

PRAKTIJK

AIFMD: veranderd toezicht op beheerders van beleggingsinstellingen in Nederland

R.J. Boogaard

1 Inleiding

Op 22 juli 2013 is Richtlijn 2011/61/EG betreffende beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: de AIFMD) in Nederland in werking getreden¹ in de Wet op het financieel toezicht (Wft) en op 22 juli 2014 is het zogenoemde overgangsjaar geëindigd.² Daarmee is de AIFMD voor de beleggingsfondsenpraktijk in Nederland thans realiteit. De kern van de AIFMD bestaat uit voornoemde richtlijn en een gedelegeerde verordening (EU) 231/2013 van 19 december 2012 (hierna: de Level 2 Verordening). De Level 2 Verordening heeft rechtstreekse werking in Nederland, en behoefde niet te worden geïmplementeerd.

De AIFMD³ leidt tot een aanzienlijke toename van het financieel toezicht op beheerders van beleggingsinstellingen die in of vanuit Nederland actief zijn. In de praktijk is inmiddels gebleken dat er forse *compliance*-inspanning wordt gevraagd van dergelijke beheerders om aan de AIFMD te voldoen. Zo moeten in beginsel alle beheerders van beleggingsinstellingen die voor de inwerkingtreding van de AIFMD gebruik konden maken van een vrijstelling of uitzondering op de vergunningplicht in Nederland, nu over een vergunning van of registratie bij de Autoriteit Financiële Markten (AFM) beschikken. Dit geldt ook als deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen enkel worden aangeboden aan gekwalificeerde beleggers in de zin van art. 1:1 Wft (zoals pensioenfondsen en verzekeraars). Onder de AIFMD vallen beheerders van alle fondsoorten, zoals *hedge*-fondsen, *private equity*-fondsen, vastgoedfondsen, aandelen- en obligatiefondsen, scheepsfondsen, *fund of funds*, enzovoort, die in Nederland actief zijn.

Ter illustratie: op dit moment beschikken 98 beheerders over een AIFMD-vergunning voor het beheren van bijna 800 alternatieve beleggingsinstellingen. Daarnaast staan er momenteel 139 beheerders bij de AFM geregistreerd als uitgezonderde 'kleine' beheerders (waarover hieronder meer). Verder heeft de AFM op dit

- 1 Stb. 2013, 228. De wet Implementatie richtlijn Europese Unie inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: de Implementatiewet).
- 2 Onder het overgangsregime hadden fondsbeheerders die onmiddellijk voorafgaand aan het tijdstip van inwerkingtreding van de AIFMD in Nederland (derhalve op 22 juli 2013) hun beroep of bedrijf in Nederland uitoefenden en daartoe op grond van de Wft bevoegd waren, een jaar de tijd om 'AIFMD compliant' te worden (art. VII lid 3 en 4 Implementatiewet).
- 3 Waar hierna naar de AIFMD wordt verwezen, wordt bedoeld de AIFMD zoals geïmplementeerd in Nederland.

R.J. Boogaard

moment nog een groot aantal vergunning- en registratieaanvragen in behandeling.

De AFM is tevens gestart met het doorlopende AIFMD-toezicht op de vergunninghoudende beheerders.⁴

Nu het stof rond de eerste implementatieperikelen is neergedaald, is het tijd om de gevolgen van de AIFMD voor de Nederlandse fondsenpraktijk onder de loep te nemen.⁵ Eerst wordt de vraag behandeld welke entiteiten onder de reikwijdte van de AIFMD vallen, en welke daarvan uitgezonderd zijn. Vervolgens wordt ingegaan op de regimes die voor Nederlandse beheerders gelden, met name het 'lichte' registratieregime van art. 2:66a Wft, het 'volledige' vergunningsregime van art. 2:65 Wft en het *grandfathering*-regime. Tot slot worden de regimes voor buitenlandse beheerders van beleggingsinstellingen die in Nederland actief (willen) zijn door Nederlandse beleggingsinstellingen te beheren of door beleggingsinstellingen aan Nederlandse beleggers aan te bieden, behandeld.

2 Reikwijdte van de AIFMD

2.1 Inleiding

De AIFMD, en de daarmee samenhangende vergunning en/of registratieplicht, is van toepassing op zogenoemde 'beheerders van beleggingsinstellingen'. Dit begrip is gedefinieerd in art. 1:1 Wft. De reikwijdte hiervan is relevant. Indien een entiteit geen beleggingsinstelling is, dan geldt de AIFMD niet. Daarnaast geldt de AIFMD niet voor een entiteit die niet kwalificeert als de beheerder van een beleggingsinstelling. Hieronder wordt de reikwijdte van de begrippen 'beleggingsinstelling' en 'beheerder' nader gezien.

2.2 Het begrip *beleggingsinstelling*

Er is alleen sprake van een beleggingsinstelling, indien aan de omschrijving van het begrip 'beleggingsinstelling' in art. 1:1 Wft wordt voldaan. Belangrijk om te vermelden is dat met de komst van de AIFMD meer soorten beleggingsvehikels onder het begrip beleggingsinstelling zijn komen te vallen. Vóór de inwerkingtreding van de AIFMD vielen op grond van de door de AFM inmiddels ingetrokken Beleidsregel ondernemen of beleggen activiteiten van bijvoorbeeld *private equity*-, *venture capital*-, infrastructuur- en bepaalde *hedge*-fondsen in principe niet onder het begrip beleggingsinstellingen. Hun activiteiten kwalificeerden in beginsel als 'ondernemen' en niet als 'beleggen'. Deze beleggingsinstellingen vallen sinds de inwerkingtreding van de AIFMD in Nederland wel onder het begrip beleggingsinstelling in de zin van art. 1:1 Wft, waarover hieronder meer.

4 AFM Nieuwsbrief AIFM-Richtlijn van maart 2015 (te vinden via: <<http://afm.m13.mailplus.nl/archief/mailling-463530.html#1tussenstand>>).

5 Zie voor een eerdere verhandeling over dit onderwerp o.a. C.W.M. Lieverse & A.B.A. Doodeheever, *De Nederlandse implementatie van de AIFM-Richtlijn*, FR 2011, afl. 10, p. 322-325.

Art. 1:1 Wft maakt binnen het begrip beleggingsinstelling ten eerste onderscheid naar de rechtsvorm van de beleggingsinstelling. Een beleggingsinstelling in de vorm van een rechtspersoon, zoals een besloten vennootschap of naamloze vennootschap, is in art. 1:1 Wft omschreven als beleggingsmaatschappij. Een beleggingsinstelling met een andere rechtsvorm, zoals een commanditaire vennootschap, is in art. 1:1 Wft omschreven als beleggingsfonds.⁶ Daarnaast kent de Wft nog subfondsen. Subfondsen zijn administratief afgescheiden gedeeltes van het vermogen van een beleggingsinstelling, waarvoor een separaat beleggingsbeleid geldt en ten aanzien waarvan gelden ter belegging worden verkregen onder specifiek voor dat gedeelte geldende voorwaarden.⁷ Op subfondsen zijn de bepalingen in de Wft ten aanzien van beleggingsinstellingen van overeenkomstige toepassing (art. 1:13 lid 4 Wft). Elk subfonds wordt derhalve als een aparte beleggingsinstelling gezien.

Bezien wij het begrip beleggingsinstelling in art. 1:1 Wft nader, dan blijkt dat de Wft geen zelfstandige definitie kent, maar verwijst naar dat begrip zoals gebezigd in art. 4 lid 1 onder a AIFMD. Volgens deze definitie is een beleggingsinstelling:

- een instelling voor collectieve belegging,
- die bij een reeks van beleggers kapitaal ophaalt,
- om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van de beleggers te beleggen, en
- geen vergunning heeft ingevolge art. 5 van de UCITS-richtlijn (2009/65/EG).

De European Securities and Markets Authority (ESMA) heeft de verschillende elementen van het begrip beleggingsinstelling zoals omschreven in art. 4 lid 1 onder a AIFMD nader toegelicht in de ESMA Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD van 13 augustus 2013 (hierna: de Richtsnoeren).⁸ De Richtsnoeren geven belangrijke handvatten om te beoordelen of sprake is van een beleggingsinstelling in de zin van art. 1:1 Wft. Een aantal daarvan komt hierna aan de orde.

• *Instelling voor collectieve belegging*

Volgens ESMA is sprake van een instelling voor collectieve belegging als bedoeld in art. 4 lid 1 onder a AIFMD, indien aan de volgende kenmerken is voldaan:⁹

- a Het vehikel heeft geen algemeen zakelijk of bedrijfsdoel.

6 Het onderscheid tussen beleggingsfonds en beleggingsmaatschappij is bijv. van belang voor art. 4:37j lid 1 Wft. Hierin is kort gezegd bepaald dat bij beleggingsfondsen de vermogensbestanddelen worden gehouden door een aparte entiteit met als enig statutair doel het houden van de vermogensbestanddelen voor de beleggingsinstelling.

7 Een beleggingsinstelling (meestal genoemd: *'umbrella fund'*) kan derhalve meerdere subfondsen hebben, die elk op hun beurt worden gezien als beleggingsinstelling. Deze constructie wordt vaak gebruikt in de UCITS-industrie, bijv. om redenen van kostenbesparing.

8 Te vinden via <www.esma.europa.eu/system/files/esma_2013_00600000_nl_cor.pdf>. De AFM heeft op haar website aangegeven deze richtsnoeren toe te passen bij haar toezicht (te vinden op <www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/europees/beleidsuitingen-esa/esma-begrippen-aifmd.aspx>).

