

# Het statuut van kleinschalige beheerders van niet-openbare AICBs

Een regulatoir vasevuur op het altaar van proportionaliteit?

Working Paper No. 2026/01 (January 2026)

*Publication forthcoming*

**Steven Verschoot**

Doctoraatsstudent en praktijkassistent bij het Jan Ronse Instituut voor Vennootschaps- en Financieel Recht aan de KU Leuven

Rechter bij de Nederlandstalige Ondernemingsrechtbank Brussel

Deze bijdrage is in eigen naam en bindt noch de Nederlandstalige Ondernemingsrechtbank Brussel noch de auteur in diens beslissingen.

Bijzondere dank gaat uit naar prof. Veerle Colaert voor het nazicht en de uitgebreide commentaren, en naar verschillende kennissen die nuttige inhoudelijke en stilistische opmerkingen maakten.

## SAMENVATTING

Deze bijdrage onderzoekt het statuut van de kleinschalige beheerder van niet-openbare Alternatieve Instellingen voor Collectieve Belegging (AICB's) binnen de Belgische context. Deze beheerders zijn vrijgesteld van de meerderheid van de prudentiële regels die gelden voor vergunde beheerders, mits zij voldoen aan een registratieplicht en specifieke drempels inzake hefboomfinanciering en activa. Het statuut werd de voorbije jaren zeer populair.

Naar aanleiding van een recente mededeling van de Belgische FSMA, die wijst op een groeiende bezorgdheid over de beperkte wettelijke omkadering en het gebrek aan toezicht op de bedrijfsvoering van deze entiteiten, bespreekt deze bijdrage kort de verschillende regimes die van toepassing zijn op het beheer en de verhandeling van niet-openbare AICB's door kleinschalige beheerders van AICB's. Daarbij bespreekt ze (i) de begripsafbakening en het statuut van de kleinschalige beheerder, (ii) de verplichtingen bij het verhandelen van deelbewijzen in niet-openbare AICB's, (iii) de gemeenrechtelijke bescherming van investeerders, en (iv) de impact van AIFMD II en het Market Integration Package op dit kader.

De bijdrage concludeert dat het huidige statuut relatief weinig bescherming biedt aan de belegger en gekenmerkt wordt door een gebrek aan Europese harmonisatie. Ze sluit af met een suggestie voor een vereenvoudiging en harmonisering door integratie van het statuut binnen het Europese fondsenregime.

## ABSTRACT

*This contribution examines the status of sub-threshold (registered) managers of non-public Alternative Investment Funds (AIFs) within the Belgian context. These managers are exempt from most of the prudential rules applicable to authorized ('licensed') managers, provided they comply with registration requirements and specific thresholds regarding leverage and assets under management. This status has become increasingly popular in recent years.*

*Following a recent communication from the Belgian FSMA, which highlights growing concerns regarding the limited legal framework and the lack of supervision over the business operations of these entities, this contribution briefly discusses the various regimes applicable to the management and marketing of non-public AIFs by small-scale AIF managers. In doing so, it analyzes (i) the definition and status of the sub-threshold manager; (ii) the obligations regarding the marketing of units in non-public AIFs; (iii) civil law investor protection; and (iv) the impact of AIFMD II and the Market Integration Package on this framework.*

*The contribution concludes that the status offers relatively little protection to the investor and is characterized by a lack of European harmonization. It concludes with a suggestion for simplification and harmonization by integrating the status within the European fund regime.*

*(Full article in Dutch.)*

# INHOUD

<i>Begrippen en afkortingen .....</i>	4
<i>I. Inleiding.....</i>	7
I.1. Regulering van fondsen .....	7
I.2. De minimis en achtergrond .....	8
I.3. Opmerkelijke mededelingen .....	10
I.4. Doelstelling, structuur en afbakening.....	11
<i>II. De kleinschalige beheerder .....</i>	13
II.1. Begrip .....	13
A. Definitie.....	13
B. Hefboomfinanciering.....	13
C. Totale waarde van de beheerde activa .....	15
D. Vijf jaar vanaf de oorspronkelijke belegging.....	15
II.2. Statuut .....	16
A. Registratie.....	16
B. Bedrijfsuitoefening.....	17
C. Beleggingsdiensten .....	21
D. Kleinschalige beheerders uit andere lidstaten.....	22
II.4. Niet-openbare AICB's .....	22
II.5. Melden van overschrijding .....	24
<i>III. Verhandelen van deelbewijzen.....</i>	26
III.1. Prospectus .....	26
III.2. Bijzondere publiciteitsregels en Transversaal KB .....	27
III.3. Blue sky regimes .....	29
A. Product ban .....	29
B. Vrijwillig moratorium.....	31
C. Leuren en ‘demarche’ .....	32
III.4. PRIIPS .....	33
III.5. SFDR .....	34
III.6. Consumentenbescherming in het WER.....	34
III.7. B2B bescherming in het WER.....	36
<i>IV. Gemeenrechtelijke bescherming .....</i>	38
IV.1. Contractuele of buitencontractuele aansprakelijkheid .....	38
IV.2. Bestuurdersaansprakelijkheid .....	39
<i>V. Herziening van kader.....</i>	41

V.I.1. Geen herziening bij AIFMD II .....	41
V.II.2. Geen herziening onder het <i>Market Integration Package</i> .....	42
<b>VI. Evaluatie.....</b>	<b>44</b>
VI.I.1. Evaluatief kader .....	44
VI.II. Systeemrisico en beleggersbescherming .....	44
VI.III. Vereenvoudiging.....	45
VI.IV. Integratie en proportionaliteit .....	45
<b>VII. Normatieve suggesties en besluit .....</b>	<b>47</b>
VII.I. Normatieve suggesties.....	47
VII.II. Besluit .....	47

## BEGRIPPEN EN AFKORTINGEN

<b>AFM</b>	Nederlandse Autoriteit voor Financiële Markten
<b>AICB</b>	Alternatieve Instelling voor Collectieve Belegging
<b>AICB-Richtlijn</b>	Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010
<b>AICB-Wet</b>	Wet van 19 april 2014 betreffend de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders
<b>AIFMD II</b>	Richtlijn (EU) 2024/927 van het Europees Parlement en de Raad van 13 maart 2024 tot wijziging van de Richtlijnen 2011/61/EU en 2009/65/EG wat betreft delegatieregelingen, liquiditeitsrisicobeheer, toezichtrapportage, verlening van bewaar- en bewaarnemingsdiensten en leninginitiëring door alternatieve beleggingsfondsen
<b>AuM</b>	<i>Assets under Management</i> (totaal aan beheerde activa)
<b>CBDF-Verordening</b>	‘Cross-Border Distribution of Funds’-Verordening; Verordening (EU) 2019/1156 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende het faciliteren van de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging en houdende wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 345/2013, (EU) nr. 346/2013 en (EU) nr. 1286/2014
<b>ESMA</b>	European Securities and Markets Authority
<b>FSMA</b>	Belgische Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten
<b>FSMA_2021_09</b>	FSMA Mededeling FSMA_2021_09 van 1 april 2021 houdende Q&A over de reclame voor beleggingsinstrumenten bij aanbieding aan het publiek, toelating tot de verhandeling en niet-commercialisering bij niet-professionele cliënten
<b>Gedelegeerde Verordening 231/2013</b>	Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht
<b>ICBE</b>	Instelling voor Collectieve Belegging in overdragbare Effecten
<b>KID</b>	<i>Key Information Document</i> , Essentiële Informatiedocument

	in de zin van de PRIIPs-Verordening
<b>Mededeling</b>	FSMA Mededeling 17 november 2025, FMSA_2025_15, “Bericht aan de beleggers: bepaalde fondsen met een minimale inleg van €100.000 vallen niet onder FSMA-toezicht”
<b>MI Voorstel</b>	Voorstel voor de <i>Market Integration Directive</i> ; EC COM(2025) 942 final, <i>Proposal for a directive of the European Parliament and of the council amending Directives 2009/65/EC, 2011/61/EU and 2014/65/EU as regards the further development of capital market integration and supervision within the Union</i>
<b>MiFID (II)</b>	‘Markets in Financial Instruments Directive’ (II); Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU
<b>Niet-openbare AICBs</b>	AICB’s waarbij de verdeling van deelbewijzen onder het zgn. ‘private placement regime’, zoals besproken in randnummer 34 valt of anderszins geen openbaar aanbod van effecten zoals besproken in randnummer 33 uitmaakt
<b>PRIIPs-Verordening</b>	<i>Packaged retail and Insurance-based Investment Products</i> -Verordening; Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten
<b>Prospectusverordening</b>	Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereglementeerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG
<b>SFDR</b>	‘Sustainable Finance Disclosure Regime’; Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiëledienstensector
<b>Transversaal KB</b>	Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten (BS 12 juni 2014 (ed. 1))
<b>Verordening 447/2013</b>	Uitvoeringsverordening (EU) nr. 447/2013 van de Commissie van 15 mei 2013 tot vaststelling van de procedure voor abi-

	beheerders die voor opt-in kiezen uit hoofde van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad
<b>WER</b>	Wetboek van Economisch Recht
<b>Wet Financieel Toezicht</b>	Wet van 2 augustus 2002 op het toezicht op financiële markten en de financiële diensten of kredietovereenkomsten
<b>Wet Openbare Aanbieding</b>	Wet van 11 juli 2018 op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereglementeerde markt
<b>Wet van 18 september 2017</b>	Wet van 18 september 2017 tot voorkoming van het witwassen van geld en de financiering van terrorisme en tot beperking van het gebruik van contanten
<b>WVV</b>	Wetboek van Venootschappen en Verenigingen

# I. INLEIDING

## I.I. REGULERING VAN FONDSEN

**I.** Alternatieve Instellingen voor Collectieve Belegging ('**AICB's**') zijn instellingen voor collectieve belegging die bij een reeks beleggers kapitaal ophalen om dit overeenkomstig bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen, en die geen instelling voor collectieve belegging in overdraagbare effecten ('**ICBE's**') zijn.<sup>1</sup> AICB's zijn (samen met ICBE's) bekend als 'fondsen'. Ze kunnen de vorm aannemen van een vennootschap, maar dit is niet noodzakelijk.<sup>2</sup>

AICB's en ICBE's worden beheerd door een beheerder.<sup>3</sup> Belgische beheerders hebben in totaal meer dan 200 miljard euro activa onder beheer.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Zie art. 4.1(a) AICB-Richtlijn. In deze bijdrage gaan we niet verder in op de definitie van een AICB. Zie hiervoor MvT, Kamer, Doc. 53-3432/001, (666) 671-680; ESMA, *Final Report: Guidelines on key concepts of the AIFMD*, 24 mei 2013, ESMA/2013/611 zoals toegepast door FSMA\_2014\_II van 29 september 2014; LANDUYT, S., "Toepassingsgebied van het wetgevende kader voor de fondsensector in België na de AIFMD", *TBH/RDC* 2015/7, 671-681 (**Hierin:** LANDUYT, S., *Toepassingsgebied*, vn. 1); BERNARD,H., DE BEER, S., en MOUTON, M., "Article 3, 1° Wet 19 april 2014 – Alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders" in BERGER, P., e.a. (eds), *Wet en Duiding, IV. Financiële markten en diensten, Larcier*, 2016, 705-709, ANNUNZIATA, F., "Collective Investment Undertakings in the EU: How to frame a Definition after the AIFMD", *RTDF* 2017, 1-13; ZETZSCHE, D., "Scope of the AIFMD" in ZETZSCHE, D., (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, Kluwer Law International, 2012, p. 39-70 en GORTSOS C., "The scope of EU AIFMD and its significance for EU investment funds law", *SSRN* 10 juli 2017, ssrn.com/abstract=3000356. Een uitgebreide 'anatomie' van (en dus ook introductie tot) het Europese fondsenrecht is te vinden in ZETZSCHE D., "Anatomy of European Investment Fund Law", *SSRN Electron. J.* 2017, ssrn.com/abstract=2951681.

<sup>2</sup> Zie art. 3, 34° AICB-Wet, dat een onderscheid maakt tussen een 'beleggingsvennootschap' en een 'gemeenschappelijk beleggingsfonds'. Deze laatste term verwijst naar een instelling voor collectieve belegging die geregeld is bij overeenkomst, en die is samengesteld uit het onverdeeld vermogen dat een beheervennootschap van AICB's beheert voor rekening van de deelnemers van wie de rechten zijn vertegenwoordigd door rechten van deelname (art. 3, 10° AICB-Wet). Dit moet echter niet restrictief worden geïnterpreteerd – er moet geen sprake zijn van rechtspersoonlijkheid of zelfs van een vennootschapsverband. Ook een VZW of andere vereniging kan technisch gezien een AICB zijn. Zelfs een mede-eigendom of een contract kan gekwalificeerd worden als een AICB. Merk op dat bepaalde vormen van AICB vereisen dat er wél met een vennootschap of zelfs een vennootschapsvorm wordt gewerkt (zoals bv. de bevak (art. 190 AICB-Wet), bevak (art. 195 AICB-Wet), institutionele beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal (art. 285 AICB-Wet), private beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal (art. 294 AICB-Wet), private privak (art. 299 AICB-Wet), en beheervennootschappen naar Belgisch recht van openbare AICB's (art. 315 AICB-Wet). Zie hierover ook LANDUYT, S., *Toepassingsgebied*, op.cit. vn. 1, 672.

<sup>3</sup> Dit is vaak een andere vennootschap. Het is ook mogelijk dat de beheerder en de AICB dezelfde entiteit vormen, in welk geval men spreekt over een 'zelfbeheerde' AICB. De voornaamste theoretische beschouwingen over de splitsing tussen fondsen en hun beheerders zijn te vinden in MORLEY J., "The separation of funds and managers: a theory of investment fund structure and regulation", *Yale Law Journal* 2014, 1228-1287. Kleinschalige AICB's zijn relatief vaak zelfbeheerd (zie voetnoot 31 hieronder).

<sup>4</sup> Er zijn 19 vergunde beheerders van AICB's en ICBE's, die samen 200 miljard euro activa beheerden eind 2023 (NBB & FSMA, *Update on Asset Management*, januari 2025, 34, [nbb.be/doc/ts/publications/other/2025\\_update\\_assetmanagement\\_shadow\\_banking.pdf](http://nbb.be/doc/ts/publications/other/2025_update_assetmanagement_shadow_banking.pdf), **hierin:** NBB/FSMA, *Update 2025*, vn. 4). Ook wereldwijd, en vooral in Angelsaksische markten, zijn fondsen bijzonder succesvol en prominent. Dit leidt ook vaak tot scherpe kritiek op de effecten ervan op de bedrijven die zij overnemen (eerder dan het hier gehanteerde perspectief van de investeerder) en de maatschappij. De regelgever zocht hieraan al deels tegemoet te komen met beperkingen op 'asset stripping' (art. 30 AICB-Richtlijn), maar de kritiek is fundamenteler. Zie recent oa. HOOKE, J., *The myth of private equity*, Columbia Business School publishing, 2021, 240 p.; GREENWELL, M. *Bad Company*, Day Street Books, 320 p. (dat echter vanuit de sector hard werd bekritiseerd als partijdig, zie bv. SERNOVITS, G., "Private Equity Doesn't Actually Want to Kill the American Dream", Bloomberg 6 juni 2025, [bloomberg.com/news/articles/2025-06-06/private-equity-doesn-t-actually-want-to-kill-the-american-dream](http://bloomberg.com/news/articles/2025-06-06/private-equity-doesn-t-actually-want-to-kill-the-american-dream) en ook WU, T., *The age of extraction*, Alfred A. Knopf 2025, 206 p. (in het bijzonder pg. 103-118). Deze kritiek wordt in deze bijdrage niet verder besproken.

**2.** Belgische beheerders van AICB's worden in het bijzonder<sup>5</sup> gereguleerd door de **AICB-Richtlijn**<sup>6</sup>, in België omgezet door de **AICB-Wet**.<sup>7</sup> De AICB-Wet heeft een bijzonder breed toepassingsgebied.<sup>8</sup> Onder meer (maar niet uitsluitend) private equity fondsen, venture capital fondsen, hedge funds en vastgoefondsen zijn typisch AICB's.

## I.2. DE MINIMIS EN ACHTERGROND

**3.** Onder dit brede toepassingsgebied vallen ook AICB-beheerders met beperkte middelen. De Europese regelgever nam bij de totstandkoming van de AICB-Richtlijn in 2011 in rekening dat de werkzaamheden van dergelijke kleine beheerders geen significante gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit van het systeem.<sup>9</sup>

Een verplichting tot conformeren aan de bepalingen van de AIFM-Richtlijn zou dergelijke beheerders opzadelen met kosten en administratieve lasten die niet in verhouding staan tot de baten.<sup>10</sup> Daarom werd het niet noodzakelijk geacht om deze op te nemen in de te integreren interne markt voor beheerders, gekenmerkt door een geharmoniseerd en stringent regelgevings- en toezichtkader.<sup>11</sup>

De Europese regelgever maakte hier, zij het niet expliciet, de afweging dat het gebrek aan systeemrisico, in combinatie met de kost en administratieve last, geen opname in de interne markt in lijn met art. 3.3 van het Verdrag betreffende de Europese Unie, verantwoordt. Hiermee werden impliciet het proportionaliteitsbeginsel<sup>12</sup> én subsidairiteitsbeginsel<sup>13</sup> zoals opgenomen in artikel 5 van het Verdrag betreffende de Europese Unie toegepast: er werd (impliciet) geoordeeld dat het disproportioneel zou zijn om dit Europees te reguleren én gegeven het lage systeemrisico onnodig

---

<sup>5</sup> Abstractie makend van het plethora aan Europese en nationale regelgeving dat ook direct of indirect op hun activiteiten van toepassing kan zijn.

<sup>6</sup> Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010.

<sup>7</sup> Wet van 19 april 2014 betreffend de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders.

<sup>8</sup> In principe alle instellingen voor collectieve belegging die geen ICBE zijn. Er zijn exempthes voor in het bijzonder holdings; instellingen voor bedrijfspensioenvoorzieningen; supranationale instellingen in zoverre door hen beheerde AICB's in het algemeen belang handelen; nationale centrale banken; nationale, regionale en lokale overheden en organen of andere instellingen die fondsen ter ondersteuning van socialezekerheids- en pensioenstelsels beheren, werknemers- of werknemerspaarplannen, en voor een bijzonder doel opgerichte effectiseringssentiteiten (zie art. 2.3 AICB-Richtlijn en artikel 3.1 AICB-Richtlijn). Over deze uitsluiting naar Belgisch recht, zie in het bijzonder LANDUYT, S., *Toepassingsgebied*, vn. 1, 677-681.

<sup>9</sup> Recital 17 van de AICB-Richtlijn. Over de systeemrelevantie van AICB's, zie in het bijzonder DE SMET, J., "The Systemic Importance of Asset Managers: A Case Study for the Future of SIFI Regulation", *Eur. Bus. Law Rev.* 2024, 227-262; DE SMET, J., *Regulating systemically important financial institutions (dissertation)*, KU Leuven Faculty of law and criminology, 2024; WYMEERSCH, E., "Shadow banking and systemic risk", *Financ. Law Inst. Work. Paper Ser.* 2017, 32.

<sup>10</sup> Toelichting voorstel AIFM-richtlijn, 6. Zie ook HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, Intersentia, 2014, III (**hierna:** HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, vn. 10).

<sup>11</sup> Zie Recital 4 AICB-Richtlijn.

<sup>12</sup> Waaronder de inhoud en vorm vorm van het optreden van de Unie niet verder gaan dan wat nodig is om de doelstellingen van de Verdragen te verwezenlijken (zie art. 5.4 Verdrag betreffende de Europese Unie en het Tweede Protocol bij dit verdrag).

<sup>13</sup> Waaronder de Unie op de gebieden die niet onder haar exclusieve bevoegdheid vallen slechts optreedt indien en voor zover de doelstellingen van het overwogen optreden niet voldoende door de lidstaten centraal, regionaal of lokaal kunnen worden verwezenlijkt, maar vanwege de omvang of de gevolgen van het overwogen optreden beter door de Unie kunnen worden bereikt.

voor de integratie van de Europese financiële markt.<sup>14</sup> Dergelijke integratie is het overkoepelend doel van financiële regelgeving<sup>15</sup> én van de AICB-Richtlijn.<sup>16</sup>

**4.** Toch vond de regelgever ook dat niet uit te sluiten valt dat de *geaggregeerde* werkzaamheden van kleinschalige beheerders systeemrisico's zouden veroorzaken.<sup>17</sup> Daarom werd een registratieplicht<sup>18</sup> en een vrijstelling van de meerderheid<sup>19</sup> van de regels van de AICB-Richtlijn voor kleinschalige AICB-beheerders voorzien, maar werd (in impliciete toepassing van het subsidiariteitsbeginsel) aan lidstaten de mogelijkheid gelaten deze verder te reguleren.<sup>20</sup> Deze geregistreerde (en niet-vergunde<sup>21</sup>) beheerders hebben geen passporting-rechten.<sup>22</sup> Indien ze dergelijk passport willen, moeten ze voor een bijzonder regime opteren (zie randnr. 28 hieronder)<sup>23</sup> of voor een '*opt-in*' in het regime van de 'gewone' AICB-beheerder kiezen<sup>24</sup>.<sup>25</sup>

De Belgische wetgever wilde geen gebruik maken van de door de AICB-Richtlijn geboden mogelijkheid om kleinschalige beheerders zwaardere verplichtingen op te leggen, met uitzondering van bij het publiek verhandelde AICB's. Er werd geoordeeld dat aan de kleinschalige beheerders die geen AICB's bij het publiek verhandelen, geen regels ter bescherming van de beleggers opgelegd moeten worden en dat zij niet dezelfde systematische impact hebben als de grote beheerders.<sup>26</sup>

De wetgever bracht hiermee twee onderscheiden doelen van financiële regulering samen: (i) systeemrisico beheersen en (ii) bescherming van beleggers.<sup>27</sup> Er werd, net zoals op het Europese niveau, geoordeeld dat het systeemrisico verwaarloosbaar is en dus niet noodzakelijk tot regulering

<sup>14</sup> Recital 4 AICB-Richtlijn.

