

Toegang voor beheerders van beleggingsinstellingen tot de Nederlandse markt, na implementatie van de AIFM-richtlijn

J. Kerkvliet

1 Inleiding

In de zomer van 2011 heeft het ministerie van Financiën, als een van de eerste lidstaten, een concept voor het wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (the *Directive on Alternative Investment Fund Managers*, hierna: de Richtlijn¹) gepubliceerd.² De Richtlijn is op 21 juli 2011 in werking getreden en biedt een uitgebreid Europees regelgevend kader voor beheerders van 'alternatieve beleggingsinstellingen' (hierna: ABI's), waaronder onder andere *private equity funds* en *hedge funds*, die tot op heden nog niet onder enig (Europees) toezichtregime vielen.

De financiële crisis van 2007 was voor sommigen een bevestiging dat bepaalde praktijken van *private equity funds* en *hedge funds*, onder meer vanwege een gebrek aan transparantie, risico's opleverden voor de stabiliteit van financiële markten binnen de Europese Unie. Tijdens de G20³ (waar de Europese Unie ook lid van is) van april 2009 is daarom afgesproken om *private equity funds* en *hedge funds* en hun beheerders te registreren en onder toezicht te stellen. Op deze manier werd beoogd toezichthouders in staat te stellen mogelijke systeemrisico's te beoordelen die *private equity funds* en *hedge funds* kunnen opleveren. De uiteindelijke inhoud van de Richtlijn strekt echter veel verder: naast de toezichtrechtelijke vereisten wordt aan beheerders van ABI's ook een groot aantal operationele vereisten opgelegd, zoals vereisten met betrekking tot waardering en beloning, maar ook het aanstellen van een bewaarder.

Nederland moet de Richtlijn voor 22 juli 2013 in zijn nationale wetgeving hebben geïmplementeerd. Ten behoeve daarvan heeft het ministerie van Financiën het

- 1 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 (PbEU L PM).
- 2 Conceptwetsvoorstel wijziging Wft, BW en WED ter implementatie van Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.
- 3 Zie de Declaration van de G20 Working Group, 'Enhancing sound regulation and strenghtening transparency' van 2 april 2009: <www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf>.

J. Kerkvliet

conceptwetsvoorstel tot 5 oktober 2011 in consultatie gegeven. Op de consultatie is door verschillende partijen gereageerd.⁴

Overigens is het regelgevend kader van de Richtlijn nog niet volledig. De Richtlijn vereist namelijk op een groot aantal onderwerpen nadere regelgeving en uitvoeringsmaatregelen van de Europese Commissie (Level 2 wetgevingsproces). In dat kader heeft de nieuwe Europese toezichthoudende autoriteit, European Securities and Markets Authority (ESMA), op 16 november 2011 technisch advies gegeven aan de Europese Commissie over de nadere uitvoeringsmaatregelen voor de Richtlijn.⁵ Daarnaast zullen belangrijke delen van de Richtlijn op basis van het conceptwetsvoorstel nog moeten worden uitgewerkt in lagere regelgeving. Het geheel aan wet- en regelgeving dat voor Nederland zal voortvloeien uit de Richtlijn is dus nog niet compleet, maar het begin is er.

In deze bijdrage zal ik een voorproefje proberen te geven op hoe de toegang tot de Nederlandse markt voor zowel Nederlandse als buitenlandse beheerders van beleggingsinstellingen eruit zal zien na implementatie van de Richtlijn. De operationele vereisten waaraan beleggingsinstellingen na de implementatie zullen moeten voldoen, laat ik buiten beschouwing. Daarnaast zal ik uitdrukkelijk geen uitputtende beschrijving geven van het gehele conceptwetsvoorstel, maar slechts dat deelaspect behandelen dat inzicht geeft in de toegang van ABI's tot de Nederlandse markt in de toekomst.⁶ Daaraan voorafgaand schets ik eerst kort de reikwijdte van de Richtlijn en het huidige toezichtregime in Nederland.

2 Reikwijdte van de Richtlijn

De Richtlijn was in eerste instantie met name gericht op het reguleren van beheerders van *private equity funds* en *hedge funds*, maar de reikwijdte van de Richtlijn is uiteindelijk veel ruimer. De Richtlijn is namelijk van toepassing op elke beleggingsinstelling die niet valt aan te merken als een instelling voor collec-

4 AFM, DNB, DUFAS (Dutch Fund and Asset Management Association), IVBN (Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland), Loyens & Loeff N.V., de Vereniging ter behartiging van de gezamenlijke belangen van beursgenoteerde fiscale vastgoedbeleggingsinstellingen, de Pensioenfederatie, Simmons & Simmons, de NVP (Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen), De BrauwBlackstoneWestbroek, De Kamp & Co, Eumedion (corporate governance-forum), Holland Financial Centre en Fastnet. Zie voor het conceptvoorstel, de MvT, de verschillende reacties en een verslag over de resultaten van de consultatie: <www.internetconsultatie.nl/wijzigingswet_implementatie_richtlijn_beleggingsinstellingen>.