9 Zie par. 12 van de Richtsnoeren.

R.J. Boogaard

- b Het vehikel haalt bij zijn beleggers kapitaal op dat wordt gepoold voor beleggingsdoeleinden, met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten voor die beleggers.
- c De houders van rechten van deelneming of aandelen in het vehikel hebben – als collectief – geen dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap. Uit het feit dat aan één of meer, maar niet aan al deze houders van rechten van deelneming of aandelen een dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap is verleend, volgt niet dat de onderneming geen instelling voor collectieve belegging is.

Hieronder wordt de door ESMA in de Richtsnoeren gegeven toelichting bij het begrip ‘instelling voor collectieve belegging’ nader besproken.

- Ad a. Geen ‘algemeen zakelijk of bedrijfsdoel’
Ten eerste is een entiteit die onderneemt en een zogenoemd ‘algemeen zakelijk of bedrijfsdoel’ heeft, geen *instelling voor collectieve belegging* en daarmee geen beleggingsinstelling. Van een ‘algemeen of zakelijk bedrijfsdoel’ is volgens de definitie daarvan in de Richtsnoeren sprake indien de onderneming een bedrijfsstrategie uitvoert door de uitoefening van:
 - 1 een zakelijke activiteit bestaande uit het aankopen, verkopen en/of ruilen van goederen of grondstoffen en/of het verlenen van niet-financiële diensten; of
 - 2 een bedrijfsactiviteit bestaande uit het produceren van goederen of de bouw van onroerend goed; of
 - 3 een combinatie van deze activiteiten.

Als gevolg is een productiebedrijf of handelonderneming geen beleggingsinstelling. Ook *joint ventures* met voornoemde activiteiten zullen op deze grond doorgaans niet als beleggingsinstelling kwalificeren.¹⁰

Verder is in dit kader van belang dat een holding die aan het hoofd staat van een groep van ondernemingen niet onder de AIFMD valt. Een holding is in art. 1:13a lid 1 onder b Wft jo. art. 4 lid 1 onder o AIFMD omschreven als een onderneming die voldoet aan de volgende cumulatieve criteria:

- 1 heeft een aandeel in één of meer andere ondernemingen;
- 2 heeft als zakelijk doel om via haar dochterondernemingen, verbonden ondernemingen of deelnemingen een bedrijfsstrategie of -strategieën uit te voeren teneinde aan hun langetermijnwaarde bij te dragen; en
- 3 is een onderneming die, ofwel
 - a optreedt voor eigen rekening en waarvan de aandelen tot de handel zijn toegelaten op een gereguleerde markt in de Europese Unie; ofwel
 - b niet is opgericht met als hoofddoel voor haar beleggers rendement te genereren door haar dochterondernemingen of verbonden ondernemin-

10 Zie ook overweging 8 bij de AIFMD, waarin is overwogen dat *joint ventures* niet onder het toepassingsbereik van de richtlijn vallen. Het begrip *joint venture* is echter niet in de AIFMD gedefinieerd. Naar mijn mening valt een *joint venture* niet onder de AIFMD, omdat een *joint venture* niet kwalificeert als beleggingsinstelling in de zin van art. 1:1 Wft.

gen af te stoten, zoals blijkt uit het jaarverslag of andere officiële stukken van de onderneming.

Als hierboven reeds aangegeven, zijn met de komst van de AIFMD meer entiteiten onder het begrip beleggingsinstelling komen te vallen. Vóór de inwerkingtreding van de AIFMD vielen op grond van de door de AFM inmiddels ingetrokken Beleidsregel ondernemen of beleggen activiteiten van bepaalde *private equity*-, *venture capital*-, infrastructuur- en *hedge*-fondsen in principe niet onder de regelgeving voor beleggingsinstellingen. Deze beleggingsinstellingen vallen sinds de inwerkingtreding van de AIFMD in Nederland wel onder de regelgeving voor beleggingsinstellingen.

- Ad b. Instelling haalt kapitaal op dat wordt gepoold voor beleggingsdoeleinden, met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten voor die beleggers

Een ander kenmerk van een beleggingsinstelling is dat het ingelegde kapitaal wordt gepoold voor beleggingsdoeleinden, met het oog op het genereren van gepoolde opbrengsten voor die beleggers. Gepoolde opbrengsten zijn opbrengsten die worden gegenereerd door het gepoolde risico voortvloeiend uit de aankoop, het aanhouden of de verkoop van beleggingsactiva – met inbegrip van activiteiten gericht op het optimaliseren of verhogen van de waarde van die activa – ongeacht of voor de respectieve beleggers verschillende opbrengsten worden gegenereerd, zoals in het geval van specifieke dividendregelingen.

Een tegengestelde situatie is er indien door beleggers ingelegd kapitaal individueel voor de belegger wordt belegd, en er door beleggers individueel risico op de beleggingen wordt gelopen, bijvoorbeeld bij teakhoutplantages.¹¹ In dat geval is er geen sprake van een beleggingsinstelling, maar mogelijk wel van een beleggingsobject of individueel vermogensbeheer in de zin van art. 1:1 Wft.?

Interessant in dit verband is voorts dat de AFM op dit moment, onder voorbehoud van een eventuele nadere toelichting van de Europese Commissie en/of ESMA op dit punt, van oordeel is dat een collectief beleggingsvehikel dat uitsluitend kapitaal ophaalt bij beleggers in de vorm van vreemd vermogen (bijvoorbeeld door obligaties uit te geven) in beginsel niet kwalificeert als beleggingsinstelling.¹² Hierop zou de AIFMD in principe dus niet van toepassing zijn.

- Ad c. Dagelijkse leiding ligt bij de beheerder

Een kenmerk van een beleggingsinstelling is dat de dagelijkse zeggenschap en de beslissingsbevoegdheid over de activa van de beleggingsinstelling bij de beheerder

11 Een belegger in teakhout koopt veelal het recht op (een deel van) de opbrengst van een kavel op een teakhoutplantage in het buitenland. Op de kavel worden teakhoutbomen geplant. Deze bomen worden na lange tijd, vaak twintig tot dertig jaar, gekapt en verkocht. Het beloofde rendement komt voort uit de opbrengst van de verkoop van het hout na eindkap (zie <www.afm.nl/~media/Files/rapport/2014/rapport-beleggingsobjecten.ashx>).

12 Veel gestelde vragen/Q&A AIFMD, versie maart 2015 (te vinden via <www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/aifm/aifm/faq.aspx>).

R.J. Boogaard

liggen, en niet bij de beleggers. Indien beleggers de dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap hebben, is geen sprake van een beleggingsinstelling. De lat hiervoor ligt overigens wel hoog. Dagelijkse beslissingsbevoegdheid of zeggenschap is in de Richtsnoeren omschreven als een directe en permanente beslissingsbevoegdheid over operationele aangelegenheden in verband met het dagelijks beheer van de activa van de beleggingsinstelling. De beslissingsbevoegdheid dient duidelijk verder te reiken dan de gewone uitoefening van de beslissingsbevoegdheid of zeggenschap door de uitoefening van stemrechten tijdens aandeelhoudersvergaderingen over zaken als fusies of liquidatie, de verkiezing van vertegenwoordigers van de aandeelhouders, de benoeming van bestuurders of commissarissen of de goedkeuring van de jaarrekening.

Het feit dat beleggers een bepaalde mate van inspraak hebben in belangrijke besluiten van een beheerder ten aanzien van een beleggingsinstelling, bijvoorbeeld door middel van een *investment committee*, betekent derhalve nog niet automatisch dat het vehikel daarmee niet meer als beleggingsinstelling kwalificeert.

• *Kapitaal ophalen bij reeks van beleggers*

Het ophalen van kapitaal is de bedrijfsactiviteit (in het Engels: *commercial activity*) van een onderneming of een persoon, of een in haar naam optredende persoon (doorgaans de beheerder), bestaand in het direct of indirect verkrijgen van de overdracht of toezegging van kapitaal van één of meer beleggers aan de onderneming met het oog op belegging overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid. Dit is van toepassing ongeacht of: (a) de activiteit slechts eenmalig, meerdere malen of op permanente basis plaatsvindt, dan wel (b) de overdracht of toezegging van kapitaal plaatsvindt in de vorm van een inbreng in contanten of in natura.

Er is alleen sprake van een beleggingsinstelling indien deze kapitaal ophaalt bij een reeks van beleggers. Bijvoorbeeld, een zogenoemde *managed account*, opgezet door een asset manager voor maar een enkele belegger, is geen beleggingsinstelling.¹³ Daarbij dient volgens de Richtsnoeren wel de volgende aantekening te worden gemaakt. Indien het vehikel op basis van de wet, zijn statuten of (fonds)documentatie niet is verboden kapitaal bij meer dan één belegger op te halen, dient hij te worden beschouwd als een entiteit die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt. Dit geldt ook indien de entiteit in de praktijk slechts één belegger heeft. Voorts wordt een entiteit die het op basis van de wet, statuten of (fonds)documentatie verboden is kapitaal op te halen bij meer dan één belegger, toch gekwalificeerd als ophaler van kapitaal bij een reeks van beleggers, indien de enige belegger: (a) kapitaal belegt dat hij bij meer dan één rechtspersoon of natuurlijke persoon heeft opgehaald om dit in het belang van die personen te beleggen, en (b) uit een organisatie of structuur bestaat die in totaal meer dan één belegger heeft.