<sup>15</sup> WYMEERSCH E., "Objectives of Financial Regulation and their implementation in the European Union" in COLAERT, V., BUSCH, D. en INCALZA, T. (eds.), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Hart Publishing, 2019, 39-61, bloomsburycollections.com/monograph?docid=b-9781509926480, 42 ev.

<sup>16</sup> Recital 4 AICB-Richtlijn.

<sup>17</sup> Recital 17 AICB-Richtlijn.

<sup>18</sup> Vandaar dat soms naar kleinschalige beheerders als 'geregistreerde' beheerders (vs. 'vergunde' beheerders) wordt verwzen.

<sup>19</sup> Enkel artikel 46 en artikel 3, lid 3 en 4 van de AICB-richtlijn zijn erop van toepassing (zie lager).

<sup>20</sup> Het registratieregime is dus het *minimumregime* (vgl. Europese Commissie, *AIFMD Q&A*, 27 ([finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers\\_en.pdf](http://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf)). Het oorspronkelijke voorstel van de Europese Commissie wat betreft deze notificatie als kleinschalige beheerder week licht af van de uiteindelijke regeling. Zie hierover HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, vn. 10, vn. 368.

<sup>21</sup> Lidstaten kunnen in principe ook het registratieregime vervangen door een vergunningsregime, aangezien dit strikter is dan een registratieregime. Zie Europese Commissie, *AIFMD Q&A*, 26 ([finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers\\_en.pdf](http://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf)).

<sup>22</sup> Zij genieten "geen enkel recht uit hoofde van deze richtlijn". Art. 3.4 AICB-Richtlijn.

<sup>23</sup> De meeste van deze regimes werden pas later ingevoerd, en doorkruisen daardoor het toepassingsgebied van de betreffende vrijstelling.

<sup>24</sup> Artikel 3(4) AICB-Richtlijn. Het regime met betrekking tot de opt-in wordt geregeld door Uitvoeringsverordening (EU) nr. 447/2013 van de Commissie van 15 mei 2013 tot vaststelling van de procedure voor abi-beheerders die voor opt-in kiezen uit hoofde van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ("Verordening 447/2013").

<sup>25</sup> Zie Europese Commissie, *AIFMD Q&A*, 14 ([finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers\\_en.pdf](http://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf)). Daar wordt bovendien ook bevestigd dat het aan lidstaten is om te beslissen of verhandeling aan retail-beleggers mogelijk is, en onder welke voorwaarden.

<sup>26</sup> Zie Mvt Kamer 2013-2014, Doc53 2432/001, 15.

<sup>27</sup> Over doelen van financiële regulering, zie WYMEERSCH E., "Objectives of Financial Regulation and their implementation in the European Union" in COLAERT, V., BUSCH, D. en INCALZA, T. (eds.), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Hart Publishing, 2019, 39-61, bloomsburycollections.com/monograph?docid=b-9781509926480.

moet leiden. Dit werd (al dan niet terecht) gelinkt aan het gegeven dat geen bijkomende beleggersbescherming nodig is.<sup>28</sup>

5. Het statuut van kleinschalige beheerder is populair. Eind 2023 hadden de in totaal 223 in België geregistreerde kleinschalige beheerders 8 miljard euro aan activa onder beheer.<sup>29</sup> De meeste door hen beheerde fondsen worden niet openbaar aangeboden.<sup>30</sup> Kleinschalige beheerders zijn vaak zelfbeheerde fondsen, waarbij het fonds zelf en de beheerder dezelfde entiteit zijn.<sup>31</sup>

### I.3. OPMERKELIJKE MEDEDELINGEN

6. Op 17 november 2025 stuurde de Belgische Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (“**FSMA**”) een opmerkelijk mededeling (de “**Mededeling**”) uit: ‘*Informatie aan de financiële consument over de beperkte wettelijke omkadering van kleinschalige beheerders en de door deze beheerders beheerde fondsen*’.<sup>32</sup> Deze titel werd later aangepast naar ‘*Bericht aan de beleggers: bepaalde fondsen met een minimale inleg van €100.000 vallen niet onder FSMA-toezicht*’.<sup>33</sup>

In het begeleidende persbericht geeft de FSMA aan dat wie wil beleggen in een niet-openbare AICB beheerd door een kleinschalige beheerder, ermee rekening moet houden dat deze AICB’s en hun beheerders niet-gereglementeerde entiteiten zijn.<sup>34</sup> De FSMA beklemtoont dat dergelijke kleinschalige beheerders dus – mits enkele beperkte uitzonderingen – niet aan enige prudentiële regels noch aan toezicht op de naleving van deze regels onderworpen zijn.<sup>35</sup>

7. Ook de Nederlandse Autoriteit voor Financiële Markten (“**AFM**”) stuurde vorige zomer een gelijkaardige brief uit.<sup>36</sup> De AFM richtte haar communicatie aan de beheerders zelf (in plaats van de investeerders). Zij licht in het bijzonder toe dat deze kleinschalige beheerders op een aantal punten tekort schieten, en roept hen op om waar nodig hun bedrijfsvoering aan te passen.

---

<sup>28</sup> Ook in de Mededeling worden deze twee doelstellingen in één adem genoemd.

<sup>29</sup> NBB/FSMA, *Update 2025*, vn. 4, 35. De vergelijking met de meer dan 200 miljard in beheer bij vergunde beheerders van AICB’s en ICBE’s (zie hoger), illustreert ook het verschil in mogelijk systeemrisico.

<sup>30</sup> NBB/FSMA, *Update 2025*, vn. 4, 35.

<sup>31</sup> NBB/FSMA, *Update 2025*, vn. 435. Dit is niet onbelangrijk – de basispremisse van de AICB-Richtlijn en AICB-Wet is immers dat de beheerder wordt gereguleerd. Hoewel de regels in principe (mits enkele aanpassingen) onverkort gelden voor zelfbeheerde fondsen, is dit in de praktijk niet altijd even eenvoudig toe te passen. Zie ook vn. 3 hierboven.

<sup>32</sup> FSMA Mededeling 17 november 2025, FMSA\_2025\_15, “*Informatie aan de financiële consument over de beperkte wettelijke omkadering van kleinschalige beheerders en door deze beheerders beheerde fondsen*”. Oorspronkelijke mededeling is nog te vinden op de LinkedIn-pagina van N. DE WAELE, [bit.ly/48a6cyN](https://bit.ly/48a6cyN).

<sup>33</sup> FSMA Mededeling 17 november 2025, FMSA\_2025\_15, “*Bericht aan de beleggers: bepaalde fondsen met een minimale inleg van €100.000 vallen niet onder FSMA-toezicht*”, [fsma.be/sites/default/files/media/files/2025-11/fmsa\\_2025\\_15\\_nl.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/media/files/2025-11/fmsa_2025_15_nl.pdf).

<sup>34</sup> FSMA, “*Bericht aan de beleggers: bepaalde fondsen met een minimale inleg van €100.000 vallen niet onder FSMA-toezicht.*”, 18 november 2025, [fsma.be/nl/news/bericht-aan-de-beleggers-bepaalde-fondsen-met-een-minimale-inleg-van-eu-100000-vallen-niet](https://fsma.be/nl/news/bericht-aan-de-beleggers-bepaalde-fondsen-met-een-minimale-inleg-van-eu-100000-vallen-niet).

<sup>35</sup> Ook in de samenvatting/doelstelling van de Mededeling geeft zij explicet aan dat zij specifiek wil informeren over ‘*de mogelijke risico’s die beleggen in zulke fondsen bijgevolg met zich meebrengen*’. Zie Mededeling, pg. 1.

<sup>36</sup> AFM, “*Brief met aandachtspunten naar AIFM-light-beheerders*”, 30 juni 2025, [afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2025/jun/sb-sectorbrief-aifm-light](https://afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2025/jun/sb-sectorbrief-aifm-light). Merk op dat de sector in Nederland nog aanzienlijk groter is dan in België. In Nederland beheerden in 2023 747 kleinschalige beheerders meer dan 25 miljard euro aan activa (zie AFM, “*Grote stijging in aantal AIFM-light-beheerders*”, 31 oktober 2024, [afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2024/oktober/marktbeeld-aifm-light](https://afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2024/oktober/marktbeeld-aifm-light)).

**8.** Vermoedelijk hangt deze trend niet enkel samen met een alertheid voor deze ‘kleinschalige’ beheerders, maar ook en vooral met het internationaal gegeven dat fondsbeheerders zich steeds meer op retailbeleggers richten, in dit geval binnen de perken van het *private placement* regime (zie II.4. *Niet-openbare AICB’s* hieronder).<sup>37</sup>

#### I.4. DOELSTELLING, STRUCTUUR EN AFBAKENING

**9.** De populariteit van kleinschalige beheerders en de recente Mededeling doen de vraag rijzen naar de invulling en meerwaarde van het statuut van kleinschalige beheerders. Hoewel dit statuut vaak wordt gebruikt in de praktijk, is het niet aangepast (hoogstens indirect gemoduleerd) sinds de AICB-Richtlijn en AICB-Wet. Daarbij kan, de nauwelijks verholen kritiek van de FSMA op het regime indachtig, de vraag worden gesteld of het regime voor de kleinschalige beheerder aan een update toe is, met de hierboven besproken doelstellingen van financiële regelgeving (beperken van systeemrisico, beleggersbescherming en Europese integratie) én de doelstellingen van recente EU-regelgevende projecten (proportionaliteit en vereenvoudiging) in het achterhoofd.

**10.** In een poging deze vraag te beantwoorden, bespreken we eerst het statuut van de kleinschalige beheerder en de verplichtingen die op de beheerder en de AICB van toepassing zijn los van de verhandeling (II. De kleinschalige beheerder). Vervolgens bekijken we de voornaamste beperkingen van toepassing op de verhandeling van rechten van deelneming in niet-openbare AICB’s (III. Verhandelen van deelbewijzen) door de beheerders zelf. Daarna bespreken we kort de bescherming van beleggers door het gemeen recht (IV. Gemeenrechtelijke bescherming). Daarna bekijken we de laatste grote wijzigingen aan het Europeesrechtelijke kader voor beheerders van AICB’s en de impact die deze hebben op het statuut van kleinschalige beheerders (V. Herziening van kader). Ten slotte evalueren we dit in het licht van de doelstellingen van het regime voor kleinschalige beheerders (VI. Evaluatie), om af te sluiten met enkele normatieve suggesties op basis van het voorgaande (VII. Normatieve suggesties en besluit).

**II.** Met deze bijdrage pogen we een beeld te schetsen van de gelaagdheid van de regelgeving die van toepassing is op de kleinschalige AICB-beheerder (zelfs indien de uiteindelijke bescherming aan beleggers die deze regelgeving biedt, *dixit FSMA*, maar mager uitvalt).

De bijdrage focust daarbij op het statuut van kleinschalige beheerders en de door hen beheerde en verhandelde AICB’s, zonder exhaustiviteit te pretenderen. Andere mogelijks relevante wet- en regelgeving, zoals beperkingen op het verstrekken van (zelfs incidenteel) krediet, werd niet behandeld.

---

<sup>37</sup> Zie bv. NBB/FSMA, *Update 2025*, vn. 442, over het steeds groter aandeel dat huishoudens in het algemeen aanhouden in beleggingsfondsen. Zie recent over dit internationale fenomeen, inclusief kritische noten, onder meer CANDERLE, S., “Private markets: why retail investors should stay away”, *Enterprising investor* 13 November 2015, [blogs.cfainstitute.org/investor/2025/11/13/private-markets-why-retail-investors-should-stay-away/](https://blogs.cfainstitute.org/investor/2025/11/13/private-markets-why-retail-investors-should-stay-away/) en GILSON, D., “The democratization of private equity could create a “Systemic Risk Machine””, *Stanford Business Insights* 19 Augustus 2025, [gsb.stanford.edu/insights/democratization-private-equity-could-create-systemic-risk-machine](https://gsb.stanford.edu/insights/democratization-private-equity-could-create-systemic-risk-machine), BATES, B., “Retail access to private markets”, *SSRN* 31 juli 2025, [dx.doi.org/10.2139/ssrn.5381902](https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5381902).

Behalve waar specifiek anders aangegeven, is de bijdrage beperkt tot het regime van toepassing op Belgische kleinschalige beheerders van Belgische niet-openbare AICB's.

Deze verplichtingen en beperkingen besproken in deze bijdrage (vennootschapswetgeving, anti-witwas, SFDR, transparantie- en verhandelingsverplichtingen, consumentenbescherming, etc.) zijn vaak ook van toepassing op volwaardige AICB-beheerders of de verhandeling van openbare AICBs, al zullen daar soms andere specificiteiten gelden. Gegeven de focus van deze bijdrage op kleinschalige beheerders, wordt niet verder ingegaan op het regime van toepassing op vergunde AICB-beheerders of de verhandeling van openbare AICBs (behalve waar specifiek aangegeven).

## II. DE KLEINSCHALIGE BEHEERDER

### II.I. BEGRIP

#### A. DEFINITIE

12. De AICB-Richtlijn omvat geen specifieke definitie van ‘kleinschalige beheerder’ (vaak aangeduid als ‘*sub-threshold manager*’, geregistreerde beheerder<sup>38</sup> of als de ‘*de minimis*’-vrijstelling). Het begrip zelf wordt in België geïntroduceerd in de tussentitels van de AICB-Wet. Het verwijst naar de ‘kleinere’ beheerders die het voorwerp zijn van de vrijstelling. Het betreft volgende beheerders:<sup>39</sup>

- (A) AICB-Beheerders die rechtstreeks of onrechtstreeks<sup>40</sup> portefeuilles beheren van AICB’s waarvan het totaal aan beheerde activa (de zogenaamde ‘*Assets under Management*’, “**AuM**”), inclusief de activa die met hefboomfinanciering zijn verworven, niet hoger is dan 100 miljoen euro; en
- (B) AICB-Beheerders die rechtstreeks of onrechtstreeks<sup>41</sup> portefeuilles beheren met AuM niet hoger dan 500 miljoen euro, wanneer (i) deze portefeuilles bestaan uit AICB’s zonder hefboomfinanciering; en (*cumulatief*) (ii) bij deze AICB’s gedurende een periode van vijf jaar vanaf de datum van de oorspronkelijke belegging in elke AICB geen terugbetalingsrechten kunnen worden uitgevoerd.

Deze definitie leidt tot vragen naar de definities van ‘hefboomfinanciering’<sup>42</sup> en AuM, en naar hoe de periode van vijf jaar moet worden berekend.<sup>43</sup>

#### B. HEFBOOMFINANCIERING

13. De AICB-Wet definieert ‘hefboomfinanciering’ (‘*leverage*’) als ‘*Elke methode waarmee de beheerder de positie van een door hem beheerde AICB vergroot, met geleend contant geld of geleende effecten, met derivatenposities of anderszins*’.<sup>44</sup>

Gedelegeerde Verordening 231/2013 bepaalt dat deze wordt uitgedrukt als de verhouding tussen de

<sup>38</sup> Tegenover de ‘vergunde beheerder’.

<sup>39</sup> Art. 3, 2. AICB-Richtlijn, omgezet door art. 106 j. 108, §1 AICB-Wet.

<sup>40</sup> Letterlijk: “*middels een onderneming waarmee de AICB-beheerder via gemeenschappelijke of gemeenschappelijke zeggenschapsuitsoefening of door een substantiële rechtstreekse of middellijke deelneming verbonden is*”.

<sup>41</sup> Ibid.

<sup>42</sup> De verschillende vragen in de Q&A over de AICB-verordening die betrekking hebben over de berekening van hefboomfinanciering illustreren dit. Zie ESMA, “Q&A on the application of AIFMD”, ESMA34-32-353, [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352\\_qa\\_aifmd.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-32-352_qa_aifmd.pdf), 41-43 (**hierna:** ESMA Q&A, vn. 42).

<sup>43</sup> In het bijzonder over de definiëring van hefboomfinanciering en berekening van AuM wordt veel geschreven omdat deze ook relevant zijn voor de toepassing van andere bepalingen uit de AICB-Richtlijn, en er ook over moet gerapporteerd worden door zowel vergunde als kleinschalige beheerders.

<sup>44</sup> Art. 3, 58° AICB-Wet; Art. 4.1 (v) AICB-Richtlijn. De bewoording in de AICB-Richtlijn verschilt licht: “*een methode waarmee de abi-beheerder de positie van een door hem beheerde abi met geleend contant geld of geleende effecten, met een hefboom in de vorm van derivatenposities of anderszins vergroot*”.

blootstelling van een AICB en de intrinsieke waarde ervan<sup>45</sup>, en bepaalt de berekeningsmethodes voor deze hefboomfinanciering.<sup>46</sup> ‘Blootstelling’ is daarbij een nauwkeuriger vertaling van het Engelse ‘exposure’ dan ‘positie’.<sup>47</sup> ‘Of anderszins’ duidt op de brede interpretatie die aan het begrip ‘hefboomfinanciering’ wordt gegeven.<sup>48</sup>

**14.** Schuld aangehouden ‘lager’ in een structuur van vennootschappen geldt ook als hefboomfinanciering wanneer deze structuur werd opgezet specifiek om de blootstelling van de AICB te verhogen (de zgn. *look-through-approach*). Dit geldt niet voor hefboomfinanciering op het niveau van participaties ‘waarvan het kernbeleggingsbeleid erin bestaat zeggenschap over niet-beursgenoteerde ondernemingen of uitgevende instellingen te verwerven’. Deze uitzondering vindt enkel toepassing indien de blootstelling van de AICB beperkt is tot haar belegging in deze participaties (dus in essentie voornamelijk bij private equity en venture capital structuren).<sup>49</sup> Ze geldt volgens de antwoorden van de Europese Commissie op ESMA Q&A niet voor AICB’s die voornamelijk investeren in vastgoed, zelfs als dit via hiertoe opgerichte vehikels (*‘special purpose vehicles’*) gebeurt, omdat dergelijke vehikels worden gebruikt om het beleggingsbeleid van de betreffende AICB uit te voeren, i.e. de acquisitie van vastgoed, eerder dan als *doel op zich*.<sup>50</sup> Dit lijkt een bijkomende voorwaarde aan de tekst van de Gedelegeerde Verordening 231/2013 toe te voegen, en vormt ook een eerder troebel criterium.

**15.** Leningsovereenkomsten van tijdelijke aard die volledig door contractuele kapitaaltoezeggingen van beleggers in de AICB zijn gedeckt, gelden evenmin als hefboomfinanciering.<sup>51</sup> ‘Leningsovereenkomsten van tijdelijke aard’ zijn kortlopende leningen (bv. de typische kasplanningskredieten voor eindejaarsboni of vakantiegelden, indien deze op korte termijn worden terugbetaald). Wentelkredieten (*‘revolving credit facilities’*) gelden niet noodzakelijk als ‘leningsovereenkomst van tijdelijke aard’, in het bijzonder wanneer ze op een voortdurend ‘rollende’ basis worden gebruikt.<sup>52</sup>

**16.** De FSMA beschouwt ook leningen die als economisch alternatief voor kapitaal gelden niet als hefboomfinanciering.<sup>53</sup>

---

<sup>45</sup> Art. 6 Gedelegeerde Verordening (EU) nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (“Gedelegeerde Verordening 231/2013”).

<sup>46</sup> Artt. 7 t.e.m. 11 Gedelegeerde Verordening 231/2013.

<sup>47</sup> BERNARD, C-H, DE BEER, S. en MOUTON, M., “Artikel 3”, in BERGER, P.-E., CERFONTAINE, J., COLAERT, V. en LANNOY, H., “Wet 19 april 2014” in *Wet en Duiding Financiële Markten en Diensten*, Uitgeverij Larcier, 2016, (699) 729.

<sup>48</sup> Ibid.

<sup>49</sup> Art. 6, 3° AICB-Verordening. Zie ook, meer uitgebreid en met verschillende toepassings gevallen, ESMA Q&A, vn. 42, 63.

<sup>50</sup> ESMA, “Questions and answers 1073”, ESMA\_QA\_1073, [esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1073](http://esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/1073).

<sup>51</sup> Art. 6, 4° AICB-Verordening.

<sup>52</sup> Zie LINKLATERS, “AIFMD – Leverage”, [linklaters.com/insights/publications/aifmd/leverage](http://linklaters.com/insights/publications/aifmd/leverage) (laatst geraadpleegd op 27 december 2025).

<sup>53</sup> FSMA Standpunt 2017\_01, “Het begrip ‘hefboomfinanciering’ in het kader van de AICB-wet”, [fsma.be/nl/opinion/het-begrip-hefboomfinanciering-het-kader-van-de-aicb-wet](http://fsma.be/nl/opinion/het-begrip-hefboomfinanciering-het-kader-van-de-aicb-wet).

## C. TOTALE WAARDE VAN DE BEHEERDE ACTIVA

17. Ook de berekening van de AuM leidt tot vragen.<sup>54</sup>

Zo bestaat onduidelijkheid over de toe te passen waarderingsmethode bij het waarderen van de activa. Gedelegeerde Verordening 231/2013 verwijst hiervoor naar de toepassing van de waarderingsregels van het land waar de AICB is gevestigd en/of het reglement of de statuten van de betreffende AICB.<sup>55</sup> Dit laat vaak ruimte voor een zekere arbitrage.