5 ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive: <www.esma.europa.eu/system/files/2011_379.pdf>.

6 Zie in dit verband uitgebreider C.W.M. Lieverse & A.B.A. Doodeheefver, De Nederlandse implementatie van de AIFM-richtlijn, TFR 2011, p. 322-325 en ook (op een aantal deelaspecten) F.G.K. Overkleef, Enkele opmerkingen op hoofdlijnen bij het conceptwetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn, V&O 2011, p. 189-193.

Toegang voor beheerders van beleggingsinstellingen tot de Nederlandse markt, na implementatie van de AIFM-richtlijn

tieve belegging (icbe).⁷ Dit betreft niet alleen *private equity funds* en *hedge funds*, maar ook vastgoedfondsen, aandelen- en obligatiefondsen, *fund of funds* en andere beleggingsinstellingen die geen icbe zijn. De Richtlijn noemt al deze beleggingsinstellingen gezamenlijk ABI's.

De Richtlijn richt zich tot de beheerders van ABI's. Een beheerder van een ABI is 'elke rechtspersoon waarvan de normale werkzaamheden bestaan uit het beheren van een of meer ABI's ongeacht de rechtsvorm van de ABI, of de ABI beursgenoteerd of niet-beursgenoteerd is en of de ABI *open-ended* of *closed-ended* is' (art. 4 van de Richtlijn).

Deze daartoe aangewezen rechtspersoon – of, indien geen afzonderlijke rechtspersoon is aangewezen (en de structuur van de ABI intern beheer toestaat), de ABI zelf – moet, om in aanmerking te komen voor een vergunning, in elk geval verantwoordelijk zijn voor 'portefeuillebeheer' en 'risicobeheer' (art. 5 lid 1 van de Richtlijn). De ABI-beheerder behoeft deze werkzaamheden niet zelf te verrichten. Uitbesteding van taken op het terrein van portefeuillebeheer en risicobeheer is grotendeels toegestaan (met dien verstande dat de ABI-beheerder geen *letter box entity* mag worden) onder behoud van verantwoordelijkheid voor de ABI-beheerder en met inachtneming van de Richtlijn (art. 20 lid 1 van de Richtlijn).⁸

De Richtlijn is niet van toepassing op:

1. holdingmaatschappijen;
2. bedrijfspensioenfondsen;
3. supranationale instellingen;
4. centrale banken;
5. nationale, regionale en lokale overheden en organen of andere instellingen die fondsen beheren ter ondersteuning van socialezekerheids- en pensioensstelsels;
6. werknemerswinstdelings- of werknemersspaarplannen;
7. *special purpose vehicles* ten behoeve van securitisaties; en
8. beheerders die één of meer ABI's beheren waarin louter wordt belegd door de beheerder of diens moedervernootschap, dochtervernootschap of andere dochters van de moederonderneming, met dien verstande dat geen van die beleggers zelf een ABI is (*intra group*) (art. 2 en 3 lid 1 van de Richtlijn).

7 Deze beperking van het toepassingsbereik is terug te vinden in de definitie van ABI in art. 4 van de Richtlijn. Een icbe is een beleggingsinstelling met specifieke kenmerken die daaraan gesteld worden in 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's).

8 Opmerkelijk is dat de tekst van het conceptwetsvoorstel hier afwijkt van de Richtlijn en uitgaat van de feitelijke uitvoering van werkzaamheden. Art. 2:65 Wft in het conceptwetsvoorstel sluit aan bij het begrip 'het beheren van een (...) beleggingsinstelling', hetgeen is gedefinieerd als 'als beheerder uitvoeren van a. portefeuillebeheer en risicobeheer en b. werkzaamheden als administratie, aanbieden (...)', zodat het lijkt alsof op basis van het conceptwetsvoorstel uitbesteding überhaupt niet is toegestaan.

