

---

Vergaderjaar 2009–2010

---

**21 501-07**

**Raad voor Economische en Financiële Zaken**

**Nr. 676**

**BRIEF VAN DE MINISTER VAN FINANCIËN**

Aan de Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal

Den Haag, 13 oktober 2009

Tijdens het Algemeen overleg over de Ecofin Raad van 24 september jl. heeft het lid Irrgang (SP) vragen gesteld over het richtlijnvoorstel voor alternatieve beleggingsfondsen. Hierbij zend ik u de antwoorden op deze vragen.

De minister van Financiën,  
W. J. Bos

1

*In een Europees document staat dat een «overwhelming majority» van de lidstaten tegenstander is van de wijze waarop het richtlijnvoorstel omgaat met hedgefondsen van buiten de EU. Hoe kijkt Nederland hier tegenaan?*

Nederland deelt de vraagtekens die lidstaten zetten bij het door de Europese Commissie (EC) voorgestelde beleid t.a.v. alternatieve beleggingsfondsen en hun beheerders uit niet-EU-landen. Hieronder licht ik mijn standpunt ten aanzien van dit beleid nader toe.

De aanpak ten aanzien van entiteiten uit niet-EU-landen die de EC voorziet in haar voorstel voor een richtlijn voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen («de richtlijn»)<sup>1</sup>, omvat twee aandachtspunten:

1. een eis dat een Europese professionele belegger alleen in een fonds van een niet-Europese beheerder mag beleggen als deze beheerder in het betreffende niet-EU-land onder toezicht staat dat door de EC als «equivalent» wordt beoordeeld;
2. een zogenaamd «Europees paspoort» voor fondsen die buiten de EU zijn gevestigd (ongeacht of deze van Europese of niet-Europese beheerders zijn).

Ad 1. Binnen de G20 is afgesproken dat hedgefondsen en andere belangrijke marktparticipanten onder een vorm van toezicht komen. Ik onderschrijf het belang hiervan en verwelkom dan ook dat de EC deze afspraak met dit richtlijnvoorstel voortvarend heeft opgepakt.

Gelet op het mondiale karakter van de beleggingsfondsensector is het van belang dat ook buiten de EU een adequate vorm van toezicht wordt ingevoerd voor alternatieve beleggingsfondsen. Europese beleggers beleggen immers veelal in fondsen van beheerders die zich niet in de EU bevinden. Bezien vanuit deze optiek is de «equivalent-toezicht-eis» die de EC voorstelt een begrijpelijke aanpak.

Tegelijkertijd kleven er risico's aan deze aanpak. Hoewel een dergelijke eis in Europese regelgeving kan bijdragen aan invoering van adequate regelgeving buiten de EU, blijft de kans aanwezig dat in de praktijk maar weinig niet-EU-landen aan deze eis voldoen, waardoor de aanpak *de facto* mogelijk meer risico's creëert dan wegneemt. Indien maar in zeer weinig landen buiten de EU sprake is van «equivalent» toezicht, kunnen Europese professionele beleggers – zoals bijvoorbeeld vermogensbeheerders van banken, verzekeraars en pensioenfondsen – bijna alleen nog in fondsen van Europese beheerders beleggen. Deze beperking treedt met name op doordat de «equivalent-toezicht-eis» in de richtlijn niet alleen geldt wanneer niet-EU-beheerders hun fondsen actief in een EU-lidstaat willen aanbieden, maar ook wanneer Europese beleggers de beheerders op eigen initiatief benaderen.

Naast gemist rendement, zou deze beperking betekenen dat Europese beleggers hun beleggingen minder goed kunnen spreiden (minder diversificatie-mogelijkheden) hetgeen tot hogere risico's zou leiden. Dit komt uiteindelijk ook de consumenten en werknemers die van de institutionele beleggers afhankelijk zijn niet ten goede.

Daarom zet ik mij ervoor in om de richtlijn op een andere wijze vorm te geven opdat bovengenoemde problemen niet of in mindere mate optreden. Tegelijkertijd werk ik binnen de G20 proactief mee aan het realiseren van de afspraak dat naast de EU ook andere G20-leden belangrijke marktparticipanten zoals alternatieve fondsen adequaat reguleren.

---

<sup>1</sup> *Titel voorstel:* Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de richtlijnen 2004/39/EG en 2009/.../EG

*Datum Commissiedocument:* 30 april 2009  
*Nr. Commissiedocument:* COM(2009) 207.