De Europese toezichthouder **ESMA**<sup>56</sup> communiceerde daarnaast ook over de berekening van de AuM wanneer derivatenposities worden aangehouden<sup>57</sup>, en over de vraag welke participaties als ‘rechtstreeks of onrechtstreeks aangehouden’ worden beschouwd.<sup>58</sup> De totale waarde van de beheerde activa omvat in ieder geval ook activa verworven met hefboomfinanciering, en moet worden berekend op basis van alle door de beheerde beheerde AICB’s.<sup>59</sup>

## D. VIJF JAAR VANAF DE OORSPRONKELIJKE BELEGGING

18. Verder is er ook de vraag of de termijn van vijf jaar, berekend vanaf ‘de datum van de oorspronkelijke belegging’ in elke AICB moet worden berekend vanaf oprichting van de AICB, of vanaf elke individuele instap (indien investeerders instappen na oprichting) of investering (ook bv. middels ‘capital calls’) in het fonds. Een tekstuele interpretatie (vijf jaar vanaf de *oorspronkelijke belegging [door gelijk wie] in [iedere AICB beheerd door de beheerde]*), lijkt te verwijzen naar de oprichting van het fonds als criterium.

Dergelijke interpretatie strookt echter niet met de doelstelling van de bepaling (de exemptie linken aan het verhoogde systeemrisico dat gepaard gaat met liquiditeitsrisico). De bepaling staat, wegens lager systeemrisico, een hogere vergunningsdrempel toe indien het ‘liquiditeitsprobleem’ beperkter is. HELLEBUYCK legt hier ook een verband met de ‘dumpverkopen’ die plaatsvonden als gevolg van margin calls in 2007-2008.<sup>60</sup> Dit liquiditeitsprobleem wordt benaderd door combinatie van (i) het gebruik van hefboomfinanciering en (ii) de mogelijkheid tot opvragen van fondsen. De tekstuele interpretatie laat het liquiditeitsprobleem echter toe om vijf jaar na oprichting terug boven water te komen. Desalniettemin lijkt een andere interpretatie *contra legem* te zijn.

---

<sup>54</sup> Art. 2 Gedelegeerde Verordening 231/2013. Te onderscheiden van het eigen vermogen en het aanvangskapitaal – waarvoor ook weer andere criteria gelden. Zie hierover CALLENS, E., “Standpunt: Het minimum eigen vermogen van de AICB-beheerde: koppeling tussen AICB-wet en FSMA-reglement is sinds kort in tegenspraak met het EU-recht”, *TRV-RPS* 2023, 29-34.

<sup>55</sup> “Op grond van de waarderingsregels die zijn vastgesteld in het recht van het land waar de abi is gevestigd en, naargelang van het geval, of in het reglement of de statuten van de abr” Art. 2(1)(b) Gedelegeerde Verordening 231/2013.

<sup>56</sup> European Securities and Markets Authority.

<sup>57</sup> Art. 2.3 Gedelegeerde Verordening 231/2013. ESMA Q&A, vn. 42, 46.

<sup>58</sup> ESMA Q&A, vn. 42, 63 en ESMA, “Questions and Answers 697”, ESMA\_QA\_697, [esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/697](http://esma.europa.eu/publications-data/questions-answers/697).

<sup>59</sup> Zie art. 3, lid 2 AICB-Richtlijn en art. 2, lid 1, C gedelegeerde Verordening 231/2013, dat bepaalt dat de voor alle beheerde AICB’s bepaalde waarden moeten worden geaggregeerd. Zie ook HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, vn. 10, III, vn. 363.

<sup>60</sup> HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, vn. 10, III.

## II.2. STATUUT

### A. REGISTRATIE

**19.** Kleinschalige beheerders van AICB's naar Belgisch recht<sup>61</sup> moeten zich, voor zij hun werkzaamheden aanvatten, registreren bij de FSMA.<sup>62</sup> Bij die registratie moeten ze zichzelf en de door hen beheerde AICB's identificeren, en informatie delen over de beleggingsstrategieën van de door hem beheerde AICB's.<sup>63</sup> Indien deze registratie aan de formele vereisten voldoet, laat de FSMA hen weten dat zij geregistreerd zijn.<sup>64</sup> Ze worden ingeschreven op een lijst van kleinschalige beheerders op de website van de FSMA.<sup>65</sup> Vanaf dat moment kan de beheerder haar activiteiten uitoefenen.<sup>66</sup> Dit is geen vergunning of toelating. De FSMA grijpt typisch in wanneer ze vaststelt dat beheerders dergelijke registratie als een vergunning of toelating afschilderen.<sup>67</sup>

**20.** Door kleinschalige beheerders beheerde AICB's zijn in principe niet aan enige inschrijving of vergunning bij de FSMA onderworpen,<sup>68</sup> zolang ze niet openbaar worden aangeboden (zie randnr. 31 hieronder) binnen het vaarwater van specifiek vergunbare of te registreren AICB's vallen (zie randnr. 28 hieronder).<sup>69</sup> Ze moeten wel bij de FSMA worden aangemeld, op basis van de verplichting om het registratiedossier van de beheerder up-to-date te houden.<sup>70</sup>

**21.** In principe staan kleinschalige beheerders na registratie onder (weliswaar beperkt) toezicht van de FSMA. Art. 337 van de AICB-Wet stelt dat '*de AICB's en de beheerders met België als lidstaat van herkomst [...] onderworpen [zijn] aan het toezicht van de FSMA*'.<sup>71</sup> Ook onder de AICB-Richtlijn heeft de FSMA toezichthoudende bevoegdheden op kleinschalige beheerders.<sup>72</sup>

---

<sup>61</sup> Er gelden specifieke regels voor kleinschalige beheerders naar buitenlands recht, zie artt. 117-133 en 166-179 AICB-Wet. Zie ook FSMA mededeling FSMA\_2022\_05 van 25/01/2022 (update 02/12/2025), [fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-02/fsma\\_2022\\_05\\_nl.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-02/fsma_2022_05_nl.pdf), 5-6.

<sup>62</sup> Art. 107 AICB-Wet. Zie FSMA Mededeling FSMA\_2017\_07 van 27/03/2017, "Registratie van kleinschalige beheerders naar Belgisch recht van niet-openbare AICB's", [fsma.be/sites/default/files/media/files/2024-05/fsma\\_2017-07\\_nl.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/media/files/2024-05/fsma_2017-07_nl.pdf). Dit kan bij eenvoudige e-mail van het registratieformulier dat bij de mededeling gevoegd werd. naar [amc@fsma.be](mailto:amc@fsma.be) ([fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-02/fsma\\_2022\\_05\\_nl.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-02/fsma_2022_05_nl.pdf), 5).

<sup>63</sup> Ibid.

<sup>64</sup> In de praktijk stelt de FSMA hier echter vaak ook nog bijkomende vragen, vanuit het perspectief van een *vergunde* AICB, in het bijzonder wanneer ze vaststellen dat er gebruik zal worden gemaakt van delegatiestructuren. Dit betekent echter niet dat er sprake is van een 'vergunning' of een 'goedkeuring' van de FSMA.

<sup>65</sup> Zie lijst beschikbaar op [fsma.be/sites/default/files/media/files/replacement\\_files/AIFM\\_BE\\_NL.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/media/files/replacement_files/AIFM_BE_NL.pdf).

<sup>66</sup> Art. 109 AICB-Wet.

<sup>67</sup> Nog los van enige gevolgen die hieraan kunnen geknoopt worden (zie lager). Vgl. ook art. 24, §§ van de Wet van 11 juli 2018 op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een geregelde markt (al zal die in de praktijk typisch niet van toepassing zijn, zie III.1. Prospectus hieronder).

<sup>68</sup> Zie ook Mededeling, 2.

<sup>69</sup> Daarnaast moeten bijvoorbeeld private privaks ook bij de FOD Economie worden geregistreerd (zie art. 3 Koninklijk Besluit van 23 mei 2007 met betrekking tot de private privaks). Op dergelijke verplichtingen wordt hier niet verder in gegaan.

<sup>70</sup> Art. 107, §2 AICB-Wet en art. 5 Verordening nr. 231/2013.. Zie ook FSMA\_2017\_09-01, 'Formulier voor de registratie van kleinschalige beheerders van niet-openbare AICB's', §4, 'identificatie van beheerde AICB's'. Zie ook lager.

<sup>71</sup> Art. 337, §1 AICB-Wet.

<sup>72</sup> Art. 46 AICB-Richtlijn, waarvan in art. 3.2 AICB-Richtlijn expliciet wordt bevestigd dat het van toepassing is ("Onverminderd de toepassing van artikel 46 [...]"). Zie hierover ook, in vergelijking met de Verenigde Staten, HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, vn. 10, III-112, vn. 366.

Waar de Mededeling stelt dat deze beheerders niet onder toezicht van de FSMA staan, doelt zij vermoedelijk op het gegeven dat de FSMA in werkelijkheid slechts zeer beperkte bevoegdheden heeft in het licht van het beperkte wettelijke kader. Haar bevoegdheid is immers beperkt tot het erop toezien dat de bedoelde entiteit werkt overeenkomstig de bepalingen op hem van toepassing.<sup>73</sup> Deze zijn bij kleinschalige beheerders beperkt.

## B. BEDRIJFSUITOEFENING

**22.** Kleinschalige beheerders zijn niet onderworpen aan de algemene vergunnings- en bedrijfsuitoefningsbepalingen van toepassing op vergunde beheerders.<sup>74</sup> Zij zijn niet gebonden door de op bepalingen inzake bedrijfsbeheer, kapitaal en vermogen, organisatie en bestuur, bewaring van activa, verloning, belangenconflicten en/of risicobeheerdie op vergunde beheerders van toepassing zijn.<sup>75</sup> Ook de regels met betrekking tot delegatie zijn niet van toepassing.<sup>76</sup> Zij zijn slechts aan een beperkt aantal verplichtingen onderworpen wat betreft hun eigenlijke bedrijfsuitoefening.<sup>77</sup>

### (i) Transparantie

**23.** Kleinschalige beheerders zijn onderworpen aan beperkte transparantievereisten.<sup>78</sup> Ze moeten regelmatig informatie verstrekken over de voornaamste instrumenten waarin ze handelen (*i.e.* hun participaties) en over de voornaamste risicoposities en belangrijkste concentraties van AICB's die ze beheren. Zo kunnen de bevoegde autoriteiten toezien op de systeemrisico's.<sup>79</sup> Concreet betekent dit dat ze jaarlijks rapporteren over zichzelf en de AICB's die ze beheren.<sup>80</sup>

Ze moeten ook aan de FSMA 'onverwijld' alle nodige informatie meedelen om hun registratiedossier permanent up-to-date te houden (o.a. bijkomende fondsen onder beheer, wijzigingen van bestuurders, wijzigingen in de rechtstreekse en onrechtstreekse aandeelhoudersstructuur van de beheerder, beleggingsstrategieën en SFDR-classificatie (zie *III.5. SFDR* hieronder)).<sup>81</sup> Dit moeten ze

---

<sup>73</sup> Art. 338, §1 AICB-Wet.

<sup>74</sup> Titel I van Boek I van de AICB-Wet. Zie art. 108, §1 AICB-Wet.

<sup>75</sup> De Medeling zegt zelfs dat zij door 'geen enkele' bepaling gebonden zijn, maar dit is niet volledig correct, aangezien bij bv. vennootschappen de gewone bepalingen van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen ('**WVV**') zullen gelden – behalve waar expliciet anders aangegeven in de AICB-Wet of andere bijzondere wetgeving. Zie Mededeling, pg. 2.

<sup>76</sup> In de praktijk zal de FSMA bij delegatie van beheerstaken hier wel naar informeren, en ook bij eventuele controles wordt dit scherp in de gaten gehouden. Sommige kleinschalige beheerders (zeker wanneer ze de intentie hebben om door te groeien naar vergund statuut) kiezen ervoor om, zelfs al zijn de bepalingen strikt genomen niet van toepassing, eventuele delegatie van beheerstaken zo veel als mogelijk te aligneren met de bepalingen van toepassing op vergunde beheerders.

<sup>77</sup> Art. 108 AICB-Wet laat ook toe om bepaalde beperkingen op de verhandeling op te nemen. Zie hierover

*III. Verhandelen van deelbewijzen.*

<sup>78</sup> Zie art. 3, lid 3 AICB-Richtlijn, art. 5 Verordening 231/2013 en art. 107 AICB-Wet.

<sup>79</sup> Zie de kritische commentaar van HELLEBUYCK (die verwijst naar overweging 17 en het daarin uiteengezette risico dat de geaggregeerde werkzaamheden van kleinschalige beheerders toch systeemrisico's zouden kunnen genereren), HELLEBUYCK, E., *Hedge funds*, vn. 10, 112.

<sup>80</sup> Zie FSMA Circulaire FSMA\_2014\_09 van 1/09/2014 betreffende de rapporteringsverplichtingen van de beheerders van alternatieve instellingen voor collectieve belegging ten aanzien van de FSMA, [fsma.be/sites/default/files/media/files/2024-02/fsma\\_2014\\_09\\_nl.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/media/files/2024-02/fsma_2014_09_nl.pdf)

<sup>81</sup> Art. 107, §2 AICB-Wet Dit kan bij e-mail naar [amc@fsma.be](mailto:amc@fsma.be) (zie FSMA Mededeling FSMA\_2022\_05 van 25/01/2022 (update 02/12/2025) betreffende nationale bepalingen over verhandelingsvereisten voor ICBE's en AICB's, [fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-02/fsma\\_2022\\_05\\_nl.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/media/files/2022-02/fsma_2022_05_nl.pdf),7)

in het bijzonder doen wanneer ze niet langer aan de voorwaarden om als kleinschalig beschouwd te worden zouden voldoen (zie *II.5. Melden van overschrijding* hieronder).<sup>82</sup>

**24.** In tegenstelling tot bij vergunde AICB's, zijn er echter geen wettelijke vereisten omtrent bv. liquiditeit, risicospreiding of beleggingsbeleid. De FSMA oefent dan ook geen toezicht uit op de samenstelling van de portefeuille of het beheer van het fonds, ook al wordt hierover wel gerapporteerd.<sup>83</sup>

### **(ii) SFDR**

**25.** De Europese verordening betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiëledienstensector (“SFDR”)<sup>84</sup> stelt geharmoniseerde regels vast voor financiële marktdeelnemers en financieel adviseurs. Deze betreffen transparantie met betrekking tot de integratie van duurzaamheidsrisico's en het in aanmerking nemen van ongunstige effecten op de duurzaamheid in hun procedures, en de verstrekking van informatie over duurzaamheid met betrekking tot financiële producten.<sup>85</sup> Zij is van toepassing op alle AICB-beheerders, inclusief de kleinschalige.<sup>86</sup>

Kleinschalige beheerders moeten dus voldoen aan de verplichtingen opgelegd door SFDR.<sup>87</sup> Dit omvat transparantieverplichtingen op entiteitsniveau (de beheerder)<sup>88</sup> en op productniveau (de AICB).<sup>89</sup> Wanneer een beheerder bijvoorbeeld rapporteert onder ‘artikel 6’ (waaronder slechts beperkte rapportering over duurzaamheid nodig is), moet deze aangeven dat hij duurzaamheidsrisico's niet relevant acht, en daarvoor duidelijke en beknopte redenen geven in de informatie die hij aan beleggers verschafft (inclusief via zijn website).<sup>90</sup> Beheerders vinden dit vaak geen aangename boodschap om aan hun investeerders te brengen, maar worden afgeschrikt door de compliance-kost (en risico's) die een ‘duurzamer’ statuut<sup>91</sup> met zich meebrengt.

---

<sup>82</sup> *Ibid.*, 2.

<sup>83</sup> Mededeling, 2.

<sup>84</sup> Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatieverschaffing over duurzaamheid in de financiëledienstensector. Zie hierover VAN CAENEGEM, A., *Towards a coherent legal framework for sustainable collective investment funds in the EU (Dissertation)*, 2025, KU Leuven, [lirias.kuleuven.be/4258744&lang=en](https://lirias.kuleuven.be/4258744&lang=en).

<sup>85</sup> Art. 1 SFDR.

<sup>86</sup> Art. 2, 1, e SFDR. j. Art. 2, 4 SFDR, dat bepaalt dat de verordening van toepassing is op AICB-Beheerders in de zin van art. 4, lid 1, punt 1 van de AICB Richtlijn. Deze definitie omvat ook kleinschalige AICB-beheerders.

<sup>87</sup> Hetzelfde geldt overigens voor de taxonomieverordening, waarop we binnen het bestek van deze bijdrage niet verder in gaan. Deze verordening verwijst immers naar de definitie van financiële marktdeelnemer zoals deze in de SFDR is opgenomen. Zie art. 2,2 Verordening (EU) 2020/852 van het Europees Parlement en de Raad van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen en tot wijziging van Verordening (EU) 2019/2088.

<sup>88</sup> Ihb. art. 4 SFDR.

<sup>89</sup> Ihb. art. 6, 8, 9 en 11 SFDR.

<sup>90</sup> Art. 6 SFDR. Opmerkelijk genoeg verwijst artikel 6 SFDR hier naar de informatieverschaffing aan beleggers bedoeld in artikel 23, lid 1 van Richtlijn 2011/61/EU. Kleinschalige beheerders zijn hieraan in principe niet onderworpen. Op basis van o.a. art. 3 en 4 SFDR moet deze informatie ook op de website beschikbaar worden gesteld.

<sup>91</sup> Art. 8 en 9 SFDR.

Ook onder het recente voorstel van de Europese Commissie tot aanpassing van SFDR, dat deze verplichtingen grondig wil herzien,<sup>92</sup> is de SFDR nog steeds van toepassing op kleinschalige beheerders.<sup>93</sup> De Commissie wil compliance met dit regime eenvoudiger, rechtlijniger en goedkoper maken door bepaalde transparantieverplichtingen op entiteitsniveau te schrappen, en ook productniveau transparantie te beperken via een focus op modellen voor gecategoriseerde producten met minder indicatoren.<sup>94</sup> Er werd echter geen *de minimis* ingevoerd.

### (iii) *Anti-witwaswetgeving*

**26.** Beheervenootschappen van AICB's naar Belgisch recht zijn onderworpen aan de antiwitwaswetgeving, waarbij geen uitzondering wordt gemaakt voor kleinschalige beheerders.<sup>95</sup>

Kleinschalige beheerders moeten dus onder meer voldoen aan de verplichtingen met betrekking tot organisatie en interne controle. Deze vereisen onder meer een interne auditfunctie, passende en doeltreffende gedragslijnen, procedures en interne controlemaatregelen die evenredig zijn met hun aard en omvang, een persoon op het hoogste niveau die verantwoordelijk is om te waken over de toepassing en uitvoering ervan en een daartoe opgeleid persoon die belast is met toezicht op de concrete tenuitvoerlegging en bevoegdheid heeft om zelf alle noodzakelijke of nuttige maatregelen voor te stellen<sup>96</sup>.<sup>97</sup> Beheerders moeten hierover ook jaarlijks rapporteren aan de FSMA.<sup>98</sup>

Dit betekent ook dat kleinschalige beheerders moeten voldoen aan cliënt-identificatie (i.e. identificatie van hun investeerders), en de waakzaamheidsverplichtingen ten opzichte van zowel cliënteel (*c.q.* investeerders) als transacties die daarmee gepaard gaan.<sup>99</sup> Zij moeten atypische

---

<sup>92</sup> Zie VAN CAENELEM, A., “The SFDR II Proposal: An Overview”, *Corporate Finance Lab* 20 November 2025, [corporatefinancelab.org/2025/11/20/the-sfdr-ii-proposal-an-overview/](https://corporatefinancelab.org/2025/11/20/the-sfdr-ii-proposal-an-overview/).

<sup>93</sup> Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 2019/2088 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (SFDR), Regulation (EU) No 1286/2014 on key information documents for packaged retail and insurance-based investment products (PRIIPs) and repealing Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288, COM/2025/841 Final ([eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025PCo841](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025PCo841)) (“SFDR Proposal”).

<sup>94</sup> Zie ‘*reasons for and objectives of the proposal*’ en ‘*impact assessment*’ opgenomen in het *explanatory memorandum* bij het voorstel ([eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025PCo841](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025PCo841)).

<sup>95</sup> Art. 5, 12°, b van de Wet van 18 september 2017 tot voorkoming van het witwassen van geld en de financiering van terrorisme en tot beperking van het gebruik van contanten (“**Wet van 18 september 2017**”). Dit artikel verwijst naar art. 3, 12° AICB-Wet. De Wet van 18 september 2017 is in belangrijke mate een omzetting van Richtlijn (EU) 2015/849 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2015 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering (zoals aangepast van tijd tot tijd). In het kader van het laatste Europese antiwitwas-pakket wordt de antiwitwaswetgeving in de nabije toekomst grondig hervormd. Deze hervormingen worden hier niet verder besproken. Zie EUROPEES PARLEMENT, “Nieuwe EU-regels ter bestrijding van witwaspraktijken”, 24 april 2024, [europarl.europa.eu/news/nl/press-room/20240419IPR20586/nieuwe-eu-regels-ter-bestrijding-van-witwaspraktijken](https://europarl.europa.eu/news/nl/press-room/20240419IPR20586/nieuwe-eu-regels-ter-bestrijding-van-witwaspraktijken).

<sup>96</sup> Als dit verantwoord is om rekening te houden met de aard en omvang van de onderworpen entiteit, met name wat haar rechtsvorm, beleidsstructuur of haar personeelsbestand betreft, kan de functie van toezicht op concrete tenuitvoerlegging worden uitgeoefend door de persoon ‘op het hoogste niveau’ die verantwoordelijk is. (Art. 9, §3 Wet van 18 september 2017)

<sup>97</sup> Art. 8 en 9 van de Wet van 18 september 2017.