J. Kerkvliet

Indien een beheerder die één of meer ABI's beheert geen gebruik kan (of wil) maken van een van bovengenoemde uitzonderingen of vrijstellingen, dan dient hij een vergunning aan te vragen bij de bevoegde autoriteit van de lidstaat waar de beheerder is gevestigd (art. 5 van de Richtlijn). Wanneer een beheerder een vergunning heeft verkregen, zal hij zich voortdurend moeten houden aan een aantal doorlopende (operationele) verplichtingen op basis van de Richtlijn, met betrekking tot onder meer de bedrijfsvoering, waardering, transparantie, kapitaal en beloningsbeleid, verplichte aanstelling van een bewaarder en specifieke verplichtingen met betrekking tot de verkrijging van een deelneming of zeggenschap in een (al dan niet beursgenoteerde) onderneming, waaronder waarborgen tegen *asset stripping*.⁹

Nu de werkzaamheden van kleinere beheerders niet worden geacht significante systeemrisico's in het leven te roepen, voorziet de Richtlijn in een zogenoemde 'lichtere regeling' voor beheerders die ABI's beheren waarvan het totaal beheerd vermogen niet meer dan € 100 miljoen is of niet meer dan € 500 miljoen wanneer géén hefboomfinanciering wordt gebruikt en gedurende een periode van vijf jaar geen recht op terugbetaling kan worden uitgeoefend (*lock in*) (art. 3 lid 2 van de Richtlijn). Van belang is dat onder gebruik van hefboomfinanciering hier wordt verstaan financiering op het niveau van het fonds, wat gevolgen heeft voor het door het fonds beheerde vermogen.¹⁰

Wel moeten beheerders die onder deze lichtere regeling vallen, zich registreren in de lidstaat waar zij gevestigd zijn en bepaalde informatie verschaffen aan de bevoegde autoriteit van deze lidstaat (art. 3 lid 3 van de Richtlijn). Deze beheerders kunnen er evenwel ook voor kiezen om vrijwillig een vergunning aan te vragen, waarna zij gebruik kunnen maken van het 'Europees paspoort' (*opt-in*); op basis van een dergelijk paspoort is het de beheerder toegestaan beleggingsfondsen binnen de gehele Europese Unie te beheren. Indien de beheerder kiest voor een dergelijke *opt-in*, dan is hij volledig onderworpen aan alle verplichtingen van de Richtlijn (art. 3 lid 4 van de Richtlijn).

3 Het huidige toezichtregime in Nederland

Op dit moment zijn partijen die deelnemingsrechten aanbieden in beleggingsinstellingen aangewezen op het nationale plaatsingsregime van de staat waarin zij de deelnemingsrechten aanbieden. In Nederland is dit nationale plaatsingsregime verankerd in art. 2:65 Wet op het financieel toezicht (Wft), dat luidt 'het is verboden rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan te bieden zonder dat

9 Zie voor een meer algemene beschrijving van de vereisten van de Richtlijn N.B. Spoor & J.M.W.M. Franken, De impact van de AIFM-richtlijn op de beleggingsfondsensector, Bb 2011-6, p. 20-23 en meer specifiek voor private equity-fondsen C.C. Sip, Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen; gevolgen voor de private equity-industrie, TOP 2011, p. 78-84 en J. Kerkvliet, De gevolgen van de AIFM Richtlijn voor de Nederlandse private equity-industrie, V&O 2011, p. 55-59.

10 Zie ook Sip 2011.

Toegang voor beheerders van beleggingsinstellingen tot de Nederlandse markt, na implementatie van de AIFM-richtlijn

de beheerder van de beleggingsinstelling over een door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) verstrekte vergunning beschikt'. Indien de beleggingsinstelling geen aparte beheerder heeft, geldt de vergunningplicht voor de beleggingsinstelling zelf. Op de vergunningplicht bestaan, in de praktijk veel gebruikte, uitzonderingen en vrijstellingen, waar het gaat om: (a) een aanbod aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers, (b) een aanbod aan minder dan honderd personen en (c) een aanbod waarbij de inleg per belegger ten minste € 100.000 bedraagt.¹¹

Daarnaast bestaat een uitzondering op de vergunningplicht voor beheerders van beleggingsinstellingen die gevestigd zijn en onder adequaat toezicht staan in een door de minister van Financiën aangewezen staat, mits aan een aantal voorwaarden is voldaan.¹² Op dit moment zijn de volgende landen aangewezen staten: Frankrijk, Guernsey, Ierland, Jersey, Luxemburg, Malta, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten (voor zover de beleggingsinstelling in kwestie bij de SEC is geregistreerd).

4 Het toekomstige toezichtregime in Nederland

De vergunningplicht van art. 2:65 Wft wordt in het conceptwetsvoorstel zo aangepast dat deze ziet op het beheren van een Nederlandse beleggingsinstelling *en* het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling in Nederland. Daarnaast wordt de definitie van beleggingsinstelling in het conceptwetsvoorstel aangepast, zodat icbe's hier niet langer onder vallen. Als resultaat bestaan er straks twee sets van regels: (1) bepalingen die gelden voor alle beleggingsinstellingen (niet-icbe's) en (2) bepalingen die specifiek gelden voor icbe's (die in twee afzonderlijke paragrafen van de Wft zullen worden opgenomen).¹³

De Richtlijn is maximumharmonisatie voor (beheerders van) beleggingsinstellingen (ABI's) die enkel rechten van deelneming aanbieden aan professionele beleggers¹⁴ (zoals gedefinieerd in de MiFID¹⁵), echter na implementatie van de Richtlijn vallen ook beheerders die rechten van deelneming aanbieden aan niet-professionele beleggers (zogenoemde retailbeleggers) hieronder.¹⁶ De Richtlijn biedt lid-

11 Zie art. 1:12 lid 1 sub a en b respectievelijk art. 2:74 lid 1 sub a en b Wft, waarbij het bedrag ad € 100.000 zowel de nominale waarde als de totale tegenwaarde van de rechten van deelneming kan betreffen.