13 Er kunnen overigens wel andere toezichtregimes spelen, zoals Richtlijn 2004/39/EG betreffende markten voor financiële instrumenten (MiFID). Het beheren van een individueel vermogen is het verlenen van een beleggingsdienst, waarvoor een vergunning als beleggingsonderneming in deze zin van art. 2:96 Wft vereist is.

- *Beleggingsbeleid*

Voorts is voor de kwalificatie als beleggingsinstelling vereist dat het vehikel een beleggingsbeleid heeft vastgesteld ten aanzien van de wijze waarop het gepoolde kapitaal dient te worden beheerd om gepoolde opbrengsten voor de beleggers te genereren. In een dergelijk beleid kunnen bijvoorbeeld de *asset classes* waarin kan worden belegd (vastgoed, aandelen, *private equity*, enzovoort), de geografische spreiding van de beleggingen, de spreiding over sectoren, de te volgen beleggingsstrategieën, enzovoort worden vastgesteld. Wordt de beslissingsbevoegdheid over de wijze waarop het gepoolde kapitaal moet worden beheerd volledig overgelaten aan het vehikel, zonder dat restricties of richtlijnen gelden, dan is er in beginsel geen sprake van een beleggingsbeleid (en als gevolg geen beleggingsinstelling).

De factoren die, afzonderlijk of cumulatief, kunnen wijzen op het bestaan van een beleggingsbeleid zijn onder meer:¹⁴

- Het beleggingsbeleid is bepaald en vastgelegd, uiterlijk op het tijdstip waarop de verbintenissen die de beleggers ten opzichte van de beleggingsinstelling aangaan, bindend worden.
- Het beleggingsbeleid is omschreven in een document dat deel uitmaakt van of waarnaar wordt verwezen in het reglement of de statuten van de beleggingsinstelling.
- De beleggingsinstelling of de beheerder heeft tegenover de beleggers de in rechte afdwingbare verplichting (onder welke omstandigheden ook) het beleggingsbeleid, inclusief eventuele wijzigingen daarvan, te volgen.

2.3 *Het begrip beheerder*

Indien eenmaal is vastgesteld dat sprake is van een beleggingsinstelling, is van belang welke entiteit kwalificeert als beheerder daarvan, omdat die beheerder aan de AIFMD dient te voldoen door over een vergunning en/of registratie te beschikken bij de AFM.¹⁵ De AIFMD reguleert immers *beheerders* en niet de beleggingsinstellingen zelf.¹⁶ Daarbij wordt onderscheid gemaakt tussen extern beheerde beleggingsinstellingen¹⁷ en een intern beheerde beleggingsinstelling.¹⁸ Een opzichzelfstaande beheerder die over rechtspersoonlijkheid beschikt, is aan te merken als externe beheerder. Bijvoorbeeld, in geval van een beleggingsinstelling in de vorm van een commanditaire vennootschap met een beherend vennoot en beleggers bestaande uit commanditaire vennoten zal de beherend vennoot door-

14 Zie par. 20 van de Richtsnoeren.

15 Zie art. 2:65 en 2:67 Wft, waarin is bepaald dat de vergunningplicht rust op de beheerder, en dat de aanvrager van een vergunning dient aan te tonen dat de beheerder aan de eisen van deel 3 en 4 Wft voldoet. Voorts bepaalt art. 1:13 lid 1 Wft dat het ingevolge de Wft bepaalde ten aanzien van beleggingsinstellingen die een beleggingsfonds of een beleggingsmaatschappij met aparte beheerder zijn, is gericht tot hun beheerder. Dus, voor zover de Wft voorschriften bevat die zien op de beleggingsinstelling (bijv. art. 4:37j Wft), zijn deze gericht tot haar beheerder.

16 Zie overweging 10 en art. 1 AIFMD, waarin is vermeld dat de AIFMD niet de beleggingsinstellingen zelf reguleert. De regulering van en het toezicht op beleggingsinstellingen worden op nationaal niveau bepaald.

17 Zie art. 2:65 sub a Wft.

18 Zie art. 2:65 sub b Wft.

R.J. Boogaard

gaans kwalificeren als externe beheerder. Een beleggingsinstelling die over rechtspersoonlijkheid beschikt en zichzelf beheert, kwalificeert zelf als interne beheerder. Het gaat dan bijvoorbeeld om een naamloze vennootschap waarover het beheer wordt gevoerd door het bestuur van die naamloze vennootschap. Het onderscheid tussen interne en externe beheerders van beleggingsinstellingen is met name van belang voor de vraag welke entiteit een vergunning als beheerder nodig heeft. Voor de intern beheerde beleggingsinstelling is dat de beleggingsinstelling zelf.¹⁹ Voor de extern beheerde beleggingsinstelling is dat de externe beheerder.²⁰ Voorts mag een intern beheerde beleggingsinstelling geen andere beleggingsinstellingen beheren.²¹

De beheerder is ingevolge de AIFMD de entiteit die door de beleggingsinstelling is aangesteld en verantwoordelijk gemaakt om het portefeuillebeheer (de feitelijke handel in activa) en het risicomanagement te verrichten.²² Zonder het verrichten van deze beide taken is een persoon geen beheerder. Een beleggingsinstelling kan op grond van art. 5 lid 1 onder a AIFMD slechts één beheerder hebben.

In het kader van vastgoedbeleggingsinstellingen heeft de AFM aangegeven dat een zogenoemde property manager niet kwalificeert als beheerder, omdat zijn werkzaamheden niet bestaan uit portefeuillebeheer en/of risicomanagement. Een door de beheerder van een vastgoedbeleggingsinstelling ingeschakelde 'property manager' houdt zich bezig met het dagelijkse operationele beheer van het vastgoed (onderhoud, verhuur, enzovoort). Hij is verantwoordelijk voor het uitvoeren van het door de beheerder bepaalde operationele beleid inzake de aan hem toevertrouwde vastgoedobjecten.²³

Voorts is er alleen sprake van een beheerder indien deze de werkzaamheden bestaande uit het voeren van beheer over één of meer beleggingsinstellingen verricht in het kader van een beroep of bedrijf.²⁴ Of een rechtspersoon/entiteit zich beroeps- of bedrijfsmatig bezighoudt met het beheren van één of meer beleggingsinstellingen hangt volgens AFM Q&A af van de specifieke feiten en omstan-

19 Zie art. 2:65 sub b Wft. Voorts bepaalt art. 1:13 lid 2 Wft dat het ingevolge de Wft bepaalde ten aanzien van beheerders van beleggingsinstellingen van overeenkomstige toepassing is op beleggingsmaatschappijen die geen aparte beheerder hebben.

20 Zie overweging 20 en art. 5 lid 1 AIFMD en art. 2:65 sub a en b Wft.

21 Art. 2:67a lid 1 Wft.

22 Art. 5 lid 1 AIFMD. In art. 1:1 Wft is 'beheerder van een beleggingsinstelling' gedefinieerd als: 'degene die in de uitoefening van een beroep of bedrijf het beheer voert over een of meer beleggingsinstellingen'. 'Beheren van een beleggingsinstelling' is op zijn beurt gedefinieerd als 'het als beheerder verrichten van de werkzaamheden, bedoeld in bijlage I van de AIFMD'. De werkzaamheden genoemd in bijlage I van de AIFMD die een beheerder in ieder geval moet verrichten, zijn portefeuillebeheer en risicobeheer. Andere diensten die een beheerder daarnaast kan verrichten en die zijn genoemd in bijlage I van de AIFMD zijn o.a. administratie, verslaglegging, waardering en het bijhouden van het deelnemersregister.

23 Veel gestelde vragen/Q&A AIFMD, versie 16 december 2014, te vinden via <www.afm.nl/nl/nl-professionals/doelgroepen/aifm/aifm/faq>.

24 Zie de definitie 'beheerder van een beleggingsinstelling' in de zin van art. 1:1 Wft.

digheden.²⁵ Aanknopingspunten kunnen onder andere zijn: de wijze waarop de rechtspersoon zich naar de buitenwereld presenteert, de omstandigheid dat het beheer van één of meer beleggingsinstellingen niet slechts incidenteel plaatsvindt, of het feit dat de rechtspersoon (of enige daarmee verband houdende persoon) voor het beheer (op enigerlei wijze) een (vorm van) beloning ontvangt of door derden doet ontvangen.

Ik geef een voorbeeld. Drie kennissen hebben gezamenlijk het plan opgevat om kunstobjecten te kopen. Daarbij verschaffen twee van de drie het kapitaal en voert de derde het beheer over de kunstobjecten, waaronder het nemen van de aan- en verkoopbeslissingen. Hiervoor vraagt hij geen vergoeding en hij beheert geen andere fondsen. Hier is de vraag of er wel sprake is van beheer in het kader van een beroep of bedrijf. Gelet op de aanknopingspunten in AFM Q&A voor de beoordeling of sprake is van 'beroeps- of bedrijfsmatig', kan mijns inziens worden beargumenteerd dat dit niet het geval is en dat de AIFMD niet van toepassing is.

Tot slot mag een entiteit alleen als beheerder optreden, indien deze de rechtsvorm heeft van een rechtspersoon (zie art. 4:37c lid 1 Wft). Een beheerder die de vorm heeft van bijvoorbeeld een vennootschap onder firma is niet toegestaan.

2.4 Uitzonderingen

Er is op de reikwijdte van de AIFMD een aantal belangrijke uitzonderingen geformuleerd. Deze worden hieronder besproken.