<sup>98</sup> Zie hierover FSMA Mededeling FSMA\_2020\_12 dd. 6/10/2020, “Jaarlijks activiteitenverslag van de AMLCO”, [fsma.be/sites/default/files/legacy/content/NL/circ/2020/fsma\\_2020\\_12\\_nl.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/legacy/content/NL/circ/2020/fsma_2020_12_nl.pdf). Er is ook een periodieke vragenlijst die jaarlijks moet worden ingevuld. Zie hierover FSMA Circulaire FSMA\_2025\_05 dd. 1/04/25 “Periodieke vragenlijst over de voorkoming van het witwassen van geld en de financiering van terrorisme”, [fsma.be/sites/default/files/media/files/2025-03/fsma\\_2025\\_05\\_nl.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/media/files/2025-03/fsma_2025_05_nl.pdf).

<sup>99</sup> Art. 19-44 Wet van 18 september 2017.

verrichtingen analyseren, en vermoedens van witwassen of financiering van terrorisme melden aan de Cel voor Financiële Informatieverwerking.<sup>100</sup> De FSMA vaardigde richtlijnen uit over de toepassing van deze verplichtingen.<sup>101</sup>

#### (iv) *Vennootschapsrecht*

**27.** Beheerders en AICB's die de vorm aannemen van een vennootschap, zijn ook gebonden door de formaliteiten en governanceverplichtingen opgelegd door de vennootschapsvorm die ze aannemen.<sup>102</sup> Deze zijn eerder beperkt, maar hun belang in de praktijk mag niet worden onderschat.

Deze vennootschaprechtelijke bepalingen kunnen in het bijzonder van belang zijn voor de AICB zelf, bijvoorbeeld bij het structureren van het bestuur, de financiering, uitgifte van effecten of in- en uitstappen,<sup>103</sup> en zelfs voor het organiseren van de investeringen zelf in AICB's.<sup>104</sup> Beperkingen op bv. financiële bijstand ('*financial assistance*') spelen dan weer een rol bij het structureren van individuele transacties.<sup>105</sup> AICB's worden waar mogelijk vaak opgericht als maatschap of commanditaire vennootschap, omwille van de grote contractuele vrijheid die daarmee gepaard gaat.<sup>106</sup> Deze regels vallen typisch niet binnen de bevoegdheden van de FSMA.<sup>107</sup>

#### (v) *Bijzondere statuten*

**28.** De AICB-Wet voorziet in bijzondere statuten (o.a. voor institutionele AICB's<sup>108</sup>, beveks<sup>109</sup>, bevaks<sup>110</sup> en privaks<sup>111</sup>)<sup>112</sup> die vaak bijkomende prudentiële verplichtingen met zich meebrengen.

---

<sup>100</sup> Art. 45-63 Wet van 18 september 2017.

<sup>101</sup> Zie ihb. FSMA Circulaire FSMA\_2019\_12 dd. 27/06/2019, "Passend organisatorisch kader voor de bestrijding van het witwassen van geld en de financiering van terrorisme", [fsma.be/sites/default/files/legacy/content/NL/circ/2019/fsma\\_2019\\_12\\_nl.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/legacy/content/NL/circ/2019/fsma_2019_12_nl.pdf)

<sup>102</sup> Denk o.a. aan de bepalingen met betrekking tot eigen vermogen, inbreng en kapitaalverhogingen- of verlagingen, maar ook met betrekking tot relaties tussen aandeelhouders (zoals belangenconflictenregelingen en regeling van conflicten tussen aandeelhouders).

<sup>103</sup> Zie hierover bv. FERON, B., en PASDERMADJIAN, A., "Le financement des sociétés non cotées via capital/capitaux propres, points d'attention et questions pratiques" in CATTARUZZA, J., en DE MEULENEERE, I. (eds.), *De impact van het nieuwe vennootschapsrecht op de governance van financiële instellingen en op financiële transacties*, Lefebvre Sarrut Belgium 2020, 226-234 (**hierna:** CATTARUZZA, J. e.a., *Impact*, vn. 103).

<sup>104</sup> Bv. door meervoudig stemrecht en aandeelhoudersklasses. Zie hierover, en over de interactie tussen het WVV en de AICB-Wet voor vergunde AICB's, MARQUETTE, V., en DELWAIDE, S., "L'Impact du CSA sur la structure de gouvernance des sociétés de gestion d'OPC et d'OPCA, des établissements de paiement, des établissements de monnaie électronique et de certaines autres institutions financières" in CATTARUZZA, J. e.a., *Impact*, vn. 103, 105-112.

<sup>105</sup> Zie art. 5:152 WVV (voor BV), art. 7:227 WVV (voor NV). Zie over dit regime (in het kader van NV's) ook LEUNEN, C.A., L'HOMME, T., en FILBICHE, J., "Augmentations de capital dans les sociétés cotées, clauses de changement de contrôle et assistance financière" in CATTARUZZA, J. e.a., *Impact*, vn. 103, 235.

<sup>106</sup> Al is dit niet steeds mogelijk. Sommige door de AICB-Wet geregelde vormen van AICB vereisen een bepaalde vennootschapsvorm (zie hoger, vn. 2). Wanneer bv. wordt vereist dat de vorm van een naamloze vennootschap wordt aangenomen, kan de AICB-Wet ook gericht sommige bepalingen van het WVV uitsluiten (zie artt. 191, §6, 196, §4, 285, §1, en 294, §1 AICB-Wet).

<sup>107</sup> Ervan uitgaand dat er geen sprake is van een genoteerde vennootschap.

<sup>108</sup> Zie W. LEGRAND, "De institutionele bevek na de omzetting van de AIFMD", *TBH* 2017, 135-160.

<sup>109</sup> Beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal.

<sup>110</sup> Beleggingsvennootschap met vast kapitaal.

<sup>111</sup> 'Private equity bevak', dat private beleggers aantrekt om te investeren in niet-genoteerde bedrijven. Zie ook, met betrekking tot de private privak, Koninklijk Besluit van 23 mei 2007 met betrekking tot de private privaks.

<sup>112</sup> Zie artt. 281 – 305/7 AICB-wet.

AICB's onder deze statuten kunnen vaak worden beheerd door kleinschalige AICB's en zijn vaak niet-openbaar.

Daarnaast zijn er ook Europeesrechtelijke statuten voor ELTIFs ('European Long Term Investment Funds', voor investeringen op lange termijn)<sup>113</sup> en EuVECA's ('European Venture Capital funds', voor investeringen in KMO's)<sup>114</sup>. Ook deze statuten (die vaak passporting mogelijk maken) hebben hun eigen set van regels. Het is daarbij in de praktijk niet altijd even duidelijk hoe deze statuten (en de harmonisatie die ze met zich meebrengen) zich verhouden met het Belgisch regelgevend kader (in het bijzonder de verhandelingsregels, zoals de transparantieregels (zie ook *III.2. Bijzondere publiciteitsregels en Transversaal KB* hieronder) en de blue sky regimes (zie ook *III.3. Blue sky regimes* hieronder)). Deze vragen passen niet binnen het bestek van deze bijdrage.

Deze bijzondere statuten worden in deze bijdrage niet verder besproken.

## C. BELEGGINGSDIENSTEN

**29.** Vergunde beheerders kunnen onder hun vergunning bepaalde beleggingsdiensten verstrekken (individueel portefeuillebeheer, beleggingsadvies, bewaring en administratie, ontvangen en doorgeven van orders).<sup>115</sup> Kleinschalige beheerders kunnen dit niet.<sup>116</sup>

Indien zij dergelijke beleggingsdiensten willen verstrekken, moeten ze ofwel een vergunning als 'gewone' beheerder aanvragen<sup>117</sup>, ofwel een 'MiFID-vergunning'<sup>118</sup> bekomen.<sup>119</sup>

---

<sup>113</sup> Zie verordening (EU) 2015/760 van het Europees Parlement en de Raad van 29 april 2015 betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen.

<sup>114</sup> Verordening (EU) nr. 345/2013 van het Europees Parlement en de Raad van 17 april 2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen.

<sup>115</sup> Art. 3, 43° AICB-Wet; zie ook art. 33 AICB-Wet, dat bepaalde artikelen met betrekking tot bedrijfsuitoefening van de wet van 25 oktober 2016 van toepassing verklaart op beheerders van AICBs. Dit laatste artikel is niet van toepassing op kleinschalige beheerders. In België gevestigde beheersvennootschappen zijn slechts onderworpen aan de bedrijfsuitoefningsvoorwaarden "wat betreft de beleggingsdiensten die ze verstrekken" (art. 26, eerste lid Wet Financieel Toezicht). Een registratie als kleinschalige beheerder laat in principe niet toe om beleggingsdiensten te verstrekken. Merk op dat indien derde partijen de betreffende rechten verhandelen, zij wel ten volle binnen het kader van toepassing op het verstrekken van beleggingsdiensten vallen, en mogelijk dus ook aan de MiFID-verplichtingen moeten voldoen. Ook de wet van 22 maart 2006 betreffende de bemiddeling in bank- en beleggingsdiensten en de distributie van financiële instrumenten wordt van toepassing. Zie randnr. 41 hieronder en de voetnoten daarbij.

<sup>116</sup> Art. 108, §3 AICB-Wet.

<sup>117</sup> Via een zgn. 'opt-in'. Zie art. 1 Verordening 447/2013.

<sup>118</sup> Een vergunning onder de Wet van 25 oktober 2016 betreffende de toegang tot het beleggingsdienstenbedrijf en betreffende het statuut van en het toezicht op de vennootschappen voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.

<sup>119</sup> Ze kunnen een bestaande MiFID-vergunning ook gewoon behouden wanneer ze kleinschalige beheerder worden (zie Europese Commissie, *AIFMD Q&A*, 26 ([finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers\\_en.pdf](http://finance.ec.europa.eu/system/files/2017-05/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf))). Er is verder geen reden waarom ze niet op mogelijke vrijstellingen onder de wet van 25 oktober 2016 zouden kunnen terugvallen indien deze van toepassing zijn (zie ook de zinsnede 'vergunning die daartoe vereist is'). In de praktijk wordt soms met delegatie- en distributiestructuren gewerkt om hieraan tegemoet te komen. Dit is niet zonder de spreekwoordelijke 'wolfijzers en schietgeweren', en zou ons hier te ver brengen.

## D. KLEINSCHALIGE BEHEERDERS UIT ANDERE LIDSTATEN

30. De Belgische wetgever is vrij coulant geweest in het toelaten van kleinschalige beheerders gevestigd binnen de EU<sup>120</sup> om hun activiteiten hier uit te oefenen.<sup>121</sup> Zij kunnen Belgische AICBs beheren<sup>122</sup> en in België rechten van deelneming in door hen beheerde AICB's uit de Europese Unie<sup>123</sup> verhandelen zonder openbaar aanbod.<sup>124</sup>

Deze beheerders moeten aan de FSMA een kennisgeving overmaken voor elke AICB die ze voornemens zijn te verhandelen of beheren in België, met daarin een programma van werkzaamheden.<sup>125</sup> Bij verhandeling moeten ze ook verschillende documenten overmaken, zoals (i) het bewijs dat ze als beheerder zijn geregistreerd in de lidstaat van herkomst, (ii) het reglement of de statuten van de AICB, en (iii) een beschrijving van de AICB of enige andere informatie ter beschikking gesteld van de deelnemers.<sup>126</sup> Bij beheer middels een bijkantoor, moet ook informatie over het bijkantoor worden overgemaakt.<sup>127</sup>

De beheerder kan overgaan tot beheer wanneer hij op de door de FSMA bijgehouden openbare lijst worden ingeschreven.<sup>128</sup> Hij kan van start gaan met de verhandeling zodra de kennisgeving aan de FSMA is overgemaakt,<sup>129</sup> al wordt in de praktijk vaak gevraagd naar en gewacht op een ontvangstbevestiging van de FSMA.

Ook voor beheerders uit andere lidstaten geldt de verplichting om alle nodige gegevens mee te delen opdat het dossier permanent bijgewerkt zou zijn.<sup>130</sup> Ze moeten ook bepaalde faciliteiten in België voorzien indien zij voornemens zijn om rechten van deelneming in AICB's bij retailbeleggers in België te verhandelen (in het bijzonder om contact met beleggers en de FSMA te vergemakkelijken).<sup>131</sup>

## II.4. NIET-OPENBARE AICB'S

31. De Mededeling, en het '*light*' regime hierboven omschreven, hebben enkel betrekking op Belgische kleinschalige beheerders van *niet-openbare* AICB's.

---

<sup>120</sup> Het regime voor beheerders van buiten de EU wordt in deze bijdrage niet verder besproken. Zie hierover LEGRAND, W., "Private plaatsing in België van AICB's door beheerders uit derde landen. De Belgische omzetting van artikel 42 AIFMD" in PEETERS, J. et al. (ed.), *Actuele problemen van financieel, vennootschaps- en fiscaal recht*, Brussel, Intersentia, 2017, 131.

<sup>121</sup> Sommige andere jurisdicities schermen deze markt meer af.

<sup>122</sup> Artt. 117 ev. AICB-Wet

<sup>123</sup> Het regime voor verhandeling van AICB's van buiten de EU wordt in deze bijdrage niet verder besproken.

<sup>124</sup> Art. 127 AICB-Wet. Beheren van openbaar aangeboden AICBs is wel mogelijk, maar dan wordt een veel uitgebreider regime van toepassing. Zie art. 122 AICB-Wet.

<sup>125</sup> Voor beheer: art. 118-119 AICB-Wet; voor verhandeling: art. 128 AICB-Wet.

<sup>126</sup> Art. 128 AICB-Wet.

<sup>127</sup> Art. 119 AICB-Wet.

<sup>128</sup> Art. 121 AICB-Wet.

<sup>129</sup> Art. 128 AICB-Wet.

<sup>130</sup> Voor beheer: art. 120 AICB-Wet; voor verhandeling: art. 129 AICB-Wet.

<sup>131</sup> Art. 128/1 j. art. 125/1 AICB-Wet. Er ligt een voorstel van de Europese Commissie voor om deze verplichtingen af te zwakken.

Voor (beheerders van) *openbare* AICB's geldt een uitgebreider regime voor zowel de beheerde (die aan haast dezelfde verplichtingen als een vergunde beheerde moet voldoen,<sup>132</sup> en ook aan bijkomende regels<sup>133</sup>), als de AICB<sup>134</sup>. Deze regimes vallen niet binnen het bestek van deze bijdrage.

**32.** Een **openbare AICB** is een AICB die haar financiële middelen *geheel of gedeeltelijk* aantrekt via een openbaar aanbod van effecten in België.<sup>135</sup> Een **niet-openbare AICB** is een AICB die dat *niet* doet.<sup>136</sup> Een gedeeltelijk aantrekken van middelen via een openbaar aanbod van effecten is dus voldoende om als openbare AICB te kwalificeren.

**33.** Een openbaar aanbod van effecten onder de AICB-wet is (a) een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie wordt verstrekt over de voorwaarden van het aanbod en over de aangeboden effecten om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten; deze definitie is ook van toepassing op de plaatsing van effecten via financiële tussenpersonen of (b) de toelating tot de verhandeling op een multilaterale handelsfaciliteit of gereglementeerde markt, terwijl de toepasselijke marktregels de natuurlijke of rechtspersonen die geen professionele beleggers zijn die hun woonplaats of zetel in België hebben niet verbieden om transacties in de betrokken effecten uit te voeren.<sup>137</sup>

**34.** De volgende aanbiedingen van effecten van instellingen voor collectieve belegging hebben echter geen openbaar karakter (gekend als het '*private placement*' regime, zie randnr. 40 hieronder), zelfs al voldoen ze voor het overige wel aan de voorwaarden van een openbaar aanbod:<sup>138</sup>

1. de aanbiedingen van effecten die uitsluitend gericht zijn aan professionele beleggers<sup>139</sup>;

---

<sup>132</sup> Art. 110-112 AICB-Wet, die het regime van toepassing op vergunde beheerders grotendeels (met enkele uitzonderingen) toepassen op kleinschalige beheerders die ten minste één openbare AICB naar Belgisch recht beheren. Zie ook *Parl. Voorb. Kamer 2013-2014, Doc 3433/001*, p. 64.

<sup>133</sup> Zie art. 309-333 AICB-Wet. Zie hieromtrent ook Mvt Kamer 2013-2014, Doc53 2432/001, 96: "De bepalingen van dit deel zijn van toepassing bovenop de bepalingen [van toepassing op Belgische vergunde beheerders]. Zij mogen in geen enkel geval als een versoepeeling worden gezien van de regeling die uit de AIFM-richtlijn voortvloeit: het gaat om extra regels. // Ter zake wordt er ook op gewezen dat de specifieke regeling voor de kleinschalige beheerders niet van toepassing zal zijn op de beheerders van openbare AICB's: voor hen gelden het merendeel van de bepalingen van de richtlijn (zie hierboven) alsook de bepalingen van dit deel."

<sup>134</sup> Art. 180-280 AICB-Wet.

<sup>135</sup> Art. 3, 4° AICB-Wet.

<sup>136</sup> Art. 3,5° AICB-Wet.

<sup>137</sup> Art. 3, 27° AICB-Wet. Deze definitie is in grote mate gealigneerd met de definitie van 'aanbieding van effecten aan het publiek' in de zin van art. 2(d) van de Prospectusverordening (zoals lager gedefinieerd): "een in om het even welke vorm en met om het even welk middel tot personen gerichte mededeling waarin voldoende informatie over de voorwaarden van de aanbieding en de aangeboden effecten wordt verstrekt om een belegger in staat te stellen tot aankoop van of inschrijving op deze effecten te besluiten. Deze definitie is ook van toepassing op de plaatsing van effecten via financiële tussenpersonen". Verdere bespreking van de toegevoegde waarde van art. 3,27°(b) AICB-Wet ten opzichte van de definitie in de Prospectusverordening valt buiten het bestek van deze bijdrage.

<sup>138</sup> Art. 5 AICB-Wet.

<sup>139</sup> Gekwalificeerde beleggers in de zin van de Prospectusverordening, zie art. 3,30° AICB-Wet, i.e. (i) 'professionele beleggers' in de zin van MiFID II (Bijlage II bij Richtlijn 2014/65/EU), (ii) partijen die op verzoek als professionele tegenpartijen in de zin van MiFID II worden erkend, en (iii) in aanmerking komende tegenpartijen in de zin van art. 30 van MiFID II die geen overeenkomst zijn aangegaan om als niet-professionele cliënten te worden beschouwd. Als deel van het akkoord omtrent het 'Retail Investment Strategy Package' wordt de drempel om op verzoek als professionele tegenpartij te kunnen worden erkend, verlaagd. Verdere bespreking hiervan valt niet binnen deze bijdrage. Zie European Council, "Retail investment strategy: Council and Parliament agree on package to empower consumers while boosting markets", 18 december 2025, [consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/12/18/retail-investment-strategy-package](http://consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/12/18/retail-investment-strategy-package)

2. de aanbiedingen van effecten die gericht zijn aan minder dan 150 natuurlijke of rechtspersonen die geen professionele beleggers zijn;
3. de aanbiedingen van rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging met een *vast* aantal rechten van deelneming, die een *totale tegenwaarde* van ten minste 100.000 euro per belegger en per categorie effecten vereisen;
4. de aanbiedingen van rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging met een *veranderlijk* aantal rechten van deelneming die een *totale tegenwaarde* van ten minste 250.000 euro per belegger en per categorie effecten vereisen;
5. de aanbiedingen van rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging met een *vast* aantal rechten van deelneming, met een *nominale waarde per eenheid* van ten minste 100.000 euro; en
6. de aanbiedingen van effecten met een *totale tegenwaarde in de Europese Economische Ruimte* van minder dan 100.000 euro die wordt berekend over een periode van 12 maanden.

Bij registratie als kleinschalige AICB-beheerder moet de beheerder aangeven op welke van de uitzonderingsgronden deze vertrouwt om uit te sluiten dat er sprake is van openbare aanbieding.<sup>140</sup>

De Belgische regeling voorziet niet in een bijzondere uitzonderingsgrond voor uitgifte van participaties in AICB's aan personeel van de AICB of AICB-beheerder.

**35.** Deze uitzonderingsgronden zijn cumulatief: rechten in een AICB kunnen bijvoorbeeld aan zowel professionele beleggers (1°), als aan 100 niet-professionele beleggers (2°), zonder dat de AICB een openbaar karakter verkrijgt. Vaak zal men in de praktijk in ieder geval 100.000 euro (vast aantal rechten) of 250.000 euro (veranderlijk aantal rechten) minimuminschrijving vereisen om uit het vaarwater van het Transversaal KB te blijven, zie randnr. 45 hieronder.<sup>141</sup>

**36.** De uitzonderingsgronden zijn van toepassing op een verdere doorverkoop van participaties. Het is dus geboden om strikte beperkingen op doorverkoop ('*selling restrictions*') op te nemen in de voorwaarden van de betreffende participaties, opdat het niet-openbaar karakter niet verloren gaat.<sup>142</sup>

## II.5. MELDEN VAN OVERSCHRIJDING

**37.** Wanneer een kleinschalige AICB-beheerder vaststelt dat hij niet langer aan de voorwaarden voor registratie voldoet (bijvoorbeeld omdat zijn AuM zijn gestegen, of omdat hij door hefboomfinanciering plots over de 'nieuwe' grens van 100 miljoen euro is gestruikeld), moet deze beheerder de afweging maken of de overschrijding al dan niet van tijdelijke aard is. Een overschrijding is van tijdelijke aard indien het waarschijnlijk is dat zij niet langer dan drie maanden zal duren.

Indien de overschrijding niet van tijdelijke aard zal zijn, moet de beheerder onmiddellijk de bevoegde

---

[investment-strategy-council-and-parliament-agree-on-package-to-empower-consumers-while-boosting-markets/](#).