12 Art. 2 Besluit aangewezen staten Wft.

13 MvT conceptwetsvoorstel wijziging Wft, BW en WED ter implementatie van Richtlijn 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, p. 67.

14 Zie overwegingen 10 en 14 van de Richtlijn.

15 De MiFID kent geen definitie van professionele beleggers, wel een definitie van professionele cliënten; art. 4 van de Richtlijn zoekt dan ook aansluiting bij het begrip professionele cliënt zoals gedefinieerd in Bijlage II bij de MiFID, kort samengevat: gereguleerde financiële entiteiten, grote ondernemingen en institutionele beleggers. Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten, tot wijziging van de Richtlijnen 85/611/EEG en 93/6/EEG van de Raad en van Richtlijn 2000/12/EG van het Europees Parlement en de Raad en houdende intrekking van Richtlijn 93/22/EEG van de Raad.

16 MvT conceptwetsvoorstel, p. 67.

J. Kerkvliet

staten de ruimte om voor die laatste groep beheerders aanvullende nationale regels te stellen (art. 43 van de Richtlijn). In het conceptwetsvoorstel wordt van deze mogelijkheid gebruik gemaakt en voor de invulling van de aanvullende regels aansluiting gezocht bij het regime dat geldt voor icbe's.¹⁷ Het merendeel van deze regels moet nog nader worden uitgewerkt in het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen (BGfo), maar het zal voornamelijk gaan om regels ten aanzien van een adequate behandeling van deelnemers. Voor deze beheerders geldt bijvoorbeeld dus ook de verplichte geschillenprocedure, die ook geldt voor beheerders van icbe's.¹⁸ Als het ware is er dus nog een set van regels te onderscheiden: bepalingen die gelden voor beleggingsinstellingen (niet-icbe's) die (tevens) aanbieden aan retailbeleggers. Het ministerie van Financiën geeft aan op deze manier een *level playing field* te willen waarborgen tussen icbe's en beleggingsinstellingen (niet-icbe's) die zich (tevens) richten op retailbeleggers, aldus de concept-memoorie van toelichting.¹⁹

Opmerkelijk is dat voor ABI's en icbe's geldt dat wordt voorzien in een Europees paspoort, maar voor beheerders van beleggingsinstellingen die zich richten op retailbeleggers in beginsel (nog altijd) niet. Van een *level playing field* is dan ook geen sprake en de rechtvaardiging om retailfondsen aan aanvullende regels ten opzichte van ABI's te onderwerpen ontbreekt mijns inziens dan ook.²⁰

Het is wel begrijpelijk, en tot op zekere hoogte ook zeker wenselijk, dat het ministerie van Financiën aanvullende regels stelt voor zover wordt aangeboden aan retailbeleggers. Ondanks dat het principe van beleggersbescherming in de Richtlijn een onderschikte rol speelt,²¹ de nadruk van de Richtlijn ligt immers op het toezicht op systeemrisico's die ABI's kunnen veroorzaken, is dat in de nationale wetgeving mijns inziens wel anders.²² De vraag is mijns inziens dan ook niet of het stellen van aanvullende regels verenigbaar is met de Richtlijn,²³ maar of de groep beleggers waarvoor het ministerie dat in het conceptwetsvoorstel doet wel voldoende is afgebakend. Dat laatste zal ik hieronder toelichten.

De bestaande uitzonderingen en vrijstellingen van de vergunningplicht, zoals deze bestaan onder het huidige toezichtregime, worden doorgehaald. In plaats daarvan wordt in art. 2:66a lid 1 van het conceptwetsvoorstel de lichtere regeling voor 'kleinere beheerders' geïmplementeerd:

17 Art. 4:37q conceptwetsvoorstel en MvT conceptwetsvoorstel, p. 67 en 145.

18 Art. 4:17 conceptwetsvoorstel en MvT conceptwetsvoorstel, p. 145.

19 MvT conceptwetsvoorstel, p. 67.

20 Zie ook Lieverse & Doodeheefver 2011, p. 323.

21 Zie Overkleef 2011, p. 191.

22 Zie hierover C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 17-20.

23 Zie Overkleef 2011, p. 191.

Toegang voor beheerders van beleggingsinstellingen tot de Nederlandse markt, na implementatie van de AIFM-richtlijn