- *Family offices*. Volgens de Richtsnoeren valt een entiteit die uitsluitend is opgericht voor de belegging van het particuliere vermogen van een 'bestaande groep' niet onder de AIFMD.²⁶ Een 'bestaande groep' is in de Richtsnoeren gedefinieerd als een groep familieleden, ongeacht de vorm van de juridische organisatie die door hen wordt opgezet om in een entiteit te beleggen, waarbij de groep al bestond vóór de oprichting van die entiteit, mits de familieleden de enige uiteindelijke begunstigden van een dergelijke juridische organisatie zijn. Dit belet niet dat familieleden na de oprichting van de entiteit toetreden tot de groep. Voor de toepassing van deze definitie wordt onder 'familieleden' verstaan de echtgenoot van een persoon, iemand die met een persoon in een vaste intieme relatie, in een gemeenschappelijk huishouden en duurzaam en ononderbroken samenwoont, de bloedverwanten in rechte lijn, de broers en zussen, ooms, tantes, neven en nichten en personen die van een persoon afhankelijk zijn.
- *Captive managers*. Beheerders van beleggingsinstellingen die één of meer beleggingsinstellingen beheren waarin louter wordt belegd door de beheerders zelf of hun moederondernemingen, hun dochterondernemingen of andere dochters van de moederonderneming, vallen buiten de AIFMD, met

25 Veel gestelde vragen/Q&A AIFMD, versie 16 december 2014, te vinden via <www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/aifm/faq>.

26 Er is volgens de Richtsnoeren in dat geval geen sprake van het element 'ophalen van kapitaal' in de definitie van beleggingsinstelling. Derhalve kwalificeert een *family office* niet als beleggingsinstelling in de zin van art. 1:1 Wft.

R.J. Boogaard

dien verstande dat geen van die beleggers zelf een beleggingsinstelling mag zijn.²⁷

- Werknemersparticipatie- of werknemersspaarplannen.²⁸ Onder deze uitzondering vallen winstdelings- en spaarplannen waaraan in beginsel louter werknemers of oud-werknemers van de beheerder en/of beleggingsinstelling direct of indirect deelnemen en/of waarvan zij de uiteindelijke begunstigden zijn. De AFM is van oordeel dat voor dit doel in beginsel met (oud-)werknemers gelijkgesteld kunnen worden personen zoals hun erfgenamen die een gerechtigdheid tot een dergelijk plan hebben geërfd en hun echtgenoten en kinderen.²⁹ Naar mijn mening vallen onder werknemersparticipatie- of werknemersspaarplannen bijvoorbeeld door een beheerder voor zijn werknemers opgerichte *co-investment*- en *carried interest*-vehikels, welke vehikels participeren in de beheerde beleggingsinstelling, en die zijn opgericht om *alignment of interest* met externe beleggers te creëren.³⁰
- Voorts zijn op basis van art. 1:13a Wft de volgende entiteiten uitgezonderd van de AIFMD:
 - 1 holdings (zie par. 2.2 hierboven);
 - 2 instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening die vallen onder Richtlijn 2003/41/EC;
 - 3 supranationale organisaties en daarmee vergelijkbare internationale organisaties die een beleggingsinstelling beheren, voor zover de beleggingsinstelling in het algemeen belang handelt;
 - 4 nationale, regionale en lokale overheden van de lidstaten en organen of andere instellingen die fondsen ter ondersteuning van socialezekerheids- en pensioenstelsels beheren;
 - 5 entiteiten met als enig doel het verrichten van securitisaties of securitisatietransacties als bedoeld in art. 1 lid 2 van Verordening (EG) 24/2009 van de Europese Centrale Bank van 19 december 2008 houdende statistieken betreffende de activa en passiva van lege financiële instellingen die securitisatietransacties verrichten (PbEU 2009, L 15), alsmede het verrichten van andere werkzaamheden ter vervulling van dat doel.

3 Gevolgen van de AIFMD voor Nederlandse beheerders

3.1 Introductie

In deze paragraaf wordt de impact van de AIFMD voor Nederlandse beheerders van beleggingsinstellingen beschreven. Voor niet-Nederlandse beheerders zijn

27 Art. 3 lid 1 AIFMD en art. 1:13a lid 1 sub g Wft.

28 Art. 2 lid 3 onder f AIFMD en art. 1:13a lid 1 sub f Wft.

29 Veel gestelde vragen/Q&A AIFMD, versie maart 2015, te vinden via <www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/aifm/aifm/faq.aspx>.

30 *Co-investment*-vehikels zijn vehikels waarin werknemers van de beheerder participeren, en welke vehikels op hun beurt participeren in de beleggingsinstelling op pro-ratabasis met andere externe beleggers. *Carried interest*-vehikels zijn vehikels door middel waarvan werknemers van de beheerder winstdelingsrechten in de beleggingsinstelling verkrijgen.

aparte regimes beschikbaar om in Nederland deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen aan te bieden of Nederlandse beleggingsinstellingen te beheren. Derhalve worden deze apart behandeld in paragraaf 4.

Onder Nederlandse beheerders van beleggingsinstellingen wordt ingevolge art. 1:1 Wft onder andere³¹ verstaan de beheerder die zijn zetel in Nederland heeft. Een beheerder heeft ingevolge art. 1:1 Wft zijn zetel in Nederland indien hij volgens zijn statuten of reglementen in Nederland gevestigd is.³²

Voor Nederlandse beheerders heeft de AIFMD vanuit toezichtrechtelijk oogpunt materiële impact. Ten opzichte van het pre-AIFMD-regime geldt de vergunningplicht voor meer activiteiten. Dit wordt behandeld in paragraaf 3.2 hieronder. Daarnaast zijn de uitzonderingen op de vergunningplicht aanzienlijk ingeperkt. De nieuwe uitzonderingen op de vergunningplicht worden behandeld in paragraaf 3.3. Tot slot zijn de aan de AIFMD vergunning gestelde eisen verzaagd. Dit wordt uiteengezet in paragraaf 3.4.

3.2 Uitbreiding van de vergunningplicht ten opzichte van het oude regime

Vóór de inwerkingtreding van de AIFMD in Nederland was het verboden om deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen aan te bieden in Nederland zonder vergunning van de AFM. Een vergunning was dus alleen nodig indien een aanbieding werd gedaan aan Nederlandse beleggers. Een aanbieding door een Nederlandse beheerder aan uitsluitend niet-Nederlandse beleggers, of het beheer van beleggingsinstellingen die niet waren aangeboden, had in beginsel geen vergunningplicht in Nederland tot gevolg. Deze vergunningplicht had een nationale oorsprong, en vloeide niet voort uit een richtlijn.³³

De vergunningplicht voor Nederlandse beheerders is thans geregeld in art. 2:65 Wft. Dit artikel bepaalt dat het verboden is om als Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling een beleggingsinstelling te beheren, of rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan te bieden, zonder vergunning van de AFM. De eerste uitbreiding in de vergunningplicht als gevolg van de AIFMD is dat niet alleen een aanbieding, maar ook het beheer van een beleggingsinstelling vergunningplichtig is. Beheren van een beleggingsinstelling is het voeren van risicomangement en portefeuillebeheer over een beleggingsinstelling (zie par. 2.3 hierboven). Een Nederlandse beheerder heeft dus ook een vergunning nodig indien hij het beheer van een beleggingsinstelling overneemt waarvan de aanbieding reeds is geëindigd. Het maakt daarbij niet uit waar de beleggingsinstelling gevestigd is (zie art. 2 lid 1 onder a AIFMD). Bijvoorbeeld, een Nederlandse besloten vennoot-

31 Daarnaast wordt onder Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling verstaan de beheerder met zetel in een staat die geen lidstaat en voorts geen aangewezen staat is, en die een vergunning als bedoeld in art. 2:65 Wft heeft verkregen, en de beheerder die Nederland ingevolge art. 2:69a Wft heeft aangewezen als referentielidstaat.

32 Zie ook de definitie van 'gevestigd' in art. 4 lid 1 onder j AIFMD.

33 Uitzondering geldt voor beheerders van instellingen voor collectieve belegging (icbe's), die een vergunning hebben op basis van de icbe-richtlijn (2009/65/EG). Deze beheerders van icbe's worden hier verder buiten beschouwing gelaten.

schap met beperkte aansprakelijkheid die het beheer voert over een *limited partnership* met zetel op de Kaaimaneilanden, waarin enkel Amerikaanse beleggers hebben belegd, dient op grond van art. 2:65 Wft over een vergunning van de AFM te beschikken.

Daarnaast dient een Nederlandse beheerder een vergunning te hebben indien hij deelnemingsrechten aanbiedt. In art. 2:65 Wft is geen beperking aangebracht in de territoriale reikwijdte van de aanbieding. Op basis van de tekst van de wet levert naast een aanbieding aan Nederlandse beleggers, een aanbieding aan uitsluitend niet-Nederlandse beleggers derhalve ook een vergunningplicht op, indien verricht door een Nederlandse beheerder. Naar mijn mening zijn er echter aanwijzingen dat wordt bedoeld de vergunningplicht te beperken tot een aanbieding in Nederland.³⁴ Wat precies dient te worden verstaan onder aanbieding, blijkt uit de definitie ‘aanbieding’ onder d in art. 1:1 Wft:

- 1 het rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst inzake een recht van deelneming in een beleggingsinstelling; of
- 2 het rechtstreeks of middellijk vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen van een cliënt ter deelneming in een beleggingsinstelling.