Ad 2. Momenteel is het in een aantal EU-lidstaten toegestaan om fondsen aan te bieden die niet in de EU zijn gevestigd, zoals Amerikaanse fondsen, maar ook fondsen die «offshore» zijn gevestigd. Daarbij moet een beheerder bij elke lidstaat waar hij deze niet-EU-fondsen wil aanbieden een vergunning aanvragen. Met de richtlijn stelt de EC voor dat naast in de EU gevestigde fondsen ook niet-EU-fondsen gebruik mogen maken van een zogenaamd «Europees paspoort». Met dit paspoort zouden niet-EU-fondsen op basis van een vergunning in één lidstaat in heel de EU kunnen worden aangeboden, waarbij per lidstaat slechts een simpele notificatieprocedure hoeft te worden doorlopen. Het paspoort zou daarmee zorgen voor extra gemakkelijke verspreiding van niet-EU-fondsen door de EU.

Hoewel een Europees paspoort voor in de EU gevestigde fondsen gebruikelijk en nuttig is om een stimulans te bieden aan de interne markt, ben ik geen voorstander van het verlenen van een dergelijk paspoort aan niet-EU-fondsen, omdat dit juist «offshore» activiteiten aanmoedigt. Dit paspoort zou alleen voor in de EU gevestigde fondsen beschikbaar moeten zijn, zodat dit beheerders kan motiveren om hun fondsen in de EU te vestigen.

2

*Waarom worden er geen grenzen aan leverage gesteld, terwijl we dat wel bij banken gaan doen? Opent dit niet de deur tot «shadow banking»?*

In de kabinetsvisie over de toekomst van de financiële sector heeft het kabinet aangegeven een voorstander te zijn van een dekkend stelsel van toezicht (om o.a. shadow banking te verhinderen) en strenger toezicht in het algemeen. Het adresseren van te hoge leverage bij fondsen en banken maakt hier onderdeel van uit. In het huidige richtlijnvoorstel voor alternatieve beleggingsfondsen is dan ook voorzien in maatregelen om excessieve leverage te voorkomen. Over de precieze vormgeving van deze maatregelen wordt nog onderhandeld.

Een van de overwegingen daarbij is onder meer de aard van de te hanteren leverage ratio, oftewel: dient er te worden uitgegaan van een ongewogen leverage ratio of juist van een naar risico gewogen variant. De eerste variant is transparant en eenduidig te berekenen maar niet altijd een precieze maatstaf voor risico. De tweede variant is een betere maatstaf voor risico maar kan vormen van arbitrage uitlokken.

Een andere overweging is of er een algemeen maximum aan leverage moet worden gesteld dat geldt voor alle fondsen (het huidige voorstel van de Europese Commissie) of dat fondsen alleen hun leverage ratio hoeven te rapporteren, of een tussenvariant: dat er geen algemeen ex ante vastgesteld maximum komt, maar dat een nationale of Europese toezichthouder in tijden van (opbouw van) onevenwichtigheden grenzen kan opleggen. Mijns inziens moeten er grenzen worden gesteld aan leverage, maar moeten deze goed worden afgestemd op de risico's die met leverage gepaard gaan.

Hoewel leverage grote risico's met zich mee kan brengen, is ongewogen leverage, zoals net aangegeven, niet altijd een goede maatstaf voor risico als zodanig. Het risico van een fonds hangt in eerste instantie af van welk van de vele mogelijke strategieën het volgt: in welke activa het belegt, hoe liquide die zijn en of het fonds bijvoorbeeld al dan niet aan short-selling doet. Het kan daarbij zeer goed voorkomen dat een fonds dat relatief veel leverage heeft significant minder risicovol is dan een ander fonds met minder leverage. Een algemene grens die voor alle fondsen geldt houdt hier echter geen rekening mee.

Het stellen van grenzen vereist daarom een delicate afweging waarbij o.a. marktomstandigheden en de strategie van een fonds in beschouwing moeten worden genomen. Regelgeving dient er van te voren rekening mee te houden dat strategieën en marktomstandigheden dynamisch zijn en dient derhalve ruimte te bieden voor een meer op maat gesneden aanpak. Daarbij zou mijns inziens wel minimaal een drietal zaken geborgd moeten zijn. Ten eerste, er moet een duidelijke harmonisatie van de criteria zijn die toezichthouders hanteren wanneer ze aan een fonds of een groep fondsen grenzen opleggen, zodat er geen race to the bottom tussen de toezichthouders kan ontstaan. Ten tweede, het instellen van grenzen mag geen procyclische effecten hebben, i.e. mag in tijden van een neergaande markt niet leiden tot gedwongen verlaging van het leverage-niveau door een brede groep fondsen met als gevolg een massale liquidatie van activa, aangezien dit de neergang kan versterken. Ten derde zal het al dan niet opleggen van grenzen op de een of andere manier rekening moeten houden met systeemrisico's die Pan-Europees en op macro-economisch niveau worden gesignaleerd.

In dit stadium van de discussie kan dus geenszins worden gesteld dat er geen grenzen aan leverage bij fondsen worden gesteld.