‘Artikel 2:66a concept wetsvoorstel

1. Artikel 2:65 is niet van toepassing op een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling die:

a. (...), een gezamenlijke zeggenschapsuitoefening of een gekwalificeerde deelneming,²⁴ portefeuilles van beleggingsinstellingen beheert, indien de totale waarde²⁵ van de door hem beheerde activa:

1. niet groter is dan € 100.000.000; of

2. niet groter is dan € 500.000.000 indien de beleggingsinstellingen geen gebruik maken van hefboomfinanciering en geen recht tot inkoop of terugbetaling van rechten van deelneming in de verschillende beleggingsinstellingen kan worden uitgeoefend gedurende een periode van vijf jaar vanaf het tijdstip waarop de rechten van deelneming zijn verworven;

b. rechten van deelneming in de door hem beheerde beleggingsinstellingen uitsluitend aanbiedt aan professionele beleggers; en

c. (...).’

Het lijkt erop dat de lichtere regeling zoals opgenomen in art. 2:66a van het conceptwetsvoorstel uitsluitend toegankelijk is voor (1) Nederlandse (beheerders van) beleggingsinstellingen en (2) (beheerders van) beleggingsinstellingen die uitsluitend aanbieden aan professionele beleggers. Beide beperkingen lijken mij, en met mij een aantal anderen, niet juist.²⁶ De Richtlijn voorziet ook niet in dergelijke beperkingen ten aanzien van de lichtere regeling. Mijns inziens zouden ook buitenlandse beheerders toegang moeten hebben tot de lichtere regeling, voor zover zij geen gebruik (meer) kunnen maken van een van de vrijstellingen die het (huidige) Nederlandse plaatsingsregime biedt. Zie in dit verband ook de laatste paragraaf van deze bijdrage met betrekking tot het derdelandenregime.

Het feit dat de lichtere regeling in het conceptwetsvoorstel wordt beperkt tot gevallen waarin uitsluitend aan professionele beleggers wordt aangeboden, is hoogst waarschijnlijk bedoeld om een consequent onderscheid te maken tussen professionele en retailbeleggers. Mijns inziens is echter niet iedere belegger die niet onder de (strikte) definitie van professionele belegger valt simpelweg als retailbelegger aan te merken. Onder het huidige Nederlandse toezichtregime is immers niet voor niets bepaald dat een belegger die voor ten minste € 100.000 deelneemt als (min of meer) ‘professioneel’ moet worden gezien. Van dergelijke

24 Het begrip ‘gekwalificeerde deelneming’ wordt wél gedefinieerd in de Richtlijn, zij het in het kader van een deelneming van ten minste 10% in de ABI. Door het gebruik van een ander begrip (*substantive holding*) in art. 3 van de Richtlijn staat echter vast dat het op Europees niveau *niet* de bedoeling is geweest om in het kader van de vrijstellingen aan te knopen bij het begrip gekwalificeerde deelneming. Hiermee wordt de toets voor de drempelvrijstelling onnodig zwaar. Immers, er worden dan relatief meer *assets under management* meegeteld om tot het drempelbedrag te komen.

25 In de Richtlijn wordt opzettelijk gesproken van ‘totaal beheerde activa’ in plaats van waarde; de mogelijke wijze van berekening daarvan is nog opengelaten voor Level 2-regelgeving.

26 Zie de consultatiereacties van Loyens & Loeff N.V., de NVP, De BrauwBlackstoneWestbroek en De Kamp & Co. Zie ook in dit verband Lieveise & Doodeheefver 2011, p. 323.

J. Kerkvliet

beleggers wordt verwacht dat zij zelf een voldoende geïnformeerde en afgewogen beleggingsbeslissing nemen.²⁷ Daarom wordt (verregaande) bescherming van deze categorie beleggers niet noodzakelijk geacht.

Het type ABI's dat men bij het opstellen van de Richtlijn in gedachte had (*private equity funds* en *hedger funds*), maakt op dit moment vaak gebruik van de genoemde vrijstelling voor aanbiedingen met een tegenwaarde van € 100.000. De additionele regels die het ministerie in het conceptwetsvoorstel voor ogen heeft, zouden dan ook uitsluitend moeten zien op 'echte' retailbeleggers, onder wie uitsluitend beleggers vallen die voor 'kleine' bedragen (onder de € 100.000) investeren.