3.3 Uitzondering op de vergunningplicht ingeperkt

Onder het pre-AIFMD-regime was geen vergunning van de AFM vereist indien de beheerder deelnemingsrechten in Nederland aanbood aan gekwalificeerde beleggers (zoals bedoeld in art. 1:1 Wft), of aan minder dan 100 personen, of met een minimale inleg van ten minste € 100.000. Een vergunning was derhalve in beginsel alleen nodig bij een aanbieding aan het bredere publiek (de *retail*-markt) tegen een inleg van minder dan € 100.000. Een aanbieding van deelnemingsrechten aan institutionele beleggers, zoals verzekeraars en pensioenfondsen, in Nederland (die vallen onder het begrip gekwalificeerde belegger in de zin van art. 1:1 Wft) leverde in principe geen vergunningplicht op.

Met de inwerkingtreding van de AIFMD op 22 juli 2013 is ten opzichte van het pre-AIFMD-regime de uitzondering op de vergunningplicht voor Nederlandse beheerders sterk ingeperkt. Er geldt – naast de uitzonderingen genoemd in art. 1:13a lid 1 Wft (zoals behandeld in par. 2.4 hierboven) – ingevolge art. 2:66a Wft alleen nog een uitzondering voor Nederlandse beheerders die onder het zogenoemde registratieregime vallen. Dit zijn ‘kleine’ beheerders die aan bepaalde *de minimis*-eisen voldoen en die bovendien alleen aanbieden aan professionele beleggers, of aan minder dan 150 personen, of voor een minimale inleg van € 100.000.

34 Zie de definitie van ‘verhandeling’ in art. 4 lid 1 onder x AIFMD, waarin de reikwijdte van de verhandeling beperkt is tot aan of bij beleggers die in de Europees Economisch Ruimte woonachtig zijn of een statutaire zetel hebben, en Kamerstukken II 2011/12, 33235, 3, p. 55, waarin wordt opgemerkt dat de verbodsbepaling ziet op het aanbieden van deelnemingsrechten aan beleggers in Nederland. Voorts is in art. 4:1 lid 1 sub c Wft bepaald dat de doorlopende gedragsverplichtingen van deel 4 Wft van toepassing zijn op beheerders van beleggingsinstellingen waaraan het is toegestaan in Nederland deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen aan te bieden.

De enkele omstandigheid dat een aanbieding uitsluitend plaatsvindt aan institutionele beleggers in Nederland, of tegen een minimale inleg van € 100.000, brengt derhalve niet meer met zich mee dat er een uitzondering op de vergunningplicht is. Daarnaast geldt er een uitzondering van het AIFMD-regime voor beheerders van bepaalde *end-of-life*-beleggingsinstellingen (het zogenoemde *grandfathering*-regime). Beheerders die onder het *grandfathering*-regime vallen, hoeven niet aan het AIFMD-regime te voldoen. Hieronder worden het *grandfathering*-regime en het registratieregime behandeld. In paragraaf 3.4 wordt het volledige vergunningregime behandeld.

Van belang is verder dat zowel bestaande Nederlandse beheerders, die voor 22 juli 2013 reeds actief waren, als nieuwe Nederlandse beheerders sinds 22 juli 2013 onder een van de voornoemde regimes vallen. Voor bestaande beheerders die op 21 juli 2013 reeds hun bedrijf uitoefenden in overeenstemming met de Wft gold echter het zogenoemde overgangsjaar. Op basis van dit overgangsjaar bleven zij tot 22 juli 2014 onder het oude regime (pre-AIFMD) vallen en tot die datum hadden zij de tijd om AIFMD-*compliant* te worden (dat wil zeggen of een vergunning aan te vragen, of zich te registreren bij de AFM onder het registratieregime). Voor beheerders die op grond van het vorenstaande overgangsregime een vergunning hebben aangevraagd, wordt het overgangsjaar verlengd tot op het moment dat de AFM beslist over de vergunningaanvraag.³⁵ Voor beheerders die op 21 juli 2013 reeds over een vergunning voor het beheer van beleggingsinstellingen beschikten, geldt dat hun vergunning na afloop van het overgangsjaar van rechtswege is omgezet in een 'AIFMD'-vergunning. Voor hen zijn de doorlopende AIFMD-regels gaan gelden op 22 juli 2014.³⁶

- *Het grandfathering-regime*

Op grond van art. VII lid 1 en 2 Implementatiewet is de vergunningplicht van art. 2:65 Wft niet van toepassing op de beheerder van een beleggingsinstelling die onmiddellijk voorafgaand aan 22 juli 2013 een beleggingsinstelling met zetel in Nederland beheerde.³⁷

35 Art. VII lid 3 en 4 Implementatiewet.

36 Art. VII lid 5 Implementatiewet.

37 Hoewel dit niet uit de tekst van art. VII Implementatiewet blijkt, geldt naar mijn mening hetzelfde voor de doorlopende gedragsverplichtingen van deel 3 en 4 Wft, die van toepassing zijn op beheerders van beleggingsinstellingen.

R.J. Boogaard

- 1 waarvan de rechten van deelneming niet op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald (*closed-end*), indien na 22 juli 2013 geen beleggingen meer worden gedaan;³⁸ of
- 2 waarvan de rechten van deelneming niet op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald (*closed-end*), waarvan de inschrijving door beleggers op rechten van deelneming voor 22 juli 2011 gesloten is, en die is opgericht voor een periode die uiterlijk 22 juli 2016 afloopt.³⁹ Deze beheerder dient wel jaarlijks binnen zes maanden na afloop van het boekjaar een jaarrekening en jaarverslag van de door hem beheerde beleggingsinstellingen aan de AFM en De Nederlandsche Bank N.V. (DNB) te verstrekken en, indien van toepassing, te voldoen aan informatieverplichtingen betreffende controle of zeggenschap in uitgevende instellingen.

Een beheerder die uitsluitend beleggingsinstellingen beheert die aan de onder 1 of 2 genoemde voorwaarden voldoet, hoeft niet over een vergunning ex art. 2:65 Wft te beschikken. In de memorie van toelichting is opgemerkt dat voor zover een beheerder van een beleggingsinstelling onder de reikwijdte van art. VII lid 1 of 2 Implementatiewet valt en op het moment voor inwerkingtreding van deze wet reeds een vergunning heeft, hij er rekening mee dient te houden dat hij alleen geen toezichtkosten hoeft te betalen als hij dit kenbaar maakt bij de toezichthouder, zodat hij tijdig uit het register van de toezichthouder wordt uitgeschreven.⁴⁰ Hieruit leid ik af dat een beheerder die pre-AIFMD een vergunning van de AFM hield, zijn vergunning in kan trekken, indien hij onder het *grandfathering*-regime valt.

Omdat een voorwaarde voor het gebruik van het *grandfathering*-regime is dat de beheerder voorafgaand aan 22 juli 2013 reeds de betreffende beleggingsinstelling

- 38 Volgens de Europese Commissie wordt onder additionele belegging verstaan: 'a new contract, involving investment of capital for the purpose of obtaining a gain. However, the management of the portfolio (...) for the sole purpose of maintaining the value of the portfolio should be possible. Hence limited amounts of financial injection should be possible provided they are arising out of existing commitments, they represent a negligible percentage of the AIF's portfolio and they aim only to maintain the value of the portfolio.' Voorts dient volgens de Europese Commissie het volgende in acht te worden genomen bij de interpretatie van additionele beleggingen. "The interpretation of "additional investment" has to take place in the context of the specific investment strategy and in the context of the legal provisions which aim to exempt AIFMs that manage end-of-life AIFs from the application of provisions of the AIFMD. Therefore "additional investments" should be interpreted widely' (<<http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1188>>).
- 39 De AFM heeft verder opgemerkt dat een beheerder alleen in aanmerking komt voor *grandfathering* op deze grond, indien er geen nieuw kapitaal meer wordt aangetrokken van beleggers (en daarnaast aan alle andere voorwaarden voor *grandfathering* wordt voldaan). Het feit dat er door de al in de beleggingsinstelling beleggende beleggers 'commitments' zijn afgegeven en onder die 'commitments' kapitaal wordt opgevraagd bij beleggers, behoeft naar het oordeel van de AFM niet mee te brengen dat er sprake is van het aantrekken van nieuw kapitaal. Veel gestelde vragen/Q&A AIFMD, versie 16 december 2014, te vinden via <www.afm.nl/nl/professionals/afm-voor/aifm/aifm/faq.aspx>.
- 40 Kamerstukken II 2011/12, 33235, 3, p. 105.

gen beheerde, is het de verwachting dat het belang van de *grandfathering* door verloop van tijd zal afnemen.

- *Het registratieregime*

Ingevolge art. 2:66a Wft is de vergunningplicht van art. 2:65 Wft niet van toepassing op Nederlandse beheerders van beleggingsinstellingen waarvan het totaal aan activa niet boven bepaalde drempels uitkomt, en die voldoen aan bepaalde plaatsingsrestricties. Indien van het registratieregime gebruik kan worden gemaakt, hoeft derhalve geen vergunning te worden aangevraagd. Voorts zijn op grond van art. 4:1 lid 5 Wft de doorlopende gedragsverplichtingen van deel 4 Wft niet van toepassing op een beheerder die onder het registratieregime valt.⁴¹ Een dergelijke kleine beheerder dient zich wel te melden bij de AFM, door middel van een door de AFM via haar digitaal loket beschikbaar gesteld meldingsformulier.⁴²

Om voor het lichtere regime in aanmerking te komen moet op grond van art. 2:66a lid 1 t/m 3 Wft aan de volgende eisen worden voldaan.⁴³

1. *Drempelwaarden*

Op basis van art. 2:66a lid 1 sub a Wft is het registratieregime alleen van toepassing indien de omvang van de activa van de door de beheerder beheerde beleggingsinstellingen niet boven bepaalde drempelwaarden komt. De drempelwaarden hangen af van het type beleggingsinstelling dat de beheerder beheert. Indien de beheerder uitsluitend beleggingsinstellingen beheert die (1) zonder hefboomfinanciering⁴⁴ werken en (2) beleggers gedurende een periode van vijf jaar geen terugbetalingsrechten verlenen, is de drempelwaarde van het totaal aan activa € 500 miljoen. Indien de beheerder ook andere typen beleggingsinstellingen beheert, is de drempelwaarde € 100 miljoen.