<sup>140</sup> Zie bijlage bij FSMA Mededeling FSMA\_2017\_07 van 27 maart 2017 betreffende registratie van kleinschalige beheerders naar Belgisch recht van niet-openbare AICB's ([fsma.be/sites/default/files/media/files/2024-05/fsma\\_2017-07\\_nl.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/media/files/2024-05/fsma_2017-07_nl.pdf)).

<sup>141</sup> Zie ook de nieuwe titel van de Mededeling, randnr. 6 hierboven.

<sup>142</sup> Art. 5, §1, *in fine* AICB-Wet.

toezichthouder op de hoogte brengen, en binnen de 30 kalenderdagen een vergunning aanvragen. Indien ze wel van tijdelijke aard is, moet de beheerder dit onmiddellijk aan de bevoegde toezichthouder melden, en moet hij drie maanden later opnieuw herberekenen.<sup>143</sup>

**38.** Uiteraard kan de beheerder zelfs bij een tijdelijke overschrijding (of zonder overschrijding) voor een ‘opt-in’ kiezen, en een vergunning aanvragen.<sup>144</sup> Beheerders zullen hiervoor soms opteren wanneer zij groeiplannen of internationale ambities hebben.<sup>145</sup>

---

<sup>143</sup> Zie art. 3.3.e AICB-Richtlijn en Art. 4 AICB-Verordening, Art. 107, §2 AICB-Wet.

<sup>144</sup> Art. 108, §2 AICB-Wet. Zie vn. 24 hierboven.

<sup>145</sup> Indien relevant kan hierbij ook aan een statuut als ELTIF of EUVECA gedacht worden, zie randnr. 28 hierboven.

### **III. VERHANDELEN VAN DEELBEWIJZEN**

**39.** De voorbereidende werken van de AICB-Wet (zie randnr. 4 hierboven) en de Mededeling focussen niet enkel op het gebrek aan regulering van de beheerders zelf (entiteitniveau), maar ook op het gebrek aan bescherming van investeerders in niet-openbare AICB's beheerd en verhandeld door kleinschalige AICB-Beheerders (productniveau). Dit gebrek aan bescherming op productniveau is in belangrijke mate gelieerd aan het gegeven dat er sprake is van een niet-openbaar aanbod.<sup>146</sup>

**40.** Ook met het verhandelen van deelbewijzen in AICB's waarvan de verhandeling onder het zgn. '*private placement regime*' (zoals besproken in randnummer 34) valt of anderszins geen openbaar aanbod van effecten (zoals besproken in randnummer 33) uitmaakt (niet-openbare AICBs),<sup>147</sup> gaan echter bepaalde verplichtingen en beperkingen gepaard (die ook op kleinschalige AICB-beheerders van toepassing kunnen zijn). In wat volgt bespreken we beknopt enkele van deze verplichtingen en beperkingen.<sup>148</sup>

**41.** De product governance vereisten van MiFID worden hier buiten beschouwing gelaten. Deze zijn immers in principe niet van toepassing op de verdeling van deelbewijzen in AICBs door kleinschalige beheerders van AICBs.<sup>149</sup> Onrechtstreeks zullen distributeurs die wel aan MiFID zijn onderworpen niet zelden (een deel van) deze verplichtingen, zoals het definiëren van een doelmarkt (*target market*) bij de beheerder leggen.<sup>150</sup>

#### **III.I. PROSPECTUS**

**42.** Voor het op de markt brengen van niet-openbare AICB's is een prospectus in principe niet verplicht. Participaties in *open-ended* niet-openbare AICB's<sup>151</sup> (in Belgische omzettingen aangeduid

---

<sup>146</sup> Wanneer een kleinschalige AICB-Beheerder openbare AICB's beheert of verhandelt, wordt een veel uitgebreider regime van toepassing. Zie randnr. 31 hierboven.

<sup>147</sup> Bovenop SFDR en de antiwitwaswetgeving, zie hoger.

<sup>148</sup> Meer gedetailleerde besprekingen van het regime van toepassing op verhandeling onder het *private placement regime* is te vinden bij TISON, M., "Regulering en distributie van (gestructureerde) beleggingsproducten" in Instituut Financieel Recht (ed.), *Financiële regulering in de kering*, Antwerpen, Intersentia, 2012, 367-399; DESSY, E., "La commercialisation d'organismes de placement collectifs en Belgique", DBF-BFR 2014, 202-223 en DENYS, B. en LINARD DE GUERTECHIN, T., "Restrictions Applicable to AIFS Marketed in Belgium under the Private Placement Regime" European Investment Fund Review 2023-01, 50 ([doi.org/10.3917/eifr.003.0049](https://doi.org/10.3917/eifr.003.0049))(hierna: DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148).

<sup>149</sup> Zie art. 1.1 Gedeleerde Richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen, dat enkel van toepassing is op vergunde beheerders ("beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen overeenkomstig artikel 6, lid 6, van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad").

<sup>150</sup> Zie art. 9 en 10 van Gedeleerde Richtlijn (EU) 2017/593 van de Commissie van 7 april 2016 tot aanvulling van Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad met betrekking tot het vrijwaren van financiële instrumenten en geldmiddelen die aan cliënten toebehoren, productgovernanceverplichtingen en de regels die van toepassing zijn op het betalen of het ontvangen van provisies, commissies en geldelijke of niet-geldelijke tegemoetkomingen. Vgl. C. VERVLIET, "MiFID II Product Governance: To boldly go where no one else has gone before?" in I. DE MEULENEERE, V. COLAERT e.a. (eds.), *MiFID II & MiFIR: CAPITA SELECTA*, Cahiers AEDBF / EVBFR, Anthemis 2018, (155) 157-159.

<sup>151</sup> I.e. waarbij hun rechten van deelneming, op verzoek van de houders, ten laste van de activa van deze instelling direct of

als ‘met een veranderlijk aantal rechten van deelneming’) vallen niet binnen het toepassingsgebied van de **Prospectusverordening**.<sup>152</sup> Zij moeten evenmin een informatienota publiceren onder de **Wet Openbare Aanbieding**.<sup>153</sup> Vergunde beheerders moeten in dit geval wel informatie delen op basis van de AICB-Wet.<sup>154</sup>

Voor niet-openbare AICB’s met een vast aantal rechten van deelneming (*closed-ended*), gelden de bepalingen van de Prospectusverordening en Wet Openbare Aanbieding theoretisch gezien wel. In de praktijk zullen ze meestal niet van toepassing zijn op basis van de ‘*de minimis*’-bepalingen<sup>155</sup> van de Prospectusverordening en Wet Openbare Aanbieding, die zeer gelijklopend zijn met de uitzonderingen op het openbaar aanbod van beleggingsinstellingen zoals besproken in randnr. 34 hierboven.

### **III.2. BIJZONDERE PUBLICITEITSREGELS EN TRANSVERSAAL KB**

**43.** In haar Mededeling geeft de FSMA aan dat de bijzondere publiciteitsregels (inclusief de verplicht voorafgaande goedkeuring van de publiciteit door de FSMA) niet van toepassing zijn op het private aanbod van deelbewijzen in deze niet-openbare AICBs.

Zij beklemtoont hierbij dat (bij gebrek aan *a priori* controle) bij de betreffende producten de potentiële voordelen en winstkansen mogelijks disproportioneel naar voren worden geschoven zonder dat hierbij noodzakelijkerwijze de kosten, risico’s en kansen op verlies op even duidelijke wijze worden belicht.<sup>156</sup> Ook het pre-marketing regime en het informatieregime uit de verordening betreffende het faciliteren van grensoverschrijdende distributie van AICB’s (de zogenaamde ‘**CBDF-Verordening**’) zijn niet van toepassing.<sup>157</sup>

**44.** De bepalingen van toepassing op kleinschalige beheerders, laten de mogelijkheid open om verhandelen van participaties in niet-openbare AICB’s te beperken en oa. informatieverplichtingen,

---

indirect ingekocht of terugbetaald worden (zie art. 2. p. Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een geregelteerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (“**Prospectusverordening**”)).

<sup>152</sup> Zie art. 1.2.a Prospectusverordening.

<sup>153</sup> Art. 10, §2, 1° Wet van 11 juli 2018 op de aanbieding van beleggingsinstrumenten aan het publiek en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een geregelteerde markt (de “**Wet Openbare Aanbieding**”).

<sup>154</sup> Zie art. 68 ev. AICB-Wet. Voor openbare AICB’s geldt ook een werkelijke prospectusplicht, en plicht tot delen van essentiële informatiedocument. Zie art. 222 AICB-Wet en oa. KB van 25 februari 2017 met betrekking tot bepaalde openbare alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun behersvennootschappen, en houdende diverse bepalingen.

<sup>155</sup> Art. 1.4 Prospectusverordening j. art. 7 Wet Openbare Aanbieding en art 10, §3, 1° Wet Openbare Aanbieding.

<sup>156</sup> Zie Mededeling, pg. 2. Dit doet uiteraard niet af van een beoordeling of sanctionering achteraf, of de toepassing privaatrechtelijke afdwingingsmechanismen bij misleiding (zie III.6. *Consumentenbescherming in het WER*, III.7. *B2B bescherming in het WER* en IV. *Gemeenrechtelijke bescherming hieronder*).

<sup>157</sup> Het wordt immers beperkt tot AICB-beheerders ‘waaraan overeenkomstig artikel 6 van de AICB-Richtlijn vergunning is verleend’. Zie art. 122/1 AICB-Wet en art. 3, (b) van Verordening (EU) 2019/1156 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende het faciliteren van de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging en houdende wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 345/2013, (EU) nr. 346/2013 en (EU) nr. 1286/2014. Voor meer uitgebreide besprekking, zie DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 50. Zie ook over dit regime PEETERS, S., “EU kader voor de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging – een besprekking van de nieuwe Richtlijn en Verordening”, *Financ. Forum Bank- En Financ. Recht* 2019/IV, 340–347.

contractuele verplichtingen, publiciteitsregels, klachtenbehandeling, transparantieplichten, toegankelijkheidsplichten, regelingen inzake voordelen en een zorgplicht op te leggen bij Koninklijk Besluit.<sup>158</sup>

**45.** Hieraan werd gevolg gegeven via het zogenaamde ‘**Transversaal KB**’.<sup>159</sup> Dit Transversaal KB legt verplichtingen op die enerzijds betrekking hebben op het verstrekken van een informatieve enerzijds, en anderzijds beperkingen inhouden met betrekking tot reclame voor financiële producten die bij niet-professionele cliënten worden gecommercialiseerd.<sup>160</sup> Reclame moet, wanneer een KID onder de PRIIPS Verordening vooraf moet worden aangemeld (zie *III.4. PRIIPS* hieronder), ook bij de FSMA worden aangemeld.<sup>161</sup>

Art. 9, §1/1 van het Transversaal KB bepaalt dat de vereisten met betrekking tot de inhoud van reclame zoals opgenomen in het Transversaal KB *in ieder geval* niet van toepassing zijn op beleggingsinstrumenten. In plaats daarvan vallen deze onder de (equivalente) verplichtingen van het prospectusregime (of de CBDF-Verordening). Rechten van deelneming in AICB’s (zowel met een vast als veranderlijk aantal rechten) worden daarbij gezien als beleggingsinstrumenten.<sup>162</sup>

Dit Transversaal KB, daarin begrepen de toepassing van publiciteitsverplichtingen in het prospectusregime of de CBDF-Verordening in zoverre deze toepassing louter op basis van “het bruggetje”<sup>163</sup> in art. 9, §1/1 van dit Transversaal KB gebeurt, is niet van toepassing wanneer de aankoop van het financieel product in hoofde van de niet-professionele cliënt een initiële tegenwaarde van ten minste 100.000 euro (vast aantal rechten) of 250.000 euro (veranderlijk aantal rechten) vereist.<sup>164</sup> Beheerders waken er bij het niet-openbaar aanbieden van deelnemingen in AICB’s vaak over dat aan deze vereisten voldaan is, zelfs als men aan minder dan 150 natuurlijke personen die geen gekwalificeerde beleggers zijn verkoopt (zie randnr. 35 hierboven).

---

<sup>158</sup> Zie art. 108, §1, lid 2 j. art. 30bis en 45, §2 van de wet van 2 augustus 2002 op het toezicht op financiële markten en de financiële diensten of kredietovereenkomsten (“**Wet Financieel Toezicht**”).

<sup>159</sup> Koninklijk besluit van 25 april 2014 betreffende bepaalde informatieverplichtingen bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten (BS 12 juni 2014 (ed. 1)). De FSMA heeft meerdere circulaires en mededelingen over dit onderwerp, aangezien dit vaak tot vragen en discussies leidt. Zie o.a. FSMA\_2015\_16, FSMA\_2022\_29, FSMA\_2021\_09 en FSMA\_2015\_08, beschikbaar op <https://www.fsma.be/nl/publiciteitsverplichtingen>.

<sup>160</sup> Waarbij het criterium ‘commercialiseren’ is, en niet ‘effectief verkopen aan’. Het ‘voorstellen aan’ is voldoende (art. 2, 1° Transversaal KB). Zie ook Circulaire FSMA\_2015\_16 van 27 oktober 2015 (update 30 juli 2019) betreffende ‘geldende regels voor de reclame bij de commercialisering van financiële producten bij niet-professionele cliënten’, pg. 3-4,

[https://www.fsma.be/sites/default/files/legacy/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/circ/nl/2015/fsma\\_2015\\_16.pdf](https://www.fsma.be/sites/default/files/legacy/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/circ/nl/2015/fsma_2015_16.pdf) (hierna de “Circulaire Transversaal KB”).

<sup>161</sup> Art. 26 Transversaal KB.

<sup>162</sup> Art. 3, 1° van de Wet Openbare Aanbiedingen. Verwarrend genoeg specificeert artikel 9, §1/1 Transversaal KB dit enkel voor instellingen voor collectieve belegging met een veranderlijk aantal rechten van deelneming, aangezien daar niet art. 22, lid 2-5 van de Prospectusverordening van toepassing zal zijn, maar art. 4 van de CBDF-verordening. Er is echter geen reden om aan te nemen dat dit geen betrekking zou hebben op instellingen voor collectieve belegging met een vast aantal rechten van deelnemingen.

<sup>163</sup> Zie FSMA Mededeling FSMA\_2021\_09 van 1 april 2021 houdende Q&A over de reclame voor beleggingsinstrumenten bij aanbieding aan het publiek, toelating tot de verhandeling en niet-commercialisering bij niet-professionele cliënten ([fsma.be/sites/default/files/media/files/2025-04/fsma\\_2021\\_09\\_nl.pdf](https://fsma.be/sites/default/files/media/files/2025-04/fsma_2021_09_nl.pdf)), 8, Q&A 3 (“**FSMA\_2021\_09**”).

<sup>164</sup> Art. 1, §1, tweede lid, 1° Transversaal KB.

**46.** De FSMA probeerde hier een mouw aan te passen met een mededeling van 1 april 2021.<sup>165</sup> Daarin doet ze aanbevelingen met betrekking tot reclamemateriaal *en andere documenten en berichtgeving*<sup>166</sup>, ook bij aanbiedingen waarvoor geen prospectus of informatienota nodig is, maar waarbij er wel sprake is van commercialisering van beleggingsinstrumenten bij niet-professionele cliënten.<sup>167</sup>

Het betreft onder meer aanwijzingen mbt. de vermelding van het woord ‘reclame’, verspreiding lang electronische of mondelinge weg, het opnemen van subjectieve beoordelingen, technische termen, risico’s, beschrijving van rendement, kosten en fiscaliteit, beschrijving van verhandelbaarheid, en vermelding van aansprakelijkheid, bevoegde autoriteit of verrichtingen met niet-Belgisch recht als toepasselijk recht.<sup>168</sup>

De FSMA baseert haar bevoegdheid voor deze mededeling op artikel 9 van het Transversaal KB.<sup>169</sup> Wanneer dit artikel niet van toepassing is, is de werking van deze mededeling echter in principe niet afdwingbaar bij gebrek aan wettelijke basis(en dus ‘soft law’).<sup>170</sup>

Uit voorzichtigheidsoverwegingen (om te vermijden in de kijker te lopen bij de FSMA én om privaatrechtelijke aansprakelijkheid te vermijden) aligneren aanbieders toch vaak met deze aanbevelingen. De nieuwe titel van de Mededeling (die specifiek verwijst naar aanbiedingen met een intekenprijs hoger dan 100.000 euro, zie randnr. 6 hierboven) wijst erop dat dergelijke alignering echter zeker niet steeds gebeurt.

### III.3. BLUE SKY REGIMES

**47.** Belgisch recht kent enkele ‘blue sky regimes’<sup>171</sup>, die erop gericht zijn de verdeling van bepaalde producten of praktijken die als gevaarlijk of mogelijk frauduleus beschouwd worden, te beperken.

#### A. PRODUCT BAN

**48.** Het commercialiseringsverbod van bepaalde producten aan niet-professionele cliënten<sup>172</sup> (de zgn. ‘product-ban’) kan van toepassing zijn op beheerders van niet-openbare AICB’s.<sup>173</sup>

---

<sup>165</sup> FSMA\_2021\_09.

<sup>166</sup> Hierbij kan in het bijzonder aan informatienota’s die worden verspreid aan (potentiële) investeerders worden gedacht.

<sup>167</sup> FSMA\_2021\_09, 2.

<sup>168</sup> FSMA\_2021\_09, 15-21.

<sup>169</sup> FSMA\_2021\_09, 8, vn. 22.

<sup>170</sup> Zie FSMA 2021\_09, 8-9, Q&A 3. In dezelfde zin en explicieter, DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 54 en 58.

<sup>171</sup> ‘Blue sky regimes’ wordt hier in een zeer brede zin gebruikt. De term stamt uit het Amerikaans effectenrecht, en duidt op regulering van “speculative schemes which have no more basis than so many feet of ‘blue sky’” (zie ASTARITA, M., “Introduction to Blue Sky Laws”, [seclaw.com/introduction-to-state-securities-laws/](http://seclaw.com/introduction-to-state-securities-laws/), laatst geraadpleegd op 27 december 2025, met citaat van MCKENNA, J., *Court’s opinion in Hall vs. Geiger-Jones Co.*, 242 U.S. 539 (1917)).

<sup>172</sup> Over de definitie van ‘niet-professionele cliënt’ in deze context, zie VEREECKEN, J., “Art. 3obis Wet 2 augustus 2002” in X., *Financieel recht. Artikelsegewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 14.

<sup>173</sup> Art. 108, §1, lid 2 AICB-Wet (of art. 133, §2 AICB-Wet voor niet-Belgische beheerders) j. Art. 3obis Wet Financieel Toezicht. Zie VEREECKEN, J., “Art. 3obis Wet 2 augustus 2002” in X., *Financieel recht. Artikelsegewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Wolters Kluwer Belgium, losbl., (39 p.).

Het betreft een verbod tot beroepshalve commercialiseren aan niet-professionele cliënten van:

- (i) verhandelde levensverzekeringen (of een *high-yield* financieel product waarbij de opbrengst ervan afhankelijk is),
- (ii) een financieel product waarvan het rendement rechtstreeks of onrechtstreeks afhangt van virtueel geld,
- (iii) een beleggingsinstrument dat geen recht van deelneming in een instelling voor collectieve belegging is waarvan het rendement rechtstreeks of onrechtstreeks afhangt van een alternatieve instelling voor collectieve belegging die belegt in een of meerdere niet-conventionele activa<sup>174</sup>, en
- (iv) een tak 23 verzekering, verbonden met een intern fonds dat rechtstreeks of onrechtstreeks belegt in een of meerdere niet-conventionele activa, of waarvan het rendement rechtstreeks of onrechtstreeks afhangt van een alternatieve instelling voor collectieve belegging die belegt in een of meerdere niet-conventionele activa.<sup>175</sup>

**49.** Het is niet volledig duidelijk in welke mate dit commercialiseringsverbod de verhandeling van niet-openbare AICB's dekt.<sup>176</sup> De begeleidende nota geeft, met betrekking tot (iii) en (iv), tegelijk en onmiddellijk op elkaar volgend aan:

- dat er geen onderscheid gemaakt wordt tussen een openbaar aanbod en een privaat aanbod,
- dat er in dit stadium niet geopteerd werd voor een uitbreiding tot het private aanbod van een niet-openbaar alternatief fonds, '*rekening houdend met de reglementaire beperkingen die eigen zijn aan dit type van vehikel*', waarbij wordt aangegeven dat '*de FSMA zal niettemin overgaan tot een periodieke evaluatie van het reglement en van de noodzaak om het te doen evolueren*', en
- dat '*zodra het rendement van een financieel product afhangt van hetzij een alternatieve instelling voor collectieve belegging die belegt in niet-conventionele activa of een intern fonds dat rechtstreeks of onrechtstreeks belegt in niet-conventionele activa, hetzij een of meerdere verhandelde levensverzekeringen, hetzij virtueel geld, is het commercialiseringsverbod van toepassing.*'<sup>177</sup>

Hoewel de voorzichtige aanpak dus lijkt te zijn om ervan uit te gaan dat deze beperkingen van toepassing zijn<sup>178</sup>, kan ook worden geargumenteerd dat dit niet het geval zou zijn wanneer een *niet-openbare* AICB wordt aangeboden.<sup>179</sup> Dergelijke lezing vindt steun in het gegeven dat de betreffende nota aangeeft dat haar doel vooral is dat vermijden dat '*wat niet rechtstreeks kan, niettemin*

---

<sup>174</sup> Hierbij kan onder meer gedacht worden aan grondstoffen, kunstwerken en producten zoals wijn, whisky, diamanten, etc.

<sup>175</sup> Art. 2 reglement van 3 april 2014. Voor een meer uitgebreide besprekking van dit regime, zie DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 55.

<sup>176</sup> DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 55.

<sup>177</sup> Zie Reglement van 3 april 2014, *BS. 20.05.2014*, ed. 2, pg. 40101 (bovenaan).