In de consultatiereacties is ook uitgebreid aandacht gevraagd voor de positie van (beheerders van) beleggingsinstellingen die op dit moment nog gebruik kunnen maken van een uitzondering of vrijstelling op grond van de Wft. Aangegeven wordt dat bij een deel van de thans vrijgestelde en/of uitgezonderde (beheerders van) beleggingsinstellingen de extra lasten die ontstaan door het toezicht en de bijbehorende verplichtingen disproportioneel kunnen zijn ten opzichte van de voordelen die behaald worden door het toezicht. Daarbij wordt dan ten eerste gedacht aan beleggingsclubs, maar ook aan bijvoorbeeld start-ups. Voor beheerders van deze beleggingsclubs en start-ups geldt dat zij de hoge administratieve lasten die gepaard gaan met een vergunningaanvraag vaak niet volledig op het fonds kunnen laten drukken.²⁸

Het ministerie van Financiën heeft inmiddels aangegeven dat naar aanleiding van de consultatiereacties de lichtere regeling, onder voorwaarden, ook zal worden opengesteld wanneer (tevens) wordt aangeboden aan retailbeleggers.²⁹ Vanuit het oogpunt van beleggersbescherming kiest het ministerie er echter voor om de lichtere regeling niet op alle beheerders die aanbieden aan retailbeleggers toe te passen. Voor de toegang tot de lichtere regeling worden niet alleen de grenzen uit de lichtere regeling gehanteerd (portefeuille minder dan € 100 miljoen of € 500 miljoen zonder hefboomfinanciering), maar wordt voor aanbieden aan retailbeleggers ook geëist dat niet wordt aangeboden aan meer dan honderd personen en/of de waarde van de deelnemingsrechten boven € 100.000 ligt. De additionele grenzen zijn ontleend aan de huidige vrijstellingen.³⁰ Waarom de uitzondering voor een aanbod aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers niet terugkeert, is onduidelijk.³¹ Verschil met de huidige situatie is dat geen sprake meer is van een vrijstelling, maar dat er een lichtere regeling op deze beheerders van toepassing is op

27 Zie ook Overkleef 2011, p. 191.

28 Dit zou de Total Expense Ratio (TER) onacceptabel hoog maken. De kosten die gepaard gaan met een vergunningaanvraag komen al snel neer op een bedrag rond de € 25.000 (aan de AFM, alsmede de adviseurs betrokken bij de vergunningaanvraag) en daarnaast worden onder toezicht staande beheerders geconfronteerd met jaarlijks terugkerende doorlopende toezichtkosten. Het conceptwetsvoorstel geeft slechts een indicatie van de totale 'extra kosten' die gepaard gaan met de implementatie van de Richtlijn. Zie MvT conceptwetsvoorstel, p. 84-86.

29 Zie het verslag over de resultaten van de consultatie, p. 1-5.

30 Zie het huidige art. 1:12 lid 1 sub a respectievelijk art. 2:74 lid 1 sub a en b Wft.

31 Het huidige art. 1:12 lid 1 sub b Wft zal dus kennelijk definitief komen te vervallen.

Toegang voor beheerders van beleggingsinstellingen tot de Nederlandse markt, na implementatie van de AIFM-richtlijn

grond waarvan bepaalde meldingen moeten worden gedaan en informatie aan toezichthouders moet worden verstrekt. Het ministerie van Financiën geeft aan deze maatregelen zo vorm te geven, dat waar mogelijk de administratieve lasten zo veel mogelijk worden beperkt, terwijl anderzijds er wel voldoende beleggersbescherming is.³² Hoe het ministerie een en ander concreet voor zich ziet, is nog onduidelijk, maar gelukkig heeft het in ieder geval het belang van het behoud van (een deel van) de bestaande uitzonderingen en vrijstellingen ingezien.

In dit verband is ook interessant dat de Europese Commissie op 7 december 2011 een voorstel heeft uitgebracht voor een EU-verordening voor *venture capital funds* die onder de lichtere regeling van de Richtlijn vallen.³³ Dit voorstel introduceert de mogelijkheid voor beheerders van *venture capital funds* om een vergunning (en daarmee een Europees paspoort) aan te vragen onder een specifiek voor hen op maat gemaakt regime.³⁴ In dit voorstel komt naast de grenzen uit de lichtere regeling (portefeuille minder dan € 100 miljoen of € 500 miljoen zonder hefboomfinanciering), ook het vereiste terug dat de waarde van de deelnemingsrechten boven € 100.000 ligt.³⁵ Kennelijk is de Europese Commissie ook van mening dat een belegger die voor ten minste € 100.000 deelneemt als (min of meer) 'professioneel' moet worden gezien.