Voor de berekening van de drempelwaarden dienen onder meer de volgende richtlijnen in acht te worden genomen. Ten eerste, indien de beheerder verbonden is met één of meer andere beheerders door een gezamenlijke bedrijfsvoering, een gezamenlijke zeggenschapsuitoefening of een gekwalificeerde deelneming, dient de waarde van de activa van de door die andere beheerder(s) beheerde beleggingsinstellingen te worden opgeteld bij de waarde van de zelfbeheerde activa. De

41 Daarnaast geldt er op grond van art. 15 van de Vrijstellingsregeling Wft voor Nederlandse beheerders van beleggingsinstellingen die onder art. 2:66a Wft vallen een vrijstelling van deel 3 Wft (Deel prudentieel toezicht financiële ondernemingen Wft). Een kleine beheerder hoeft bijv. niet aan de solvabiliteitsnorm van art. 3:57 Wft te voldoen.

42 Zie <www.digitaal.loket.afm.nl/nl-NL/Diensten/aifm-beleggingsinstellingen/melding/Pages/melding-registratiebeheerder-beleggingsinstelling.aspx>. Door middel van het registratieformulier dient de in art. 5 lid 2 Level 2 Verordening voorgeschreven informatie te worden verstrekt.

43 Gebaseerd op art. 3 lid 2 en 3 AIFMD.

44 Hefboomfinanciering is in art. 4 lid 1 onder v AIFMD gedefinieerd als: de methode waarmee de beheerder de positie van een door hem beheerde beleggingsinstelling met geleend contant geld of geleende effecten, met een hefboom in de vorm van derivatenposities of anderszins vergroot. In art. 6 t/m 11 Level 2 Verordening is voorgeschreven hoe hefboomfinanciering moet worden berekend.

R.J. Boogaard

Europese Commissie heeft in een Q&A aangegeven dat de waarde van activa van uitgezonderde beleggingsinstellingen (dat wil zeggen beleggingsinstellingen die na 21 juli 2013 geen additionele beleggingen doen) daarbij niet hoeft te worden meegenomen. De specifieke wijze van berekening van de drempelwaarden staat vermeld in de Level 2 Verordening.⁴⁵

2. Plaatsingsbeperkingen

In aanvulling op bovenstaande drempelwaarden moet ingevolge art. 2:66a lid 1 sub b en lid 2 Wft aan de volgende voorwaarden zijn voldaan om van het registratieregime gebruik te kunnen maken. De rechten van deelneming in de door de beheerder beheerde beleggingsinstelling:

- 1 worden aangeboden aan minder dan 150 personen; of
- 2 kunnen slechts worden verworven tegen een tegenwaarde van of met een nominale waarde van € 100.000; of
- 3 worden uitsluitend aangeboden aan professionele beleggers, zoals gedefinieerd in art. 1:1 Wft.

Een kleine beheerder valt als gezegd niet onder de vergunningplicht van art. 2:65 Wft en de doorlopende gedragsverplichtingen van deel 3 en 4 Wft. Voor een kleine beheerder geldt echter wel een aantal doorlopende verplichtingen.

Ten eerste, ingevolge art. 2:66a lid 3 sub b Wft dienen kleine beheerders aan DNB jaarlijks⁴⁶ bepaalde informatie te verstrekken over de voornaamste instrumenten waarin zij handelen, evenals over de voornaamste risicoposities en belangrijkste concentraties van de door hen beheerde beleggingsinstellingen. DNB heeft hier toe een rapportageformat vastgesteld:

- *Doorlopende controle beheerde activa*: kleine beheerders dienen de totale waarde van de beheerde activa doorlopend te controleren. In geval van een tijdelijke overschrijding van de drempels dienen zij de AFM daarvan op de hoogte te stellen. Bij een niet-tijdelijke overschrijding (dat wil zeggen een overschrijding waarvan de verwachting is dat deze meer dan dertig dagen zal duren) dient de AFM hiervan op de hoogte te worden gesteld en dient binnen dertig kalenderdagen een vergunning te worden aangevraagd.⁴⁷
- *Opzetten nieuwe fondsen*: een nieuwe beleggingsinstelling dient, ten minste twee weken voorafgaand aan het begin van de aanbieding daarvan, te worden aangemeld bij de AFM door middel van het indienen van het 'Meldingsformulier uitgezonderde beheerder alternatieve beleggingsinstelling'.⁴⁸ Daarnaast moet in reclame-uitingen en de aanbiedingsdocumentatie (zoals een inschrijvingsformulier) van de beleggingsinstelling een door de AFM voorgeschreven

45 Zie art. 2 Level 2 Verordening.

46 Zie Regeling staten financiële ondernemingen Wft 2011, bijlage 6.5 onder C, en voorts art. 5 lid 3 Level 2 Verordening voor de inhoud van de te verstrekken informatie.

47 Art. 3 en 4 Level 2 Verordening.

48 Dit staat niet in de Wft, maar wel op het registratieformulier.

plaatje worden opgenomen, op de wijze zoals voorgeschreven door de AFM (dit is het zogenoemde ‘wild west bordje’).⁴⁹

Een belangrijke beperking voor kleine managers is dat zij geen aanspraak kunnen maken op een Europees paspoort.⁵⁰ De Europese wetgever heeft voor *Venture Capital (VC)* en *Social Entrepreneurship Funds (SEFs)* echter twee aparte verordeningen aangenomen. In deze verordeningen is voor beheerders van VC en SEFs een regime gecreëerd waarin zij, mits zij minder dan € 500 miljoen aan activa beheren en aan een aantal extra vereisten voldoen, in aanmerking kunnen komen voor een Europees paspoort.

3.4 *Het volledige vergunningenregime*

Een Nederlandse beheerder die niet onder het *grandfathering*-regime valt en die geen gebruik kan maken van het registratieregime dient een vergunning van de AFM te verkrijgen voor het beheren of aanbieden van beleggingsinstellingen. Daarnaast kan een beheerder die onder het registratieregime valt en die toch wenst te beschikken over een vergunning (bijvoorbeeld vanuit de wens van investeerders om te beleggen in een gereguleerde beheerder) door het volgen van een *opt-in*-procedure een vergunning aanvragen. Bij *opt-in* wordt de gehele AIFMD op de beheerder van toepassing.⁵¹

Voor het verkrijgen van een vergunning, en daarna in het doorlopend toezicht, worden uitgebreide eisen aan een beheerder gesteld. Hieronder volgt een korte omschrijving daarvan.

• *Verkrijgen van een vergunning*

Om een vergunning te verkrijgen dient door de beheerder ingevolge art. 2:67 lid 1 Wft⁵² te worden aangetoond dat door hem aan gedetailleerde eisen wordt voldaan op het gebied van:

- a de geschiktheid van de dagelijks beleidsbepalers (art. 4:9 lid 1 Wft);
- b de betrouwbaarheid van medebeleidsbepalers en leden van toezichthoudende organen (art. 4:10 Wft);
- c de betrouwbaarheid van houders van een gekwalificeerde deelneming in de beheerder (art. 2:67 lid 2 Wft);
- d de transparantie van de zeggenschapsstructuur (art. 4:13 Wft);
- e de beheerste en integere bedrijfsuitoefening (art. 4:14 Wft);
- f de wijze waarop de beheerder en bewaarder de werkzaamheden uitvoeren (art. 4:25 Wft);

49 Art. 2:66a lid 6 Wft.

50 Vgl. art. 3 lid 4 AIFMD, waarin is bepaald dat kleine beheerders geen enkel recht genieten uit hoofde van de AIFMD.

51 Art. 3 lid 4 AIFMD en EC Verordening 447/2013, waarin kort gezegd is beschreven dat bij een *opt-in*-procedure de normale vergunningprocedure dient te worden gevolgd.

52 Zie ook art. 7 en 8 AIFMD, waarin de vergunningaanvraag en de voorwaarde voor vergunningverlening zijn omschreven, en waarvan art. 2:68 Wft de implementatie vormt.

R.J. Boogaard

- g de rechtsvorm van de beheerder (dit mag alleen een rechtspersoon zijn) (art. 4:37c lid 1 Wft);
- h het hoofdkantoor in Nederland van de beheerder (art. 4:37c lid 2 Wft);
- i het minimumaantal van twee personen dat het dagelijks beleid van de beheerder bepaalt (art. 4:37c lid 2 Wft);
- j mogelijke belangenconflicten (art. 4:37e Wft);
- k de aanstelling van een bewaarder (art. 4:37f Wft);
- l de bewaring van activa (art. 4:37j Wft);
- m soliditeit (art. 3:17 Wft);
- n het minimum eigen vermogen (art. 3:53 Wft); en
- o solvabiliteit (art. 3:57 Wft).

