaarverslag per compartiment geldt een overgangstermijn van 9 maanden na de inwerkingtreding van de UCITS-Wet[168].

– Voor alle overige bepalingen krijgen UCITS I tot 13 februari 2007 de tijd om zich aan de nieuwe regels aan te passen. Vroeger mag, maar moet niet.

– Zolang de UCITS I niet is omgezet mag ze nieuwe *compartimenten* onder het oude regime oprichten. Wil de UCITS compartimenten oprichten die van de nieuwe mogelijkheden gebruik maken, dan moet de hele beleggingsvennootschap omschakelen naar het nieuwe statuut: de beleggingsvennootschap moet "homogeen" zijn (geen combinatie UCITS I en UCITS III-compartimenten binnen dezelfde beleggingsvennootschap)[169].

4.8.2.2. Proto-UCITS III[170]

Zoals gezegd is de regeling strenger voor deze UCITS:

– Sommige bepalingen treden onmiddellijk in werking[171]. Het gaat ook hier om bepalingen die te maken hebben met de algemene modernisering van het Belgische wetgevend kader.

165. Hun zetel en hoofdbestuur moeten in België gevestigd zijn, hun doel dient een exclusief karakter te hebben, zij moeten zich conformeren aan de regels inzake fusie en overdracht van beheervennootschappen alsook aan de bepalingen betreffende het toezicht door de CBFA, het revisorale toezicht en de uitzonderlijke maatregelen en de sancties die de CBFA oplegt.
166. *Cf.* art. 234 UCITS-Wet.
167. De meest in het oog springende zijn de regels m.b.t. klassen van aandelen, regels m.b.t. herstructurering en vereffening van compartimenten, bepaalde regels m.b.t. het prospectus en reclame, regels m.b.t. de controle door CBFA en revisor, regels m.b.t. de algemene vergadering van houders van deelbewijzen in een gemeenschappelijk beleggingsfonds.
168. De CESR-Guidelines (vraag IV, 1, p. 7) bepalen dat het vereenvoudigd prospectus voor UCITS I-fondsen ten laatste op 30 september 2005 voorhanden moet zijn, en dit ondanks de waarschuwing van een aantal respondenten dat dit moeilijk zou zijn voor de fondsensector in bepaalde landen, omdat de richtlijnen nog niet overal in nationaal recht waren omgezet. Een suggestie om de overgangstermijn te verlengen voor zover de implementatie niet voorhanden zou zijn tegen februari/maart 2005 werd door CESR niet gevolgd (*cf.* CESR-Feedback, vraag IV, 1, p. 4).
169. *Cf.* de CESR-Guidelines besproken in voetnoot 37, vraag A, III, 2, p. 7: "Can a "passportable" UCITS III sub-fund be launched in a grandfathered UCITS I umbrella fund? In CESR's view this is not possible, because the whole umbrella fund including all the sub-funds should either be submitted to the regime of the Directive 85/611/EEC or to that of the new Directive 2001/108/EC."
170. *Cf.* art. 235 van de UCITS-Wet.
171. De meest in het oog springende zijn de regels m.b.t. klassen van aandelen, regels m.b.t. herstructurering en vereffening van compartimenten, bepaalde regels m.b.t. het prospectus en reclame, regels m.b.t. de controle door CBFA en revisor, regels m.b.t. de algemene vergadering van houders van deelbewijzen in een gemeenschappelijk beleggingsfonds.

– Voor alle overige bepalingen geldt een overgangstermijn van 9 maanden na de inwerkingtreding van de UCITS-Wet[172].
– In tegenstelling tot UCITS I mogen Proto-UCITS III geen nieuwe compartimenten oprichten onder het oude regime. Ook hier geldt de regel dat de beleggingsvennootschap "homogeen" moet zijn. Dit impliceert dat een Proto-UCITS III *moet* omschakelen naar volwaardig UCITS III-statuut om nieuwe compartimenten te kunnen oprichten.

4.8.2.3. Belgo-Belgische fondsen

4.8.2.3.1. Algemeen[173]

De overgangsregeling voor Belgo-Belgische fondsen is vergelijkbaar met die voor UCITS I, met dien verstande dat zij in principe niet over een Europees paspoort beschikken. Zodra zij zijn omgeschakeld naar het nieuwe regime, kunnen zij dit vragen, voor zover hun beleggingspolitiek overeenstemt met wat onder de UCITS-Richtlijn is toegestaan. Vaak zal dit het geval zijn, nu het Belgische regime bijna volledig wordt gealinieerd op het Europese (*cf.* 4.5.2. voor de index-trackers en 4.5.3. voor de dakfondsen).