5 Derdelandenbeleid

In de Richtlijn wordt gestreefd naar een interne markt binnen de Europese Unie en een beter internationaal speelveld met de landen buiten de Europese Unie wat betreft (de regelgeving rond) beheerders van beleggingsinstellingen. Dat betekent zo veel mogelijk harmonisatie van het derdelandenbeleid van de Europese lidstaten ten aanzien van enerzijds beheerders van ABI's uit andere lidstaten en anderzijds beheerders van ABI's buiten de Europese Unie.³⁶ Dit komt op twee manieren tot uiting. Ten eerste wordt er de mogelijkheid geboden van een Europees paspoort voor beheerders van ABI's die uitsluitend aan professionele beleggers aanbieden (art. 32 van de Richtlijn). Dit betekent dat deze beheerders, zodra zij aan de relevante eisen voldoen, in heel Europa deelnemingsrechten mogen aanbieden.³⁷ Een dergelijk paspoort geldt niet voor beheerders van beleggingsin-

32 Zie het verslag over de resultaten van de consultatie, p. 2.

33 COM(2011)860, Proposal for a regulation of the European Parliament and the Council on European venture capital funds.

34 De operationele eisen die onder dit regime aan de organisatie van de beheerder worden gesteld, zijn minder verstrekkend dan onder de Richtlijn en zullen naar verwachting gepaard gaan met aanzienlijk lagere administratieve lasten.

35 Art. 6 van COM(2011)860.

36 Zie nr. 4 van de considerans van de Richtlijn. Zie ook MvT conceptwetsvoorstel, p. 64.

37 Een buitenlandse beheerder van een beleggingsinstelling kan op basis van zijn paspoort overgaan tot het voor de eerste maal beheren van een Nederlandse beleggingsinstelling of het in Nederland aanbieden van rechten van deelneming aan professionele beleggers onmiddellijk na ontvangst van de mededeling van de toezichthoudende instantie van de lidstaat van zijn herkomst dat zij de informatie, verstrekt op grond van art. 32 en 33 van de Richtlijn, aan de toezichthoudende instantie in de desbetreffende lidstaat heeft verzonden.

J. Kerkvliet

stellingen die (tevens) aan retailbeleggers aanbieden, omdat de Europese lidstaten de mogelijkheid houden aanvullende eisen te stellen aan deze instellingen.

Ten tweede wordt er één geharmoniseerd EU-regime voor ABI-beheerders van buiten de Europese Unie vastgesteld. Deze ABI-beheerders hebben een volledige vergunning nodig om binnen de Europese Unie actief te mogen zijn. Een beheerder van een ABI uit een derde land kan alleen in aanmerking komen voor een vergunning indien dat derde land niet op de FATF-lijst van non-coöperatieve landen staat, indien er een samenwerkingsovereenkomst tussen de toezichthouder uit het land van herkomst en onze toezichthouder(s) bestaat en indien de instelling aan de transparantie-eisen uit de Richtlijn voldoet. Daarnaast dient de instelling in Nederland een wettelijke vertegenwoordiger te hebben en moet er uitwisseling van fiscale informatie mogelijk zijn met het derde land (art. 37 lid 7 van de Richtlijn).

Voor ABI-beheerders van buiten de Europese Unie zal een overgangperiode van ten minste twee jaar na de implementatiedatum (22 juli 2013) gelden voordat zij gebruik kunnen maken van het Europees paspoort. In die periode zal het bestaande nationale plaatsingsregime voor het aanbieden van beleggingsinstellingen blijven gelden (art. 67 van de Richtlijn). Vervolgens kan tot 2018 worden gekozen voor zowel een aanbieding onder het nationale plaatsingsregime als het Europees paspoort. Tussen 2013 en 2018 mag Nederland dus nog een eigen derdelandenregime voeren onder behoud van de minimumeisen uit de Richtlijn (art. 68 van de Richtlijn).

Voor Europese ABI-beheerders voorziet het conceptwetsvoorstel, conform de Richtlijn, in een Europees paspoort.³⁸ Voor beheerders uit derde landen is in het conceptwetsvoorstel voorzien om tot 2018 vast te houden aan het huidige aangewezenstatenbeleid (zoals in de par. 3 uiteengezet).³⁹ Dit lijkt geen recht te doen aan het bereikte Europese compromis over de derdelandenregeling, dat ABI-beheerders van buiten de Europese Unie deelnemingsrechten mogen blijven aanbieden op basis van de nationale plaatsingsregimes. Op dit moment kunnen deze beheerders immers onder het Nederlandse plaatsingsregime op basis van een uitzondering en/of vrijstelling onbeperkt aanbieden (zij het met een passende *selling restriction*).