Een aantal van deze eisen staat nader uitgewerkt in het Besluit prudentieel toezicht Wft (Bpr) en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (Bgfo), die op hun beurt verwijzen naar de AIFMD en de Level 2 Verordening.⁵³

De betreffende regels stellen gedetailleerde eisen aan de organisatie van de beheerder. Hieronder wordt een aantal van deze eisen kort aangestipt. In de context van dit artikel voert het te ver om alle eisen te bespreken.

De beheerder dient ervoor te zorgen dat zijn bedrijfsvoering onder andere omvat:

- een effectieve, en functioneel en hiërarchisch gescheiden, risicomanagementfunctie en beleid op het gebied van risicomanagement (art. 15 AIFMD en art. 38 t/m 45 Level 2 Verordening);
- een effectieve en onafhankelijke *compliance*-functie en auditfunctie, en beleid op het gebied van *compliance* (art. 18 AIFMD en art. 61 t/m 63 Level 2 Verordening);
- een onafhankelijke waarderingsfunctie en een beleid op het gebied van waardering (art. 19 AIFMD en art. 67 t/m 74 Level 2 Verordening);
- een beleid op het gebied van liquiditeitsbeheer indien *open-end* beleggingsinstellingen of beleggingsinstellingen met hefboomfinanciering worden beheerd (art. 16 AIFMD en art. 46 t/m 49 Level 2 Verordening);
- beleid op het gebied van beloning, dat voldoet aan de AIFMD (art. 13 AIFMD en bijlage II bij de AIFMD). ESMA heeft in een gedetailleerd document nadere uitleg gegeven van de beloningsregels;⁵⁴
- beleid op het gebied van delegatie van taken (art. 20 AIFMD en art. 75 t/m 81 Level 2 Verordening); en
- het aanstellen van een bewaarder (art. 20 AIFMD en art. 75 t/m 81 Level 2 Verordening).

53 Er is door de wetgever voor gekozen om in het Bpr en het Bgfo waar mogelijk te verwijzen naar de AIFMD. Deze aanpak is gehanteerd met betrekking tot richtlijnbepalingen die voldoende concreet zijn en geen vertaling in nationale regelgeving meer nodig hebben. Op deze manier blijft de algemene maatregel van bestuur dichter bij de tekst van de richtlijn en kan betere aansluiting worden gewaarborgd bij de uitvoeringsverordening. De verwijzingen naar de richtlijn zijn dynamisch. Bij eventuele toekomstige wijzigingen van de richtlijn hoeft de algemene maatregel van bestuur derhalve niet meer te worden aangepast (Stb. 2013, 293, p. 41).

54 ESMA, Richtsnoeren voor een goed beloningsbeleid in het kader van de AIFMD, 3 juli 2013.

Verder mag een beheerder geen andere activiteiten verrichten dan het beheren van beleggingsinstellingen (art. 2:67a lid 1 Wft). Uitzondering hierop is dat een beheerder bepaalde beleggingsdiensten mag verlenen (zoals individueel vermogensbeheer en ontvangen en doorgeven van orders) na toestemming van de AFM (art. 2:67a lid 2 Wft). In dat geval dient door de beheerder aan bepaalde eisen die van toepassing zijn op beleggingsondernemingen te worden voldaan.⁵⁵

• *Doorlopende verplichtingen nadat de vergunning is verkregen*

Nadat de vergunning is verkregen, dient door de beheerder doorlopend aan de onder a t/m o genoemde verplichtingen te worden voldaan. Daarnaast dient aan doorlopende eisen te worden voldaan op het gebied van transparantie. Deze eisen betreffen onder andere het volgende:

- *Jaarrekening*: een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling dient op grond van art. 4:37o Wft binnen zes maanden na afloop van het boekjaar van de beleggingsinstelling aan de AFM een jaarverslag en jaarrekening van de beleggingsinstelling te verstrekken. De jaarrekening en het jaarverslag worden voorts op verzoek verstrekt aan de deelnemers in de beleggingsinstelling. De jaarrekening en het jaarverslag dienen te zijn voorzien van een verklaring omtrent getrouwheid van een accountant. De inhoud van de jaarrekening en het jaarverslag dient te voldoen aan de voorschriften van de AIFMD en de Level 2 Verordening.
- *Periodieke rapportage*: een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling dient aan DNB op grond van art. 3:74 Wft en art. 23 AIFMD periodiek informatie te verstrekken over de wijze waarop de beheerder de beleggingsinstelling beheert, de beleggingsinstellingen die hij beheert, de beleggingen van de beleggingsinstelling en over de markten waarop de beleggingsinstellingen actief zijn. DNB heeft een rapportageformat beschikbaar gesteld en de rapportageperiodes vastgesteld.⁵⁶
- *Aanbieden van een nieuwe beleggingsinstelling*: indien een nieuwe beleggingsinstelling wordt opgericht, dient een prospectus te worden opgesteld, waarin de op grond van art. 4:37m Wft en art. 22 AIFMD verplicht gestelde informatie is opgenomen. Daarnaast dient de beleggingsinstelling op grond van art. 4:37c lid 6 Wft uiterlijk twintig werkdagen voor het begin van de aanbieding daarvan te worden aangemeld bij de AFM.

• *Specifieke regels voor private equity*

Voor Nederlandse beheerders die beleggingsinstellingen beheren die beleggingen verkrijgen die bestaan uit zeggenschap in niet-beursgenoteerde ondernemingen en uitgevende instellingen (zoals *private equity*-fondsen), gelden er op grond van art. 4:37q e.v. Wft en art. 26 t/m 30 AIFMD aanvullende eisen op het gebied van kennisgeving aan de toezichthouder en de betreffende onderneming (indien zeggenschap daarover wordt verkregen). Dit zijn bijvoorbeeld nadere eisen omtrent

55 Zie art. 6 lid 5 en 6 AIFMD. Op de website van DNB staat een aantal van deze eisen opgesomd: <www.toezicht.dnb.nl/3/50-232059.jsp>.

56 Zie Regeling staten financiële ondernemingen Wft 2011.

R.J. Boogaard

het jaarverslag en verkoop van activa van de betreffende onderneming (*no asset stripping*).

• *Aanbieding aan niet-professionele beleggers*

Indien een Nederlandse beheerder van één of meer beleggingsinstellingen over een AIFMD-vergunning beschikt, mogen deelnemingsrechten in deze beleggingsinstellingen worden aangeboden aan professionele beleggers.

Indien deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling in Nederland (ook) worden aangeboden aan niet-professionele beleggers zal de beheerder van die beleggingsinstelling, naast de eisen van het volledige AIFMD-regime, op grond van art. 4:37p Wft aan een aantal aanvullende nationale eisen moeten voldoen (de zogenoemde *'retail top-up'* regels). Deze *'retail top-up'* regels⁵⁷ beogen met name meer transparantie richting de (potentiële) niet-professionele belegger te realiseren.

In de praktijk komt het regelmatig voor dat professionele beleggers die deelnemen in een beleggingsinstelling van (mede)beleidsbepalers van de beleggingsinstelling verwachten dan wel vereisen dat zij eveneens investeren in de beleggingsinstelling (zogenoemde co-investering). Dit komt voort uit door professionele beleggers als regel geëiste paralleliteit van belangen. Deze parallelle investering van (mede)beleidsbepalers op grond van een eis van de professionele beleggers die deelnemen in de beleggingsinstelling wordt niet aangemerkt als een aanbieding aan niet-professionele beleggers.⁵⁸

• *Europees paspoort/grensoverschrijdende activiteiten van de beheerder*

Een belangrijk voordeel van de AIFMD is dat Nederlandse beheerders, nadat zij een vergunning hebben verkregen van de AFM, op basis van een Europees paspoort deelnemingsrechten in Nederlandse of andere Europese beleggingsinstellingen in andere jurisdicties van de Europees Economische Ruimte (EER) kunnen aanbieden aan professionele beleggers, dan wel beleggingsinstellingen in andere EER-jurisdicties kunnen beheren. Andere EER-lidstaten mogen geen strengere eisen stellen dan die in de AIFMD. Er hoeft bij een aanbieding in EER-lidstaten aan professionele beleggers op basis van het Europees paspoort dus niet meer te worden gecheckt of aan lokale regels met betrekking tot de aanbieding moet worden voldaan. Een paspoort dient per beleggingsinstelling en per jurisdictie te worden aangevraagd.

Anders ligt het indien de Nederlandse beheerder niet-EER-beleggingsinstellingen beheert of niet-EER-beleggingsinstellingen aanbiedt in andere EER-jurisdicties:

- Een Nederlandse beheerder die een niet-EER-beleggingsinstelling beheert, mag dat alleen doen indien tussen de toezichthouder van de jurisdictie waar de niet-EER-beleggingsinstelling gevestigd is en de AFM een samenwerkingsovereenkomst is gesloten die voldoet aan bepaalde regels.

57 Par. 10.3.1.1 Bgfo.

58 MvT, Kamerstukken II 2011/12, 33235, 3, p. 45.

- Een Nederlandse beheerder die deelnemingsrechten in een niet-EER-beleggingsinstelling wil aanbieden in andere EER-jurisdicties beschikt niet over een EER-paspoort. Per jurisdictie zal moeten worden nagegaan of dit is toegelaten, en zo ja, welke eisen dan gelden.

4 Gevolgen van de AIFMD voor niet-Nederlandse beheerders

4.1 *Introductie*

Buitenlandse beheerders van beleggingsinstellingen, dat wil zeggen beheerders met zetel buiten Nederland of een vergunning buiten Nederland,⁵⁹ kunnen op twee manieren hun werkzaamheden uitoefenen in Nederland:

- 1 door het aanbieden van deelnemingsrechten in Nederlandse en niet-Nederlandse beleggingsinstellingen aan Nederlandse beleggers; en
- 2 door het beheren van Nederlandse beleggingsinstellingen.