<sup>178</sup> Op basis van eerste en tweede streepje, en de letterlijke verwijzing ernaar in art. 108, §1 lid 2 van de AICB-Wet j. artikel 3obis van de Wet Financieel Toezicht.

<sup>179</sup> In die zin, zie DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 55.

*onrechtstreeks zou geschieden*<sup>180</sup> en daarbij verwijst naar de beperkingen op investeringen in niet-conventionele activa die aan *openbare* instellingen voor collectieve belegging worden opgelegd.<sup>181</sup>

**50.** DENYS en DE GUERTCHIN trekken deze redenering verder door. Zij vinden het vreemd dat niet-professionelen wel direct mogen investeren in niet-conventionele activa, maar dat niet indirect zouden kunnen, terwijl de tussenplaatsing van een gereguleerde of geautoriseerde entiteit net bijkomende bescherming zou bieden.<sup>182</sup> Dit geldt niet voor minstens kleinschalige beheerders, aangezien het regime van toepassing op kleinschalige beheerders hier op zich quasi geen bescherming biedt, maar wel een bijkomend tegenpartijrisico creëert.<sup>183</sup>

**51.** Er bestaat discussie in hoeverre deze *product ban*<sup>184</sup> stand houdt onder Europees recht wanneer haar toepassingsgebied zich binnen het vaarwater van o.a. PRIIPS (zie III.4. PRIIPS hieronder) begeeft. Waar sommigen menen dat deze blijft bestaan,<sup>185</sup> wijzen anderen overtuigend op de maximale harmoniserende werking van Europees recht en stellen zij dat deze *product ban* dus moeten herbekijken worden.<sup>186</sup>

## B. VRIJWILLIG MORATORIUM

**52.** Naast de product-ban, is er ook nog een (vrijwillig) moratorium op het aanbieden van bepaalde gestructureerde producten die als bijzonder ingewikkeld kunnen worden beschouwd aan retailbeleggers.<sup>187</sup>

Deze producten werden ongeschikt geacht voor particuliere beleggers omdat zij de hoge risico's daarvan niet (zouden) kunnen inschatten. Deelbewijzen in een AICB kunnen een 'gestructureerd

<sup>180</sup> Zie Reglement van 3 april 2014, *BS. 20.05.2014*, ed. 2, pg. 40100 (7<sup>e</sup> paragraaf).

<sup>181</sup> "Artikel 50 van de Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE) (voor wat UCITS betreft), tot artikel 183 van de wet van 19 april 2014 betreffende de alternatieve instellingen voor collectieve belegging en hun beheerders (voor wat alternatieve beleggingsfondsen betreft), en tot de koninklijke besluiten die zijn aangenomen op basis van die bepaling voor elkeen van de drie categorieën van bestaande openbare alternatieve instellingen voor collectieve belegging (respectievelijk, de beveks die beleggen in financiële instrumenten en liquide middelen, de openbare vastgoedbevaks en de openbare privaks), die meer in detail de aard van de beleggingen bepalen die openstaan voor openbare alternatieve instellingen voor collectieve belegging, alsmede tot de reglementering van toepassing op instellingen voor belegging in schuldborderingen." (Reglement van 3 april 2014, *BS. 20.05.2014*, ed. 2, pg. 40100 (2<sup>e</sup> paragraaf)).

<sup>182</sup> DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 55.

<sup>183</sup> Waar de Mededeling ook poogt voor te waarschuwen.

<sup>184</sup> En het 'jongere broertje' ervan, het Reglement van 26 mei 2016 van de FSMA tot omkadering van de commercialisering van bepaalde financiële derivaten bij consumenten, goedgekeurd bij KB van 21 juli 2016 ([fsma.be/sites/default/files/legacy/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/wetgeving/reglem/reglem\\_26-05-2016.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/legacy/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/wetgeving/reglem/reglem_26-05-2016.pdf)).

<sup>185</sup> SERVAIS, J.P., "Les pouvoirs d'intervention sur les produits reconnus aux superviseurs: un nouvel outil en vue de la protection des investisseurs" in DE MEULENEERE, I., COLAERT, V., KUPERS, W. en PIJCKE, A., (eds.), *MiFID II & MiFIR: capita selecta*, Anthemis, 2018, (229) 246.

<sup>186</sup> EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS STAKEHOLDER GROUP (SMSG), "Advice to ESMA – own initiative report on product intervention under MiFIR", 16 juni 2017, [esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-264\\_smse\\_own\\_initiative\\_report\\_product\\_intervention\\_o.pdf](http://esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma22-106-264_smse_own_initiative_report_product_intervention_o.pdf); COLAERT, V., "Productinterventie", *BFR 2017*, (403) 409, nr. 28, VEREECKEN, J., "Art. 3obis Wet 2 augustus 2002" in X., *Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Wolters Kluwer Belgium, Losbl., 19-22.

<sup>187</sup> FSMA, "Moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten", 20 juni 2011 (het "Moratorium") (beschikbaar, samen met bijlage en een lijst met veelgestelde vragen (FAQ) op [fsma.be/nl/news/moratorium-op-de-commercialisering-van-bijzonder-ingewikkelde-gestructureerde-producten](http://fsma.be/nl/news/moratorium-op-de-commercialisering-van-bijzonder-ingewikkelde-gestructureerde-producten)).

product' uitmaken. Indien zij een derivatengcomponent omvatten en hun terugbetaling of de opbrengsten volgens een formule afhangen van de evolutie van een of meer onderliggende waarden, kunnen zij dus binnen het toepassingsgebied van het moratorium vallen indien er sprake is van 'bijzonder ingewikkelde producten'.<sup>188</sup>

53. Aangezien dit moratorium vrijwillig<sup>189</sup> is (en uitmondde in en overvleugeld werd door<sup>190</sup> onder meer de hierboven besproken *product ban* (die echter geen identiek toepassingsgebied heeft)), wordt het hier niet verder besproken.

De 'soft law' kracht van het moratorium is wel zeer groot. De meeste Belgische financiële instellingen hebben erop ingeschreven.<sup>191</sup> Zij vertrouwen daarbij typisch wel een 'opt-out' voor vermogende cliënten ('high net-worth individuals'), retailbeleggers die bij de distributeur beschikken over deposito's en financiële instrumenten die op het moment van commercialisering een roerend vermogen vormen dat groter is dan 500.000 EUR. Deze opt-out geldt enkel voor het deel van het vermogen dat 500.000 EUR overschrijdt.<sup>192</sup>

## C. LEUREN EN 'DEMARCHE'

54. Tot slot is er ook nog een koninklijk besluit uit 1939 dat het leuren en de 'demarche' (beter bekend als '*hawking and canvassing*') verbiedt.<sup>193</sup>

Leuren is daarbij het zichzelf op regelmatige basis aan investeerders aanbieden om onder meer effecten te kopen of verkopen met onmiddellijke aflevering.<sup>194</sup> 'Demarche' is het '*zich gewoonlijk bij anderen begeven om de in vorenstaande alinea voorziene orders aan te raden, aan te bieden of te vragen of om deelneming in dergelijke operaties aan te raden, aan te bieden of te vragen*'.<sup>195</sup>

---

<sup>188</sup> Moratorium, 4-5; Houben, R., en Vanderstraeten, D., "De bescherming van de financiële consument", *DCCR* 2016, (21) 48, nr. 33. Zie ook daar voor een besprekking van wat 'bijzonder ingewikkeld' is. Voor een toepassing van deze criteria op AICB's, zie B Denys, B., en Linard de Guerchin, T., *Private placement regime*, vn. 148, 56.

<sup>189</sup> Indien men erop inschrijft kan een schending leiden tot schrapping, en mogelijk ook een misleidende handelspraktijk uitmaken (Art. VI.98, 2 o WER; zie ook Steennot, R., "De bescherming van de consument door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten en het vrijwillig moratorium op de commercialisering van bijzonder ingewikkelde gestructureerde producten", *T.Verz.* 2011, (115) 142, nr. 52).

<sup>190</sup> VEREECKEN, J., "Art. 3obis Wet 2 augustus 2002" in X., *Financieel recht. Artikelsegewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Wolters Kluwer Belgium, Losbl., 12-13.

<sup>191</sup> Lijst en bijkomende informatie beschikbaar op [fsma.be/nl/gestructureerde-producten-moratorium](http://fsma.be/nl/gestructureerde-producten-moratorium) (laatst geraadpleegd op 27 december 2025).

<sup>192</sup> Zie Moratorium, pg. 4 en 9.

<sup>193</sup> Koninklijk Besluit nr. 71 van 30 november 1939 betreffende het leuren met roerende waarden en demarchage met roerende waarden en goederen of eetwaren, [ejustice.just.fgov.be/eli/besluit/1939/11/30/1939113050/justel](http://ejustice.just.fgov.be/eli/besluit/1939/11/30/1939113050/justel).

<sup>194</sup> Voor de liefhebber van moderne taal: "Het leuren met roerende waarden van allerlei aard, zelfs genoteerd in de publieke fondsen- en wisselbeurzen, tenzij zulks bij banken of bankiers, wisselagenten of wisselagenten-correspondenten wordt gedaan. Het leuren, in den zin van dit artikel, bestaat in het zich gewoonlijk bij anderen begeven om de in vorige alinea bedoelde waarden te koopen, te verkoopen of te ruilen, aanbod te doen om die te koopen, te verkoopen of te ruilen, met dadelijke levering tegen gereede betaling of tegen uitstel van betaling." (art. 1 van het Koninklijk Besluit nr. 71)

<sup>195</sup> Art. 3 van het Koninklijk Besluit nr. 71.

Dit verbod is ook van toepassing op het aanbieden van rechten van deelneming in AICB's. De definities worden door de FSMA breed geïnterpreteerd (om bijvoorbeeld ook telefonische of e-mailcampagnes te omvatten).<sup>196</sup> Er kunnen strafsancties worden opgelegd bij overtreding.<sup>197</sup>

### III.4. PRIIPS

55. Wanneer kleinschalige AICB-Beheerders participaties in de door hen beheerde AICB's aan retailbeleggers verkopen, vallen ze binnen het toepassingsgebied van de **PRIIPS-Verordening**.<sup>198</sup> 'Retailbeleggers' verwijst voornamelijk naar niet-professionele beleggers<sup>199</sup>.<sup>200</sup>

Deze verordening is van toepassing op elke entiteit die PRIIPs ('*Packaged Retail and Insurance-based Investment Products*') ontwikkelt.<sup>201</sup> Dit zijn onder meer beleggingen waarbij, ongeacht hun rechtsvorm, het aan de retailbelegger te betalen bedrag onderhevig is aan schommelingen ten gevolge van de blootstelling aan referentiewaarden of aan prestaties van een of meer activa die niet rechtstreeks door de retailbelegger zijn aangekocht.<sup>202</sup> AICB's vallen vaak onder deze definitie. De PRIIPS-Verordening bevat geen *de minimis*-regeling.

56. Het voornaamste gevolg hiervan is dat de betreffende kleinschalige beheerders voor de AICB's die ze aan retailbeleggers aanbieden, een '**KID**' of '*Key Information Document*' (*Essentiële-informatiedocument*) zullen moeten beschikbaar stellen.

Dit document moet op zichzelf en los van marketingmaterialen staan, mag maximaal 3 A4-bladzijden lang zijn, moet worden opgesteld in minstens één van de officiële talen van de lidstaten waarin de AICB wordt gedistribueerd, en moet bepaalde informatie met betrekking tot de AICB bevatten (oa. identificatie, aard van het producten, voornaamste risico's, wat er gebeurt als er niet kan worden terugbetaald, de kosten, hoe lang men het product moet aanhouden en hoe men een klacht kan indienen).<sup>203</sup> Onder het Market Integration Package (zie randnr. 76 hieronder), wordt de PRIIPS-verordening aangepast. Zij blijft van toepassing op niet-openbare AICB's aangeboden door kleinschalige beheerders. Verdere besprekking van de voorgestelde aanpassingen valt niet binnen het bestek van deze bijdrage.

---

<sup>196</sup> DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 57.

<sup>197</sup> Art. 4 en 5 van het koninklijk besluit nr. 71.

<sup>198</sup> Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (**PRIIPS-Verordening**).

<sup>199</sup> In de zin van artikel 4, lid 1, punt II, van MiFID II.

<sup>200</sup> Art. 4.6 PRIIPS-Verordening.

<sup>201</sup> Of veranderingen aanbrengt in oa. het risico- en rendementsprofiel ervan of in de kosten die aan een belegging erin zijn verbonden. Zie art. 4, 4. PRIIPS-Verordening.

<sup>202</sup> Art. 5.1 j. 4.1. j. 4.3. PRIIPS-Verordening.

<sup>203</sup> Zie art. 6-8 PRIIPS-Verordening. Over deze documenten, zie o.a. Mededeling 2017/C 218/02 van de Commissie, "Richtsnoeren inzake de toepassing van Verordening (EU) nr. 1286/2014 van het Europees Parlement en de Raad over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's)" en FSMA Mededeling FSMA\_2021\_13 van 17/06/2021, "Feedback Statement over de conclusies van een kwalitatieve controle van PRIIP's KID's, [fsma.be/sites/default/files/media/files/2021-06/fsma\\_2021\\_13\\_nl.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/media/files/2021-06/fsma_2021_13_nl.pdf).

**57.** De beheerder moet dit KID vooraf aan de FSMA verstrekken wanneer de beheerder participaties in de AICB in België wil verhandelen, behalve bij het aanbieden van rechten in kleinschalige AICB's wanneer het een niet-openbare aanbieding zoals omschreven in nr. 1-5 van randnr. 34 hierboven betreft.<sup>204</sup> Hij moet het KID op het publiek toegankelijk gedeelte van de website delen.<sup>205</sup>

### III.5. SFDR

**58.** Ook SFDR brengt enkele ‘productgerelateerde’ verplichtingen met zich mee die van toepassing zijn bij niet-openbare AICB's en die als verhandelingsverplichtingen zouden kunnen worden beschouwd. We verwijzen hiervoor naar randnr. 25 hierboven.

### III.6. CONSUMENTENBESCHERMING IN HET WER

**59.** Investeerders genieten, in zoverre zij consument in de zin van het Wetboek van Economisch Recht (“WER”) zijn (i.e., *grosso modo*, niet in beroepshoedanigheid handelen<sup>206</sup>), een zekere bescherming die voortvloeit uit het WER.<sup>207</sup> Deze bescherming geldt zowel voor financiële producten (zoals deelnemingsrechten in AICB's) als financiële diensten.<sup>208</sup>

**60.** Het WER bevat lijsten met onrechtmatige bedingen, die verboden en nietig zijn.<sup>209</sup> Hoewel de FSMA deze toepast op beleggingsinstrumenten<sup>210</sup>, is het in de praktijk niet altijd even eenvoudig om deze correct toe te passen op deelnemingsrechten in AICB's.<sup>211</sup>

**61.** Wanneer investeerders *diensten* op afstand afnemen (bijvoorbeeld via het internet), kunnen zij ook terugvallen op bescherming die de bepalingen met betrekking tot overeenkomsten op afstand

<sup>204</sup> Een KID moet wel vooraf worden gemeld wanneer er sprake is van een aanbod met een totale tegenwaarde in de Europese Economische Ruimte van minder dan 100.000 euro die wordt berekend over een periode van 12 maanden. Zie art. 37sexies, §2, 2<sup>e</sup> lid van de Wet Financieel Toezicht, dat een omzetting is van artikel 5, §2 van de PRIIPS verordening.

<sup>205</sup> Art. 5 PRIIPS-Verordening en art. 37sexies, §2 Wet Financieel Toezicht en het Koninklijk Besluit van 25 december 2017. Zie ook FSMA Mededeling FSMA\_2017\_24 van 19/12/2017, “Notificatie van essentiële-informatiedoucmenten van de PRIIP's aan de FSMA via de applicatie “FinPro””, [fsma.be/sites/default/files/media/files/2023-10/fsma\\_2017\\_24\\_nl.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/media/files/2023-10/fsma_2017_24_nl.pdf).

<sup>206</sup> Art. I.1. 2<sup>e</sup> WER. Merk op dat hoewel er hier overlap is met het begrip ‘retailbelegger’ onder MiFID, deze begrippen niet exact hetzelfde toepassingsgebied kennen. Een niet-consument is niet noodzakelijk een MiFID professioneel investeerder (en andersom, al zal de situatie andersom in de praktijk minder vaak voorkomen).

<sup>207</sup> Deze vormt onder meer en in het bijzonder een omzetting van Richtlijn 2011/83/EU van het Europees Parlement en de Raad van 25 oktober 2011 betreffende consumentenrechten.

<sup>208</sup> Zie over deze begrippen en het onderscheid ertussen, COLAERT, V., “De toepassing van Boek VI van het Wetboek Economisch Recht op de financiële sector” in COLAERT, V. en LECOCQ, A. (eds.), *Le cycle de vie des produits bancaires, d'investissement et d'assurance / De levenscyclus van bank-, beleggings- en verzekeringsproducten*, Larcier, 2014, 131 – 135.

<sup>209</sup> Art. VI.82- 84 WER. Zie, voor een besprekking in het kader van het aanbieden van rechten in AICB's, DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 55.

<sup>210</sup> Standpunt FSMA\_2017\_04 dd. 30/01/2017 van de FSMA over de toepassing van de Belgische regels over onrechtmatige bedingen op sommige clausules in het kader van de aanbieding van beleggingsinstrumenten, [fsma.be/sites/default/files/legacy/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/circ/nl/2017/fsma\\_2017\\_04.pdf](http://fsma.be/sites/default/files/legacy/sitecore/media%20library/Files/fsmafiles/circ/nl/2017/fsma_2017_04.pdf).

<sup>211</sup> JENNIS, C., PEETERS, I. en DE DIJN, S., “Onrechtmatige bedingen en beleggingsinstrumenten – Een evenwichtsoefening met een regelgeving die niet is ontworpen voor toepassing op beleggingsinstrumenten, prospectussen en gerelateerde reclame” in JAMMAERS, C. (ed.), *Le droit économique en mouvement / Het economisch recht in beweging*, Bruylants, 2017, p. 117-153. Zie ook COLAERT, V., “De toepassing van Boek VI van het Wetboek Economisch Recht op de financiële sector” in COLAERT, V. en LECOCQ, A. (eds.), *Le cycle de vie des produits bancaires, d'investissement et d'assurance / De levenscyclus van bank-, beleggings- en verzekeringsproducten*, Larcier, 2014, p. 127-161.

bieden.<sup>212</sup> Dit omvat onder meer een herroepingsrecht van minstens 14 kalenderdagen voor een overeenkomst op afstand met betrekking tot een financiële dienst.<sup>213</sup> DENYS en LINARD DE GUERTECHIN stippen aan dat dit investeerders mogelijks het recht geeft hun inschrijvingen te annuleren.<sup>214</sup> Dit is echter niet zeker, aangezien kan worden betoogd dat de loutere aankoop van een deelnemingsrecht geen financiële *dienst* is (maar een product) in zoverre die aankoop niet gepaard gaat met het verstrekken van beleggingsdiensten.<sup>215</sup>

Op dit herroepingsrecht is er overigens ook een uitzondering bij financiële diensten waarvan de prijs afhankelijk is van schommelingen op de financiële markt waarop de aanbieder geen vat heeft, en die zich tijdens de herroepingstermijn kunnen voordoen. Dit geldt onder meer voor diensten in verband met rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging.<sup>216</sup> Er kan in vraag worden gesteld of dergelijke uitzondering van toepassing is op de aankoop van een recht van deelneming in een niet-openbare AICB (dat dus niet op de financiële markt in de strikte zin wordt verhandeld).<sup>217</sup> Dit geldt in het bijzonder wanneer deze AICB zelf investeert in activa die niet aan deze financiële markt in de strikte zin zijn blootgesteld (zoals niet-genoteerde ondernemingen of vastgoed).<sup>218</sup>

**62.** Het WER verbiedt ook oneerlijke handelspraktijken (i.e. handelspraktijken ‘*die strijdig zijn met de vereisten van professionele toewijding en het economische gedrag van de gemiddelde consument die zij bereikt of op wie zij gericht is, het economische gedrag van het gemiddelde lid van deze groep, met betrekking tot het onderliggende product wezenlijk verstoort of kan verstoren*’<sup>219</sup>).<sup>220</sup> Ook misleidende handelspraktijken zijn verboden.<sup>221</sup>

In het bijzonder misleidende reclame (in de breedste zin) zou hieronder kunnen vallen<sup>222</sup>, ook al is dit niet het geval voor de ‘*gangbare, legitime reclamepraktijk waarbij overdreven uitspraken worden gedaan of uitspraken die niet letterlijk dienen te worden genomen*’.<sup>223</sup>

---

<sup>212</sup> Art. VI.54 - 60 WER.

<sup>213</sup> Art. VI.58 WER.

<sup>214</sup> DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 52.

<sup>215</sup> Zie hoger, vn. 208. In het kader van B2B interpreteerde de wetgever in de voorbereidende werken echter ‘financiële diensten’ zo ruim dat zij de facto ook financiële producten omvatten, zie randnr. 66 hieronder.

<sup>216</sup> Art. VI.58, §2 WER.

<sup>217</sup> Ook DENYS en LINARD DE GUERTECHIN maken deze bedenking. Zie DENYS, B., en LINARD DE GUERTECHIN, T., *Private placement regime*, vn. 148, 52.

<sup>218</sup> Het is niet uitgesloten dat hier ook een bredere lezing van ‘financiële markten’ wordt gehanteerd, die feitelijk het geheel van economische activiteiten beslaat. Zie hierover de brede lezing die in het kader van de toepassing van de definitie van ‘*effecten*’ onder art. 2 van de Wet Financieel Toezicht niet zelden wordt gegeven aan ‘*op de kapitaalmarkt verhandelbaar*’.