4.8.2.3.2. Uitzonderingsregel voor fondsen met bepaalde looptijd[174]

Een uitzondering werd voorzien voor de Belgo-Belgische ICB's met bepaalde looptijd. Dit zijn de krachtlijnen:
– Vanaf de inwerkingtreding van de UCITS-Wet kunnen nieuwe beleggingsvennootschappen enkel onder het nieuwe regime worden opgericht.
– Compartimenten die onder het oude regime zijn opgericht blijven hierdoor beheerst tot op hun eindvervaldag, ook als deze na 13 februari 2007 valt.
  Dit is een belangrijke uitzonderingsregel. Bepaalde van de nieuwe regels zouden immers, als zij tijdens de looptijd van het compartiment van kracht zouden worden, leiden tot een belangrijke meerkost voor het compartiment. In extreme gevallen zou dit ertoe kunnen leiden dat de ICB niet meer in staat zou zijn haar beleggingsdoelstellingen na te komen.
– Tot 13 februari 2007 mag de ICB, zolang ze niet is omgezet, nieuwe *compartimenten* onder het oude regime oprichten. In combinatie met de vorige regel heeft dit tot gevolg dat deze ICB's na 13 februari 2007 "heterogeen" kunnen zijn. Compartimenten die na die datum worden opgericht zullen onder het nieuwe regime vallen, terwijl de op die datum bestaande compartimenten tot aan hun eindvervaldag door het oude regime zullen worden beheerst.

Een specifieke regel geldt bovendien m.b.t. het prospectus. Omdat fondsen met vaste looptijd zelden worden aangekocht na de initiële inschrijvingsperiode zouden de nieuwe prospectusverplichtingen (met o.m. een verplichte jaarlijkse update) tot nodeloos zware kosten zonder toegevoegde waarde kunnen leiden. Daarom is voorzien dat deze ICB's kunnen worden vrijgesteld van de verplichtingen onder het nieuwe prospectusregime, voor zover de ICB geen nieuwe inschrijvingen aanvaardt na de initiële inschrijvingsperiode.

Hoofdstuk 5. Besluit

De impact van "UCITS III" op het Belgische fondsenlandschap zal aanzienlijk zijn. Enerzijds zullen de Belgische ICB's (en dus ook de beleggers in Belgische fondsen) kunnen genieten van een moderner wetgevend kader, dat juridisch beter is uitgebouwd dan het oude. Ten opzichte van concurrerende jurisdicties wordt op een aantal vlakken, o.m. aandelenklassen, een inhaalbeweging gemaakt.

De vereisten die aan het beheer worden gesteld, zijn strenger en staan in verhouding tot de complexiteit van de instrumenten waarin de ICB mag beleggen. Wat het statuut van de beheervennootschappen zelf betreft is er niet echt sprake van een aardverschuiving.

De belegger zal meer informatie krijgen, al is het risico daar reëel dat hij door de bomen het bos nog amper zal zien. De informatie die de belegger voorgeschoteld krijgt zal meer op Angelsaksische leest worden geschoeid: de tekst wordt langer, maar niet noodzakelijk begrijpelijker.

Meer fondsen zullen een Europees paspoort kunnen krijgen. Tegelijk wordt het aanbod schraler, omdat er naast het UCITS-aanbod (al dan niet formeel met Europees paspoort) nog slechts in zeer beperkte mate eigen Belgische fondsen zullen kunnen worden opgericht. De UCITS-regels worden immers op het gros van de Belgische ICB's van toepassing. Het ruime overgangsregime voor Belgo-Belgische fondsen met kapitaalbescherming

172. De strengere norm van 30 september 2005 uit de CESR-Guidelines is ook hier van toepassing (*cf.* voetnoot 176).
173. *Cf.* art. 236 van de UCITS-Wet.
174. *Cf.* art. 236 § 2, lid 2, 4 en 5 van de UCITS-Wet.

verzacht het bloeden maar tijdelijk. Moeilijker wordt het bovendien voor buitenlandse ICB's die geen UCITS zijn om de Belgische markt te betreden. De spelregels zijn aanzienlijk strenger dan vroeger.

Vernieuwende producten brengen in ICB-verpakking wordt niet aangemoedigd. Wat hedge funds betreft wordt een aarzelende eerste stap gezet onder de vorm van ICB's met kapitaalbescherming gekoppeld aan bepaalde types van hedge funds of hedge fund indices. Nieuwe producten zullen waarschijnlijk niet onder UCITS-vorm worden gebracht, maar onder vorm van notes of Tak 23-beleggingsverzekeringen. Ook deze producten richten zich tot "modale" retailbeleggers. Toch zijn ze aan opvallend weinig regels gebonden. De vraag is of dat zo zal blijven.

Op het Belgische regelgevende niveau kijken we uit naar de implementatie van de concepten "institutionele ICB" en "private ICB". Intussen wordt op Europees niveau naarstig verdergewerkt aan het verder verfijnen van de UCITS-regelgeving. CESR heeft een mandaat gekregen om bepaalde concepten uit UCITS III te verduidelijken. De UCITS-saga is nog niet ten einde. We wachten op de volgende UCITS-trein.