Daarnaast is het huidige aangewezenstatenbeleid niet van toepassing voor zover het betreft een aanbod van deelnemingsrechten in een ABI waar in de staat van herkomst van de ABI beperkingen aan zijn gesteld qua personen tot wie het aan-

38 Art. 2:70 lid 1 conceptwetsvoorstel.

39 Overigens zal de aanwijzing van het merendeel van de adequaattoezichtlanden moeten worden ingetrokken omdat deze EU-lidstaten zijn. Het betreft Frankrijk, Ierland, Luxemburg, Malta en het Verenigd Koninkrijk, zodat alleen Guernsey, Jersey en de Verenigde Staten (indien SEC-toezicht) overblijven. Zie ook de consultatiereacties van De BrauwBlackstoneWestbroek, Eumedion en DUFAS.

bod is gericht.⁴⁰ En dat laatste zal als regel voor veel ABI's juist het geval zijn; ABI's richten zich over het algemeen uitsluitend tot gekwalificeerde beleggers. Hieruit blijkt dat de in het conceptwetsvoorstel bij het aangewezenstatenbeleid gekozen aansluiting ook daarom vreemd is, omdat deze uitzondering in oorsprong bedoeld is geweest om toegang te bieden tot Nederland aan beleggingsinstellingen die in hun eigen land onderworpen waren aan toezicht dat gelijkwaardig werd geacht met het Nederlandse toezicht op beleggingsinstellingen. Dat is typisch niet het regime waar beleggingsinstellingen onder vallen die juist zijn uitgezonderd van toezicht omdat zij hun aanbod beperken tot gekwalificeerde beleggers. Het aangewezenstatenbeleid biedt dus geen soelaas en zal ertoe leiden dat ABI-beheerders van buiten de Europese Unie alsnog een vergunning zullen moeten aanvragen.

In de meeste consultatiereacties is veel aandacht besteed aan de mogelijkheid voor de lidstaten om een nationaal derdelandenbeleid te handhaven (tot 23 juli 2018). Veel van de consultatiereacties wezen er terecht op dat de lidstaten vrij zijn in de behandeling van aanbieders uit derde landen (als zij een bepaald minimum aan voorwaarden hanteren) totdat het Europese derdelandenbeleid volledig verplicht is en deze partijen uit derde landen dus ook gebruik kunnen maken van het paspoort. Het is daarom mogelijk om tot dat moment ook de huidige vrijstellingen te handhaven (waarbij als voorwaarden de minimumeisen uit de Richtlijn worden toegevoegd), voor zowel Nederlandse als buitenlandse ABI-beheerders. Met name voor Nederlandse institutionele beleggers is het belangrijk dat zij gebruik kunnen blijven maken van de diensten van ABI-beheerders uit derde landen. Het ministerie van Financiën heeft inmiddels aangegeven dat het voor wat betreft het nationale derdelandenbeleid de vrijstelling voor aanbieden aan alleen gekwalificeerde beleggers (aangevuld met de minimumvoorwaarden) zal handhaven.⁴¹ Helaas hebben de consultatiereacties er niet toe geleid dat het ministerie van Financiën het huidige Nederlandse plaatsingsregime voor ABI-beheerders van buiten de Europese Unie volledig zal handhaven, immers de vrijstellingen voor aanbiedingen aan minder dan honderd personen en/of tegen € 100.000 vervallen alsnog voor ABI-beheerders van buiten de Europese Unie.

6 Afsluiting

De toegang tot de Nederlandse markt voor zowel Nederlandse als buitenlandse beheerders van beleggingsinstellingen zal er naar verwachting na implementatie van de Richtlijn anders uitzien. De bestaande uitzonderingen en vrijstellingen van de vergunningplicht, zoals deze bestaan onder het huidige toezichtregime, worden grotendeels vervangen door de 'lichtere regeling' in combinatie met het aangewezenstatenbeleid. De wijze waarop deze regelingen thans in het conceptwetsvoorstel zijn geïmplementeerd, lijkt geen recht te doen aan de positie van

40 Art. 2 lid 2 Besluit aangewezen staten Wft. Zie ook in dit verband Lieverse & Doodeheefver 2011, p. 323.

41 Zie het verslag over de resultaten van de consultatie, p. 2.

J. Kerkvliet

Nederlandse en buitenlandse (beheerders van) beleggingsinstellingen die op dit moment nog gebruik kunnen maken van een uitzondering of vrijstelling op grond van de Wft. Ondanks dat we de uitwerking op detailniveau nog moeten afwachten, is het goed om te zien dat het ministerie van Financiën naar aanleiding van de reacties op de consultatie in ieder geval voornemens is om het conceptwetsvoorstel, onder andere op dit wezenlijke punt, aan te passen. Het conceptwetsvoorstel ligt op dit moment bij de Raad van State, zodat het afwachten is in hoeverre de hierboven aangestipte bezwaren terug zullen komen in het finale wetsvoorstel zoals dat in maart 2012 in het Staatsblad zal worden gepubliceerd.⁴²

42 Het ministerie van Financiën heeft deze planning geschetst tijdens een bijeenkomst op 13 oktober 2011, voor de partijen die een reactie hebben ingediend op de consultatie. Zie ook Lieverse en Doodeheefver 2011, p. 325.