<sup>219</sup> Art. VI.93 WER.

<sup>220</sup> Art. VI.92 - 103 WER. Over de vraag of de regels mbt. consumentenbescherming van openbare orde of dwingend recht zijn, zie BAES, T., ‘De bescherming van de (financiële) consument: van dwingend recht of openbare orde?’ in PEETERS, J. et al. (ed.), *Actuele problemen van financieel, vennootschaps- en fiscaal recht*, Intersentia, 2017, 1.

<sup>221</sup> Art. VI.97 WER.

<sup>222</sup> Zie o.a. TERRYN, E., ‘Misleidende en vergelijkende praktijken na de omzetting van de richtlijn oneerlijke handelspraktijken’ in *De wet handelspraktijken anno 2008*, Kluwer, 2008, 51-86.

<sup>223</sup> Art. VI.93, *in fine* WER.

**63.** De consumentenbescherming geboden door het WER is een ‘*lex generalis*’ ten opzichte van specifiek financieelrechtelijke verhandelingsverplichtingen, en overlapt ten dele.<sup>224</sup> De naleving ervan is ook straf- en administratiefrechtelijk beteugeld.<sup>225</sup> Het is een open vraag in hoeverre de toepassing van dit regime als een (publiekrechtelijke) ‘verhandelingsverplichting’ of als een privaatrechtelijk beschermingsmechanisme (zie *IV. Gemeenrechtelijke bescherming* hieronder) moet worden gezien.<sup>226</sup>

### III.7. B2B BESCHERMING IN HET WER

**64.** Bovenstaande consumentenbescherming geldt enkel indien de investeerder een ‘consument’ is. Indien de investeerder een ‘onderneming’ (i.e. een natuurlijke persoon die zelfstandig een beroepsactiviteit uitoefent, een rechtspersoon<sup>227</sup>, of een andere organisatie zonder rechtspersoon<sup>228</sup>)<sup>229</sup> is, rijst de vraag naar de toepassing van de zgn. ‘*business-to-business*’(“**B2B**”)-wetgeving.<sup>230</sup>

**65.** Deze omvat ook een verbod op oneerlijke marktpraktijken en misleidende marktpraktijken in geval van onjuiste of misleidende informatie met betrekking tot het product die ertoe kan brengen een besluit te nemen tot een transactie.<sup>231</sup>

**66.** De B2B-wetgeving bevat verder ook een verbod op bepaalde ‘onrechtmatige bedingen’ in contracten tussen ondernemingen.<sup>232</sup> Dit verbod op onrechtmatige bedingen is niet van toepassing op ‘financiële diensten’.<sup>233</sup> Deze exceptie wordt verantwoord door de ‘complexiteit en de eigenheid van financiële diensten en het bij uitstek internationale karakter van financiële transacties’<sup>234</sup>.

---

<sup>224</sup> Zie ook voetnoot 242 hieronder.

<sup>225</sup> Art. XV.1 en XV.2 WER en verder, en in het bijzonder XV.II WER en verder, die zowel aan de FOD Economie als aan de FSMA bevoegdheid geven om met betrekking tot financiële diensten of ‘*ondernemingen die onder [toezicht van de FSMA] staan of waarvan de verrichtingen of producten onder haar toezicht staan*’, en hiervoor de link maakt met de toezichtsbevoegdheden onder de Wet Financieel Toezicht. Zie VEREECKEN, J., “Art. XV.II WER” in STEENNOT, R. e.a. (eds.), *Handels- en economisch recht. Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, 2019, 271-274. Zie ook, meer algemeen, DE PAUW, P., en TULKENS, F., “Les sanctions du non-respect des règles transversales de protection de consommateurs” in JACQUEMIN, H., (ed.), *Actualités en droit de la consommation*, Anthemis, 2023, 203-254 ; KERZMAN, L. en JACQUEMIN, H., “Les sanctions pénales en matière de pratiques du marché et de la protection du consommateur (Livre VI du C.D.E.)”, *DCCR* 2018, 17-48.

<sup>226</sup> Zie vn. 243 hieronder.

<sup>227</sup> Dus ook wanneer men bijvoorbeeld investeert via een zgn. managementvennootschap.

<sup>228</sup> Denk bv. een AICB die investeert in een andere AICB.

<sup>229</sup> Zie DEVROE, W. en MICHAUX, L., “Hoofdstuk 2 - Over de ‘b’ in ‘b2b’. ‘Onderneming’ als aanknopingspunt voor Belgisch en Europees mededingings-, consumenten- en handelspraktijkenrecht” in DEVROE, W. et al. (ed.), *Nieuw economisch recht in b2b-relaties*, Intersentia, 2020, 17-46.

<sup>230</sup> Art. VI.91/1 – VI.91/10 WER en art. VI.103/1-VI.109/8 WER.

<sup>231</sup> Art. VI.103/1-VI.109/8 WER. Zie DE POURCQ, S., “Het verbod op misleidende en agressieve marktpraktijken in de B2B-verhouding: eerste toepassingen in de rechtspraak”, *TBH* 2021, 503-513. Zie KEIRSBILCK, B., “Een meer uitgebreide controle van misleidende en agressieve marktpraktijken tussen ondernemingen: een goede zaak?” in DEVROE, W. et al. (ed.), *Nieuw economisch recht in b2b-relaties*, Intersentia, 2020, 149-193. Zij omvatten ook bepalingen over misbruik van dominante rechtspositie, maar deze worden in het kader van de huidige bijdrage niet verder besproken.

<sup>232</sup> Zie o.a. POLLEFEYT, F., “(On)zin van de b2b-onrechtmatige bedingenleer na de hervorming van het verbintenissenrecht”, *TPR* 2023, 1303-1416; TERRYN, E., « Hoofdstuk 4 - Onrechtmatige bedingen tussen ondernemingen » in DEVROE, W. et al. (ed.), *Nieuw economisch recht in b2b-relaties*, Intersentia, 2020, 95-147.

<sup>233</sup> Art. VI.91/1, §1 WER.

<sup>234</sup> Wetsvoorstel van de wet van 12 februari 2019, amendement n° 16 van mevrouw Smaers e.a., *Parl. St.*, Kamer, 2018-2019, n° 54-1451/003, 26 ev..

Een financiële dienst is daarbij “*iedere dienst van bancaire aard of op het gebied van kredietverstrekking, verzekering, individuele pensioenen, beleggingen en betalingen*”.<sup>235</sup> De parlementaire voorbereidingen tonen een brede opvatting: “*zijn aldus uitgesloten de financiële instrumenten als bepaald in artikel 2 van de wet van 2 augustus 2002 op het toezicht op financiële markten en de financiële diensten of kredietovereenkomsten.*”<sup>236</sup>

De wetgever trekt het begrip ‘diensten’ hier dus open om ook betrekking te hebben op de voorwaarden van de financiële instrumenten zelf waarmee deze verband houden.<sup>237</sup> Dit omvat ook deelnemingsbewijzen in AICB’s.<sup>238</sup> Bijgevolg zal een investeerder in een B2B-relatie zich, in tegenstelling tot wat het geval is in een *business-to-consumer*-verhouding, slechts moeilijk op de bescherming van onrechtmatige bedingen kunnen beroepen.

**67.** Ook hier geldt de bedenking van randnr. 63 hierboven.

---

<sup>235</sup> Art. I.8.18° WER.

<sup>236</sup> MvT Wetsvoorstel tot wijziging van het Wetboek van Economisch Recht, wat het misbruik van een aanmerkelijke machtspositie betreft, *Parl.St.*, Kamer 2018-19, nr. 54-1451/003, 34.

<sup>237</sup> BOEDTS, T. en DE BRUYNE, D., “De impact van de B2B-Wet op financiële diensten en financiële instellingen”, *BFR/DBF*, 2020/1, (42) 47. Zie in dit verband ook MARQUETTE, V., “L’exclusion des services financiers dans la réglementation des clauses abusives entre entreprises”, *R.D.C.-T.B.H.*, 2021/2, 184-186.

<sup>238</sup> Art. 2, 1°, c) Wet Financieel Toezicht.

## **IV. GEMEENRECHTELijke BESCHERMING**

**68.** Aangezien de bescherming geboden door bovenstaande ‘publiekrechtelijke’ regimes<sup>239</sup> eerder beperkt is, rijst de vraag of beleggers privaatrechtelijk kunnen optreden<sup>240</sup> wanneer ze schade lijden door een fout gelopen investering in een niet-openbare AICB aangeboden door een kleinschalige beheerder.<sup>241</sup> Het privaatrecht geldt immers als *lex generalis* ten opzichte van de financieelrechtelijke regimes<sup>242</sup> en de daarin opgenomen middelen.<sup>243</sup>

Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de situatie waarin de beheerder<sup>244</sup> zijn beheerde AICB’s in communicatie rooskleuriger voorstelde aan potentiële investeerders dan in werkelijkheid het geval was, loog over de ervaring, kwalificaties of kunde van het personeel van de beheerder, of wanneer hij het deed uitschijnen dat hij een vergunning heeft terwijl hij slechts een geregistreerde beheerder is. Uiteraard is er ook de situatie van slecht beheer (zoals bedenkelijk liquiditeitsbeheer), dat al dan niet tot het overkop gaan van de AICB leidt.<sup>245</sup>

### **IV.1. CONTRACTUELE OF BUITENCONTRACTUELE AANSPRAKELIJKHEID**

**69.** Investeerders die schade lijden ten gevolge van een inbreuk (of wanbeheer) kunnen, onafhankelijk van enige optreden van de FSMA of andere overheden, contractueel (art. 5.83 BW)<sup>246</sup>

---

<sup>239</sup> Deze kunnen vaak door de FSMA, FOD Economie of het Openbaar Ministerie worden afgedwongen. Zie oa. artt. 33, 36 – waarvan het niet altijd even duidelijk is in hoeverre zij van toepassing zijn op kleinschalige beheerders – en 87quater en 87quinquies van de Wet Financieel Toezicht. Zie ook de sancties opgenomen in art. 132-135 van de Wet van 18 september 2017.

<sup>240</sup> Indien er verschillende gedupeerden zijn, kan ook worden afgewogen of een vordering tot collectief herstel mogelijk is. Zie recent DANIS, F. en HENDRIX, G., « De wet van 21 april 2024 en de omzetting van de Europese Richtlijn Representatieve Vorderingen: een opknapbeurt voor de rechtsvordering tot collectief herstel tien jaar na haar inwerkingtreding », *R.D.C.-T.B.H.*, 2025/2, 220-235.

<sup>241</sup> Wanneer er sprake is van oplichting, handel met voorkennis, valsheid etc. kan mogelijks ook strafrechtelijke aansprakelijkheid van de beheerders relevant zijn. Dit behandelen we hier niet verder. Hetzelfde geldt voor de strafrechtelijke sancties opgenomen in o.a. artt. 136-138 van de Wet van 18 september 2017.

<sup>242</sup> Ook prospectusaansprakelijkheid wordt vaak in één adem genoemd met privaatrechtelijke enforcement. Aangezien onze basispremissie is dat er geen prospectus wordt uitgegeven (zie *III.1. Prospectus* hierboven), bespreken wij deze hier niet verder.

<sup>243</sup> Dit is niet altijd even rechtlijnig. Met betrekking tot de verhouding tussen financiële regelgeving en burgerlijke aansprakelijkheid, zie ook BUSCH D., ‘The Knock-On Effect of Financial Supervision Law in Civil Liability Law’, *J. Eur. Tort Law*, 2024/3, 225–263., O. CHEREDNYCHENKO en ANDENAS M. (eds.), *Financial Regulation and Civil Liability in European Law*, Edward Elgar Publishing, 10 november 2020, [elgaronline.com/edcollbook/edcoll/9781789908107/9781789908107.xml](http://elgaronline.com/edcollbook/edcoll/9781789908107/9781789908107.xml); DIEUX, X., en VANDERSTAPPEN, N., “Private enforcement regime: The confrontation between a compliance-based system and the general principles of civil liability” in AEDBF, *MiFID II & MiFIR: CAPITA SELECTA – Scope, Investor Protection, Market Regulation and enforcement*, Intersentia 2018, (329), 337-344 (**Hierna:** DIEUX, X., en VERSTAPPEN, N., *Private enforcement*, vn.243); BUSCH maakt daarbij ook de terechte bedenking dat onder Europees recht het onderscheid tussen publiek- en privaatrecht vervaagt (*op. cit.*, 258 – 261).

<sup>244</sup> Dit geldt ook voor vergunde beheerders.

<sup>245</sup> Het beheer van investeringen zal vaak een middelenverbintenis zal zijn. Dit helpt niet om in dergelijk geval verlies te proberen recupereren wanneer geen schending van de zorgplicht kan worden aangetoond. Zie hierover, naar Nederlands recht over MiFID vermogensbeheerders maar *mutatis mutandis* transponeerbaar: BUSCH D., “De civiele zorgplicht van vermogensbeheerders – welke rol is nog weggelegd voor het commune privaatrecht?” *NTBR* 2025/43, 365-379.

<sup>246</sup> Zie, in het kader van individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies, DE SMET, J., “Informatieplicht en causaliteit bij aansprakelijkheid van vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs”, *RPS-TRV* 2020, 201-207.

of buitencontractueel (artt. 6.5-6.6 BW)<sup>247</sup> optreden.<sup>248 249</sup>

Daarbij kan een schending van een regulatoire verplichting, zeker wanneer deze is gebaseerd op een bij KB bekraftigd reglement of een wet, mogelijk een fout uitmaken in de zin van het aansprakelijkheidsrecht<sup>250</sup> en een schending van de gemeenrechtelijke zorgplicht.<sup>251</sup> Wanneer er sprake is van schending van een reglement gebaseerd op artikel 3obis van de Wet Financieel Toezicht (zie randnr. 43 ev. hierboven), is er ook een causaliteitsvermoeden in art. 30ter van de Wet Financieel Toezicht.<sup>252</sup> In een contractueel kader kan aan een toepassing van de leer inzake wilsgebreken (dwaling of bedrog) worden gedacht.<sup>253</sup>

Wanneer een beheerder niet over de juiste registratie of vergunning beschikt, moet een rechter verder elke inschrijving op rechten van deelneming in dergelijke AICB nietig verklaren,<sup>254</sup> waarbij geleden schade wordt geacht het gevolg te zijn van deze overtreding.<sup>255</sup>

## IV.2. BESTUURDERSAANSPRAKELIJKHEID

**70.** Indien de AICB gestructureerd is als een vennootschap, kan de investeerder zich ook pogen op bestuurdersaansprakelijkheid van de bestuurders (of feitelijke bestuurders<sup>256</sup>) van de AICB (vaak feitelijk de beheerder) te beroepen.<sup>257</sup>

---

<sup>247</sup> Zie ook, in het kader van vermogensbeheer en beleggingsadvies, Cass. (3e k.) AR C.23.0183.F, 24 juni 2024 (A. D. / ING BELGIQUE), [juportal.be/](#), concl. MORMONT, H.; JLMB 2024, afl. 39, 1772.

<sup>248</sup> Het zal daarbij niet altijd eenvoudig zijn om een gemeenrechtelijk contractueel mechanisme te bepalen, en te bepalen hoe dit in de concrete rechtsverhouding speelt. Zie over deze problematiek, met een focus op MiFID beleggingsdienstverstrekkers maar *mutatis mutandis* transponeerbaar: COLAERT, V., *De rechtsverhouding financiële dienstverlener-belegger*, Business&Economics 2011, 109-210; COLAERT, V., “De meerlagige rechtsverhouding financiële dienstverlener – belegger”, *RW* 2011-2012, 846-862 en meer recent DIEUX, X., en VERSTAPPEN, N., *Private enforcement*, vn.243, 332-335.

<sup>249</sup> Zie ook, meer uitgebreid, VANDENDRIESSCHE, E., *Investor losses – a comparative legal analysis of causation and assessment of damages in investor litigation*, Intersentia 2015, 5-11. In het kader van vermogensbeheer, dus in een licht andere context, zie ook Brussel (9e k.) nr. 2012/AR/2779, 2016/AR/433, 5 september 2019, TBH 2020, 198, noot BAUDONCQ, M., WILMET, F.; RPS-TRV 2020, afl. 2, 182, noot DE SMET, J.

<sup>250</sup> Zie Cass. 13 mei 1982, *Pas.* 1982, I., 1065, concl. Proc. Gen. Velu, Cass. 5 juni 2003, *Pas.* I., 1125; Brussel 23 januari 2004, *R.D.C.* 2006, 112.

<sup>251</sup> VEREECKEN, J., “Art. 3obis Wet 2 augustus 2002” in X., Financieel recht. Artikelsgewijze commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer, Wolters Kluwer Belgium, Losbl., 38. Art. 27, §1 Wet 2 augustus 2002 bevat ook een bijzondere zorgvuldigheidsplicht, maar deze is niet noodzakelijk van toepassing op een kleinschalige beheerder die participaties in haar beheerde niet-openbare AICB’s verdeelt (art. 39 AICB-Wet, dat de toepassing van deze bepalingen op (vergunde) AICB’s regelt, is immers niet op hen van toepassing). Indien zij echter een MiFID-vergunning bekomen (Zie hoger, II.2.C), zal dit wel op hen van toepassing zijn.

<sup>252</sup> Het is open voor debat of dit ook van toepassing is op kleinschalige AICB’s, aangezien in principe enkel art. 3obis van toepassing wordt verklaard. Zie over dit artikel ook VAN DYCK, T., en DENTURCK, L., “De burgerlijke sanctie van artikel 30ter van Twin Peaks II – De tanden van een papieren tijger?”, *Bank Fin. R.* 2013, 274-283 en DIEUX, X., en VERSTAPPEN, N., *Private enforcement*, vn.243, 344-346.

<sup>253</sup> Zie SEBBARH, Y., “Prospectusaansprakelijkheid” in X., *Bestendig Handboek Vennootschap & Aansprakelijkheid*, Wolters Kluwer Belgium, Losbl., II.5-1 – II.5-19.

<sup>254</sup> Art. 86ter, §1, 2°/1 Wet Financieel Toezicht.

<sup>255</sup> Art. 86ter, §1, tweede lid Wet Financieel toezicht. Over de reikwijdte van artikel 86ter, zie DIEUX, X., en VERSTAPPEN, N., *Private enforcement*, vn.243, 344-346.

<sup>256</sup> Zie SNYERS, A., “Hoofdstuk 3 - Breaking it down: de toepassing van het WVV op de feitelijke bestuurder” in SNYERS, A., *Feitelijk bestuur*, Intersentia, 2023, 264-268.

<sup>257</sup> Art. 2:56-2:58 WVV.

Dit is niet evident, aangezien er sprake is van marginale toetsing (“beslissingen, daden, of gedragingen die zich *kennelijk* buiten de marge bevinden waarbinnen normaal voorzichtige en zorgvuldige bestuurders, geplaatst in dezelfde omstandigheden, redelijkerwijze van mening kunnen verschillen”<sup>258</sup> (eigen nadruk)). De bewijslast rust ook op de eiser, die zich nochtans in een situatie van informatieasymmetrie bevindt (art. 8.4 BW).<sup>259</sup> Bovendien is bestuurdersaansprakelijkheid beperkt.<sup>260</sup> Voor een verdere bespreking verwijzen we naar de uitgebreide rechtsleer hieromtrent.<sup>261</sup>

71. Bij insolventie van een vennootschap (zoals in dezen de AICB) zijn er ook enkele bijzondere, bijkomende, aansprakelijkheden. Daarbij zijn in het bijzonder de ‘kennelijk grove fout die heeft bijgedragen tot het faillissement’<sup>262</sup> en de aansprakelijkheid wegens het begaan van *wrongful trading* inbreuken (in de enge zin) relevant.<sup>263</sup>

Er is ook mogelijke aansprakelijkheid voor oprichting van een vennootschap met kennelijk ontoereikend kapitaal of aanvangsvermogen (“oprichtersaansprakelijkheid”).<sup>264</sup>

Een aantal van deze vorderingen zijn voorbehouden voor de curator, of kunnen minstens slechts worden ingesteld nadat de curator niet handelt. Vaak zal echter slechts zeer weinig op deze manier kunnen worden gerecupereerd.<sup>265</sup> Ook hier verwijzen wij voor een verdere bespreking naar de uitgebreide rechtsleer hieromtrent.<sup>266</sup>

---

<sup>258</sup> Art. 2:56 WVV.

<sup>259</sup> Al kunnen wel onderzoeksmaatregelen worden bevolen in het kader van de bewijsloyauteit en de correcte verdeling van de bewijslast (8.4, 3<sup>e</sup> lid BW), en kan de bewijslast in bepaalde gevallen zelfs worden omgedraaid (art. 8.4 *in fine* BW). Hier toe zal men echter in de praktijk vaak reeds moeten concretiseren welke documenten of informatie men opvraagt. De mate waarin men moet aantonen dat dergelijke onderzoeksmaatregel ergens toe zal leiden, is niet steeds even duidelijk. Zie o.a. recent Cass. 14 maart 2025, AR C.23.0463.N, *P&B* 2025, 189, met noot VANWYNNSBERGHE, M. en CALAERTS, J., “De illusie van de keuze: artikel 877 Ger. W. en de beperkte appreciatiebevoegdheid van de rechter”.

<sup>260</sup> Art. 2:57 WVV.

<sup>261</sup> Zie o.a. DELANOTE, J., *De Vennootschap & de civiele aansprakelijkheid van haar bestuurders*, Intersentia, 2019, 123 p., POTTIER, E. en LEFEVRE, F., “De aansprakelijkheid van de organen”, *TBH* 2018, afl. 10, 1092-1097, nrs. 3-20; POTTIER, E. en LEFÈVRE, F., “La responsabilité des organes” in ANDRE-DUMONT, A.P. en TILQUIN, T. (eds.), *La société à responsabilité limitée*, Larcier, 2019, 174-184, nrs. 1-21.

<sup>262</sup> Art. XX.224 WER.

<sup>263</sup> Art. XX.227 WER.

<sup>264</sup> Art. 7:18, 2<sup>o</sup>, 5:16, 2<sup>o</sup> en 6:17, 2<sup>o</sup> WVV.

<sup>265</sup> Als het al tot een werkelijk faillissement naar Belgisch recht komt. Zie recent ELLIAS, J. en LARAFYIAN, N., “The Global Law of Debt”, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 21/2025, 5 december 2025, dx.doi.org/10.2139/ssrn.5871022.

<sup>266</sup> Zie o.a. DE LEO, F., “Hoofdstuk 3 - Aansprakelijkheid van bestuurders en insolventiefunctionarissen” in *Schuldeiser en behoorlijk insolventiebestuur*, Intersentia, 2021, 341 ev.; VAN WYNNSBERGHE, T. en DE DIER, S., “Hoofdstuk III - Bijzondere insolventieaansprakelijkheid vervat in Boek XX WER” in *Bestuurdersaansprakelijkheid bij (dreigende) insolventie: capita selecta*, Intersentia, 2022, 11 ev..

## V. HERZIENING VAN KADER

### V.1. GEEN HERZIENING BIJ AIFMD II

72. Het regime van de kleinschalige AICB is controversieel. In de voorbereiding van de grondige herziening van de AICB-Richtlijn in 2024 (gekend als ‘**AIFMD II**’<sup>267</sup>), stipte ESMA een aantal factoren aan die volgens haar aanpassingen behoeften.<sup>268</sup> Daarbij merkte ESMA op dat ‘*een aantal [Nationale Bevoegde Autoriteiten] zou verkiezen om een expliciete Europese juridische basis te hebben om bijkomende nationale vereisten te introduceren om voldoende toezicht te kunnen uitoefenen op kleinschalige AICB beheerders. In het licht van deze voorkeur van sommige [Nationale Bevoegde Autoriteiten], beveelt ESMA aan dat de Commissie overweegt verder de bevoegdheden van lidstaten om onder hun nationaal recht bijkomende vereisten op te leggen aan kleinschalige AICB’s te verduidelijken*’.<sup>269</sup>

73. Er werden dan ook verschillende vragen met betrekking tot het regime voor kleinschalige beheerders opgenomen in de publieke consultaties.<sup>270</sup> Deze leidden tot zeer uiteenlopende antwoorden (vaak gelinkt aan de achtergrond van de respondent). De antwoorden omvatten onder meer waarschuwingen dat het huidige regime kapitaal van de kleinere AICB’s naar de grotere spelers zou overhevelen, verschillende bemerkingen gerelateerd aan het ontbreken van passporting, de bemerking dat de huidige drempels te laag zijn, en zelfs dat het huidige regime grote risico’s voor beheerders inhoudt en zou moeten worden afgeschaft.

Vaak terugkomende commentaren hadden betrekking op het gegeven dat het regime een ‘*level playing field*’ tussen verschillende lidstaten in de weg staat, en dat een lagere algemene ‘*cost of compliance*’ kleinere beheerders misschien meer zou aanzetten om toch een volledige vergunning aan te vragen.<sup>271</sup>

74. De uiteindelijke voorstellen en aangenomen tekst van AIFMD II bevatten echter (tot verrassing van velen, gezien de sterke nadruk erop in de voorbereidende werkzaamheden) geen bijkomende harmonisatie van het regime voor kleinschalige beheerders.

---

<sup>267</sup> Richtlijn (EU) 2024/927 van het Europees Parlement en de Raad van 13 maart 2024 tot wijziging van de Richtlijnen 2011/61/EU en 2009/65/EG wat betreft delegatieregelingen, liquiditeitsrisicobeheer, toezichtrapportage, verlening van bewaar- en bewaarnemingsdiensten en leninginitiëring door alternatieve beleggingsfondsen.

<sup>268</sup> Vele daarvan werden ook effectief meegenomen naar AIFMD II toe, en liggen opnieuw open in het kader van het Market Integration Package (zie lager).

<sup>269</sup> ESMA letter 18 augustus 2020, “Ref: Review of the Alternative Investment Fund Managers Directive”, [ESMA34-32-551\\_esma\\_letter\\_on\\_aifmd\\_review.pdf](http://ESMA34-32-551_esma_letter_on_aifmd_review.pdf).

<sup>270</sup> Vragen en de respons hierop zijn beschikbaar op [ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Alternative-Investment-Fund-Managers-review-of-EU-rules/public-consultation\\_en](http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Alternative-Investment-Fund-Managers-review-of-EU-rules/public-consultation_en).

<sup>271</sup> Voor een korte besprekking van de voornaamste tendensen in de antwoorden hierop, zie VERSCHOOT, S. en BOGAERTS, P., “Sub-Threshold AIF Managers under AIFMD II: Quo Vadimus?”, *Mondaq* 13 December 2021, [mondaq.com/fund-management-reits/1141478/sub-threshold-aif-managers-under-aifmd-ii-quo-vadimus](http://mondaq.com/fund-management-reits/1141478/sub-threshold-aif-managers-under-aifmd-ii-quo-vadimus).

75. AIFMD II trad in werking op 15 april 2024, met een termijn voor omzetting naar nationaal recht van de meeste bepalingen die loopt tot 16 april 2026.<sup>272</sup> Er ligt op heden nog geen voorstel tot omzetting naar Belgisch recht voor.<sup>273</sup>

## V.2. GEEN HERZIENING ONDER HET *MARKET INTEGRATION PACKAGE*

76. Ook in het kader van het pas voorgestelde ‘*Market integration package*’, stelt de Europese Commissie aanzienlijke wijzigingen aan de AICB-Richtlijn voor (het “**MI Voorstel**”).<sup>274</sup> Het voorstel heeft tot doel om hindernissen voor integratie weg te nemen, onder meer door een ‘*efficiënter en geharmoniseerd toezicht*’.<sup>275</sup>

Daartoe wil het onder meer tekortkomingen en inefficiënties in het huidige kader aanpakken. De focus ligt daarbij in het bijzonder op cross-border dienstverlening. Het voorstel tot richtlijn<sup>276</sup> wil ook onnodige regulatoire last wegnemen en administratieve last verminderen (onder meer door het tegengaan van ‘goldplating’).<sup>277</sup>

77. Gegeven de achtergrond (zie randnr. 3 hierboven) en de rol van en bemerkingen bij het regime van de kleinschalige beheerders (zie *V.I. Geen herziening bij AIFMD II* hierboven), hadden wij verwacht dat het regime voor kleinschalige beheerders zou worden herbekeken of bijgestuurd. Het bevindt zich immers op het kruispunt van proportionaliteit, en een zeer beperkte harmonisatie en marktintegratie - met daardoor een snel (en disproportioneel?) oplopende regulatoire last wanneer men over grenzen van lidstaten heen wil werken.

78. Dit is echter niet het geval. Het MI Voorstel focust op vergunde AICB’s.<sup>278</sup> Ook daar ontstond er immers een kluwen van verschillende nationale regels en gebruiken dat marketing en management op basis van een passport moeilijk te navigeren maakt.<sup>279</sup> De voorgestelde aanpassingen zijn dan ook niet min.<sup>280</sup>

---

<sup>272</sup> Art. 3 AIFMD II. Voor selecte bepalingen geldt een termijn tot 16 april 2027.

<sup>273</sup> Op 27 december 2025.

<sup>274</sup> Zie [finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-package\\_en](https://finance.ec.europa.eu/publications/market-integration-package_en), en in het bijzonder EC COM(2025) 942 final, *Proposal for a directive of the European Parliament and of the council amending Directives 2009/65/EC, 2011/61/EU and 2014/65/EU as regards the further development of capital market integration and supervision within the Union*, [ec.europa.eu/finance/docs/law/2024-proposal-directive-mip\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/finance/docs/law/2024-proposal-directive-mip_en.pdf).

<sup>275</sup> MI Voorstel, 3

<sup>276</sup> Over keuze van instrument, zie MI voorstel, p. 6. Naast het voorstel tot richtlijn, is er ook een voorstel tot verordening. Dit voorstel past onder meer de huidige *Cross-Border Distribution of Funds Regulation* aan, maar ook de ESMA Regulation, EMIR, MiFIR, CSDR, MiCA en SFTR. Zie EC COM(2025) 943 final, *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulations (EU) No 1095/2010, No 648/2012, No 600/2014, No 909/2014, 2015/2365, 2019/1156, 2021/23, 2022/858, 2023/1114, No 1060/2009, 2016/1011, 2017/2402, 2023/2631 and 2024/3005 as regards the further development of capital market integration and supervision within the Union*, [eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025PC0943](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52025PC0943).

<sup>277</sup> Ibid.

<sup>278</sup> En ICBE’s/UCITS, waarbij overigens ook een verdere alignering tussen de regimes toepasselijk op AICB’s en ICBE’s wordt nagestreefd.

<sup>279</sup> Vgl. MI Voorstel, 7 (laatste paragraaf).

<sup>280</sup> De opgesomde maatregelen, samen met nog enkele andere wijzigingen aan de AICB-Richtlijn, worden geïntroduceerd in art. 2 (aanpassingen aan AICB-Richtlijn) van het MI Voorstel. Een overzicht met toelichting is te vinden op pagina 13 – 16 van het MI Voorstel.

Er wordt bijvoorbeeld voorzien in door ESMA op te stellen ‘*regulatory technical standards*’ die de procedures, tijdslijnen, formulieren en templates voor het aanvragen van een vergunning en rapportering moeten standaardiseren over jurisdicities. Daarbij is het echter een gemiste kans dat niet onmiddellijk ook de aanvraag voor registratie en rapportering voor kleinschalige beheerders worden mee geharmoniseerd.

Verder wordt in artikel 4 AICB-Richtlijn ook een concept van ‘EU groepen van beheersvennootschappen en AICB’s’ voorzien, dat vergunde beheersvennootschappen, AICB’s, kredietinstellingen en beleggingsondernemingen omvat. Kleinschalige beheerders worden hiervoor niet mee in beschouwing genomen, het concept is beperkt tot ‘*beheerders van AICB’S, zoals gedefinieerd in artikel 4(1), punt (b) van deze Richtlijn*’, en die zijn vergund (‘*Authorised*’) in overeenstemming met deze Richtlijn.<sup>281</sup> Dit is opmerkelijk, aangezien bij de totstandkoming van het regime net het ‘geaggregeerde’ systeemrisico als voornaamste reden tot het opleggen van een registratieplicht werd opgelegd (zie randnr. 3 hierboven).

Er wordt ook een passport voor bewaarders (‘*depositaries*’) voorzien, een specifieke procedure voor white-labels,<sup>282</sup> de regels voor *cross-border* verhandeling worden in de CBDF-Verordening geïmplementeerd (in plaats van in de huidige onafhankelijke instrumenten), en, niet onbelangrijk, zowel de UCITS- als AICB-richtlijn geven ESMA de bevoegdheid om de grootste *asset management groups* te identificeren en op te lijsten, gebaseerd op NAV en cross-border activiteit (op basis van reeds beschikbare data), waarbij ESMA ook wordt opgedragen om jaarlijks te analyseren waar wetgeving eenvoudiger kan.<sup>283</sup>

---

<sup>281</sup> Art. 2, (1) MI Voorstel.

<sup>282</sup> Art. 2, (7) MI Voorstel.

<sup>283</sup> ‘Carries out reviews at least annually to effectively identify and address divergent, duplicative, redundant or deficient supervisory practices in specific cases, ultimately removing barriers to the operations of large asset management groups’. Art. 2, (21) MI Voorstel.

## **VI. EVALUATIE**

### **VI.1. EVALUATIEF KADER**

**79.** Het huidig kader van toepassing op kleinschalige beheerders van AICBs en de niet-openbare verhandeling in deelbewijzen ervan, kwam tot stand door een samenloop van (i) doelstellingen van interne markt en het subsidiariteits- en proportionaliteitsbeginsel, (ii) tegengaan van systeemrisico en (iii) beleggersbescherming (zie *I.2. De minimis en achtergrond* hierboven).

Daarnaast, blijkt de Europese regelgever op vandaag bijzondere aandacht te besteden aan vereenvoudiging van deze regels (zie *V.2. Geen herziening onder het Market Integration Package* hierboven).

In wat volgt evalueren we kort bovenstaande regeling in functie van deze doelstellingen.

### **VI.2. SYSTEEMRISICO EN BELEGGERSBESCHERMING**

**80.** Uit het bovenstaande blijkt dat de FSMA een punt heeft wanneer ze stelt dat er slechts beperkte regulering is van kleinschalige beheerders van niet-openbare AICB's. De regulering die er is, blinkt bovendien niet steeds uit in duidelijkheid.

**81.** Kleinschalige beheerders genieten institutioneel een lichter regime dat voornamelijk wordt verantwoord door een gebrek aan systeemrisico, in combinatie met het proportionaliteitsbeginsel en subsidiariteitsbeginsel. Dit gebrek aan systeemrisico lijkt, behalve in groepscontext, niet veranderd. Er kan wel de vraag worden gesteld in hoeverre proportionaliteit nog steeds tot dezelfde uitkomst leidt (zie randnr. 88 hieronder).

**82.** De FSMA kaart in de Mededeling (onrechtstreeks) aan dat een gevolg hiervan is dat ook de individuele liquiditeit, solvabiliteit en het goed beheer van het fonds niet kan worden gecontroleerd. Dit linkt zij dan weer aan beleggersbescherming. Verder schuilt het gebrek aan beleggersbescherming (minstens wat betreft informatie- en reclameplichten) voornamelijk in de niet-toepasselijkheid van verschillende verhandelingsverplichtingen, die vooral gelinkt zijn aan het niet-openbare karakter van de verhandeling.

**83.** Op die manier suggereert de FSMA minstens, waarschijnlijk mede onder invloed van het succes van het regime van de niet-openbare aanbiedingen van kleinschalige beheerders en de recente focus van de fondsensector op retail (waarbij ook ‘niet-openbare’ vehikels worden gebruikt), dat het aangewezen is om het kader aan te scherpen vanuit de doelstelling van beleggersbescherming. Aangezien zowel het regime voor kleinschalige beheerders, als het regime voor niet-openbare aanbiedingen grotendeels nationale regimes betreffen<sup>284</sup>, is hier ook betrekkelijk veel ruimte voor handelen door de Belgische wetgever.

---

<sup>284</sup> Met uitzondering van SFDR, PRIIPS en de antiwitwaswetgeving. Ook op het gebied van consumentenbescherming (B2C) zijn de handen Europees gebonden.

## **VI.3. VEREENVOUDIGING**

**84.** Dit blijft in de nabije toekomst waarschijnlijk ook zo. Het recente Europees MI Voorstel stuurt aan op verdere harmonisatie voor de grootste (groepen van) beheerders, terwijl de kleinste beheerders *niet* mee in bad worden getrokken en onder hun apart registratie-statuut in een soort ‘vagevuur’ blijven hangen.

**85.** Bij de totstandkoming van de AICB-Richtlijn werd het toestaan van een eenvoudiger en proportioneler regime wegens lager systeemrisico als afdoende reden beschouwd om kleinschalige beheerders uit het, zwaarder gereguleerde en complexer statuut, van de AICB-Richtlijn te houden.

Deze redenering lijkt ingehaald te worden door regelgeving als PRIIPS, SFDR en de anti-witwaswetgeving, die kleinschalige AICB’s *wel* mee in bad trekken met het ‘Europese’ fondsenrecht. De situatie staat verder haaks op het nieuwe Europese discours van regulatoire vereenvoudiging.<sup>285</sup> Voor de vergunde beheerders wordt dergelijke vereenvoudiging onder het MI Voorstel immers gekoppeld aan harmonisatie.<sup>286</sup> Het toestaan van een ‘eenvoudiger’ regime is dus niet langer een voldoende verantwoording voor het niet harmoniseren ervan, en wordt wanneer men het op een Europese schaal bekijkt daarentegen net een argument *voor* harmonisatie (in het kader van het subsidiariteitsbeginsel).

**86.** In die zin is het vreemd dat waar de Europese regelgever in het MI Voorstel de procedures om een AICB beheerder en AICB op te richten wil vereenvoudigen én (met vereenvoudiging als doelstelling) harmoniseren, het statuut van kleinschalige beheerder een nationale aangelegenheid blijft. Nochtans is het statuut vaak net het startpunt voor nieuwe beheerders, en leidde dit ook tot bijzonder veel commentaren van respondenten in het kader van AIFMD II.

## **VI.4. INTEGRATIE EN PROPORTIONALITEIT**

**87.** Onder het huidige statuut ontbreekt niet enkel toegang tot de interne markt (er is immers geen passporting mogelijk), maar worden deze kleinschalige beheerders ook vastgezet in een wirwar van nationale regimes, waarbij de stap naar (en bijkomende kost van) een ‘volledige’ vergunning groot is en blijft.

Dit wordt versterkt door de binariteit van ‘vergunning’ versus ‘eenvoudige registratie’, die ook een zekere willekeur met zich meebrengt in het ‘grensgebied’. Bovendien is ook de opportunititeit van het bekomen van een vergunning (of een bijzonder Europees statuut) minstens ten dele afhankelijk van in welke lidstaten een kleinschalige beheerder AICB’s wil beheren of verhandelen.

---

<sup>285</sup> Waarbij een onderscheid met ‘deregulering’ moet worden gemaakt.

<sup>286</sup> Hiertegen kan worden ingebracht dat een verdere harmonisatie, in combinatie met niet-geharmoniseerde regimes, net tot een bijkomende complexiteit, en dus regulatoire arbitrage kan leiden. Deze opmerking werd gemaakt door PISTOR, K. tijdens haar lezing “The Law of Capitalism and How to Transform It – An Evening with Professor Katharina Pistor”, te Leuven 15 januari 2026. Met betrekking tot harmoniseren van privaatrecht, vinden we dezelfde idee al in PISTOR, K., “Regulating financial markets – an LTF perspective”, in AVGOULEAS E., en DONALD, D. (eds.), *The political economy of financial regulation*, Cambridge university press 2019, scholarship.law.columbia.edu/faculty\_scholarship/4340, 36.

Ook in het kader van een verdere integratie van de markt, kan dus de vraag worden gesteld of ook het statuut van kleinschalige beheerders niet voor verdere harmonisatie in aanmerking moet komen.

**88.** Daarbij lijkt het erop dat, terugkoppelend naar de afwegingen met betrekking tot ‘cost-benefit’ en proportionaliteit gemaakt in de overwegingen van de oorspronkelijke AICB-Richtlijn, een huidige proportionaliteitstoets misschien net naar méér harmonisatie leidt.

Dit zou minstens het geval zijn indien er eerder dan met een ‘cut-off’, met een meer variabel regime in functie van de specifieke kenmerken en ambities van de beheerder (en de door hem beheerde fondsen) zou kunnen worden gewerkt, én indien voor “permanent” kleinschalige beheerders die niet in andere lidstaten actief willen zijn, de regulatoire last niet verhoogt.

## **VII. NORMATIEVE SUGGESTIES EN BESLUIT**

### **VII.1. NORMATIEVE SUGGESTIES**

**89.** Een geïntegreerd aanvraag- en toezichtssysteem zou, verder werkend op bovenstaande evaluatieve bedenkingen, op het eerste zicht mogelijkheden tot simplificatie én harmonisatie kunnen bieden.

Daarbij zou, in lijn met de intenties van het MI Voorstel voor vergunde beheerders, één gestandaardiseerde en geharmoniseerde vergunnings- en rapporteringsprocedure kunnen worden ingevoerd die verschillende rechten en plichten met zich meebrengt, afhankelijk van de grootte van de groep of beheerder en gekoppeld aan een opt-insysteem. Ook de statuten van o.a. EuVECA's en ELTIF's zou hierin kunnen worden geïntegreerd.

Dergelijk systeem zou mogelijkheden bieden om de drempel van groeien voor fondsbeheerders gradueler te maken, en de weg naar het beheren van AICB's in andere lidstaten ook voor de ‘kleintjes’ vlotter en geleidelijker. Anderzijds sluit het niet noodzakelijk uit dat, indien er op nationaal niveau systeemrisico's zouden ontstaan, er bijkomend toezicht mogelijk is. Meer nog, een geuniformiseerde rapportering zou het mogelijks eenvoudiger maken om dit vast te stellen.

**90.** De verhouding met de verschillende verhandelingsregimes is delicater. Een verdere focus op fondsenspecifieke regelgeving kan hierbij het level-playing field met andere investeringsinstrumenten doen wankelen (in zoverre dit er al is) en tot regulatoire arbitrage leiden.<sup>287</sup>

Desalniettemin lijkt het daar aangewezen om voor verschillende van deze (nationale) regimes, het toepassingsgebied aan te scherpen, zodat er meer duidelijkheid ontstaat omtrent de mate waarin deze al dan niet van toepassing zijn op het niet-openbaar aanbod van deelbewijzen in AICBs (al dan niet beheerd door kleinschalige beheerders).

### **VII.2. BESLUIT**

Het huidige statuut van de kleinschalige beheerder van niet-openbare fondsen biedt relatief weinig bescherming aan de belegger, heeft een eerder uit de toon vallend statuut, en is slechts beperkt Europees geharmoniseerd.

Dit biedt mogelijkheden voor een verdere simplificatie en harmonisatie in het kader van de oefening die op dit moment door de Europese regelgever wordt gemaakt voor vergunde beheerders.

---

<sup>287</sup> Zie COLAERT, V. en BUSCH, D., “Regulating Finance in a Post-Sectoral World: Setting the Scene” in COLAERT, V., BUSCH, D., en INCALZA, T. (eds.), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Hart Publishing, 2019, doi.org/10.5040/9781509926480, 4 en verwijzingen daar opgenomen.