4.2 *Vereisten voor Europese beheerders*

Voor buitenlandse beheerders met zetel in een andere EER-jurisdictie (hierna: de Europese beheerder) geldt dat zij de in paragraaf 4.1 genoemde werkzaamheden slechts mogen verrichten in Nederland indien zij over een AIFMD-vergunning in hun lidstaat van herkomst⁶⁰ beschikken en over een zogenoemd EER-paspoort naar Nederland. Op basis van het EER-paspoort is het vergunninghoudende beheerders na notificatie bij de toezichthouder in de lidstaat van herkomst overeenkomstig de procedure als uiteengezet in art. 32 en 33 AIFMD toegestaan EER-beleggingsinstellingen in Nederland aan te bieden aan professionele beleggers of Nederlandse beleggingsinstellingen te beheren, zonder dat zij opnieuw daartoe een vergunning behoeven aan te vragen in Nederland.^{61,62}

59 Zie de definitie van 'buitenlandse beheerder van een beleggingsinstelling' en 'Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling' in art. 1:1 Wft.

60 Dit is de lidstaat waar de beheerder zijn zetel heeft, of de referentielidstaat van de beheerder (zie de definitie van 'lidstaat van herkomst van de beheerder van een beleggingsinstelling' in art. 1:1 Wft).

61 Zie art. 2:70 lid 1 Wft. Indien deelnemingsrechten worden aangeboden aan niet-professionele beleggers in Nederland, dan dient voorts de AFM daarvan op de hoogte te worden gesteld (art. 2:70 lid 2 en 3 Wft) en dienen de 'retail top-up' regels van art. 4:37p Wft te worden nageleefd.

62 De procedure van art. 32 en 33 AIFMD is kort gezegd als volgt. De EU-beheerder die deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling wil aanbieden in Nederland dan wel een Nederlandse beleggingsinstelling wil beheren, zendt de autoriteiten van zijn lidstaat van herkomst een kennisgeving daarvan, met daarbij overlegging van de informatie die staat voorgeschreven in bijlage IV van de AIFMD (waaronder de voorwaarden van de beleggingsinstelling, het document waarin de art. 23 AIFMD-informatie staat, enz.). De autoriteit van de lidstaat van herkomst gaat na of de kennisgeving voldoet aan de eisen van de AIFMD, en indien dit het geval is, zendt zij de kennisgeving binnen twintig werkdagen door naar de AFM. Vervolgens bevestigt de autoriteit in de lidstaat van herkomst aan de beheerder de doorzending van de kennisgeving aan de AFM, en mag de beheerder beginnen met aanbieden/beheren.

R.J. Boogaard

Indien een Europese vergunninghoudende beheerder een niet-EER-beleggingsinstelling wil aanbieden in Nederland, dan geldt een apart regime. In dat geval moet op grond van art. 1:13b lid 3 Wft aan de volgende eisen worden voldaan:

- 1 Rechten van deelneming worden uitsluitend aangeboden aan gekwalificeerde beleggers in Nederland.
- 2 De staat waar de beleggingsinstelling is gevestigd, staat niet op de lijst van niet-coöperatieve landen en gebieden van de Financial Action Task Force of diens opvolger.
- 3 De toezichthoudende instantie van de lidstaat waar de beheerder van de beleggingsinstelling is gevestigd en de toezichthoudende instantie van de staat waar de beleggingsinstelling is gevestigd, hebben een samenwerkingsovereenkomst gesloten die ten minste een efficiënte informatie-uitwisseling waarborgt en die de toezichthoudende instantie van de lidstaat waar de beheerder van een beleggingsinstelling is gevestigd, in staat stelt haar toezichthoudende taken uit te voeren.
- 4 De Europese beheerder meldt voorafgaand aan de aanbieding aan de AFM dat hij voornemens is die aanbieding te doen, onder gelijktijdige verstrekking van een verklaring van de toezichthouder van zijn lidstaat van herkomst dat hij ten aanzien van die beleggingsinstelling een vergunning voor het aanbieden van rechten van deelneming in of voor het beheren van beleggingsinstellingen onder de AIFMD heeft.

Omdat het registratieregime in Nederland (als besproken in par. 3.3 hierboven) alleen geldt voor *Nederlandse* kleine beheerders, is het registratieregime niet beschikbaar voor kleine beheerders uit andere EER-landen die in Nederland beleggingsinstellingen willen beheren, of deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen willen aanbieden. Dergelijke kleine EER-beheerders hebben geen markttoegang in Nederland (tenzij zij een AIFMD-vergunning aanvragen in hun lidstaat van herkomst en een paspoort aanvragen naar Nederland op basis van het regime zoals hierboven besproken). Een uitzondering daarop geldt voor kleine beheerders die onder het registratieregime vallen en VC⁶³ en SEFs⁶⁴ beheren, en op deze basis geregistreerd zijn in hun lidstaat van herkomst.⁶⁵ Deze kleine beheerders kunnen wel beschikken over een Europees paspoort.

63 Verordening (EU) 345/2013.

64 Verordening (EU) 346/2013.

65 Het VC- en SEFs-regime houdt in dat voor durfkapitaal- en sociaalondernemerschapsfondsen (in de zin van de VC- en SEFs-verordeningen) een specifiek label kan worden aangevraagd. Met gebruikmaking van dat label kunnen deelnemingsrechten elders in de EU worden aangeboden zonder dat de beheerder over een AIFM-vergunning beschikt.

4.3 Vereisten voor niet-EER-beheerders (derdelandenbeleid)

Niet-EER-beheerders mogen in Nederland rechten van deelneming in niet-Europese beleggingsinstellingen aanbieden,⁶⁶ of een Nederlandse beleggingsinstelling beheren, indien aan de voorwaarden van het zogenoemde ‘*private placement regime*’ is voldaan, zoals deze zijn opgenomen in art. 1:13b lid 1 en 2 Wft (die dienen ter implementatie van art. 42 AIFMD) en voorts melding is gedaan bij de AFM door middel van een notificatieformulier.

De eisen voor het gebruik van het *private placement regime* zijn de volgende:

- a Rechten van deelneming worden uitsluitend aangeboden aan gekwalificeerde beleggers.⁶⁷
- b De staat waar de beleggingsinstelling is gevestigd, staat niet op de lijst van niet-coöperatieve landen en gebieden van de Financial Action Task Force of diens opvolger.
- c De toezichthoudende instantie van de lidstaat waar de beheerder van een beleggingsinstelling is gevestigd en de toezichthoudende instantie van de staat waar de beleggingsinstelling is gevestigd, hebben een samenwerkingsovereenkomst gesloten die ten minste een efficiënte informatie-uitwisseling waarborgt en die de toezichthoudende instantie van de lidstaat waar de beheerder van een beleggingsinstelling is gevestigd, in staat stelt haar toezichthoudende taken uit te voeren.

66 In de Beleidsregel Actief zijn in Nederland 2013 (Strct. 2013, 29981) heeft de AFM indicatoren gegeven om te beoordelen of een buitenlandse belegger aanbiedt in Nederland. Relevante (positieve) indicatoren zijn o.m.: (a) het niet gebruiken van disclaimers of een gebrekkige handhaving daarvan; (b) het niet opnemen van een lijst van landen waarop de activiteiten uitdrukkelijk zijn gericht, of de gebrekkige handhaving daarvan; (c) het gebruik van Nederlands als voertaal bij de activiteiten; (d) het normale verspreidingsgebied van de gebruikte media is onder meer Nederland; (e) adressering van de gebruikte media aan inwoners van Nederland; (f) informatievervalsing over het Nederlandse fiscale regime; (g) informatievervalsing over een buitenlands fiscaal regime ten opzichte van Nederland; (h) verwijzingen naar of informatievervalsing over Nederlandse wet- en regelgeving; (i) hyperlinks op het internet waarmee de instelling de deelnemer in Nederland naar een website leidt waarop zij rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aanbiedt; of (j) vermelding van aanspreekpunten in Nederland. De AFM heeft ook negatieve indicatoren gegeven. Een buiten Nederland gevestigde beheerder van een beleggingsinstelling wordt *niet* geacht in Nederland rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aan te bieden in geval van: (a) een ongeadresseerde uiting waarbij alleen de naam of het logo van de beheerder wordt weergegeven; (b) het incidenteel toezenden van informatie over de beheerder van een beleggingsinstelling op direct verzoek van een (potentiële) deelnemer; of (c) het in media louter weergeven van het prospectus van een buiten Nederland gevestigde beheerder, zonder dat inschrijvingsmogelijkheden worden getoond.

67 Niet-EER-beheerders met zetel in een ‘aangewezen staat’ kunnen tevens gebruik maken van de uitzondering van de vergunningplicht van art. 2:66 lid 1 jo. art. 2:73 Wft. Bij gebruikmaking van die uitzondering geldt de eis van het enkel mogen aanbieden aan gekwalificeerde beleggers van art. 1:13b Wft niet. Er moet dan wel aan bepaalde eisen van deel 3 en 4 Wft worden voldaan, waaronder, in geval van een aanbieding aan niet-professionele beleggers, de ‘*retail top-up*’ van art. 4:37p Wft. In art. 2 van het Besluit aangewezen staten Wft staat welke staten momenteel zijn aangewezen als aangewezen staten. Dat zijn: Guernsey, Jersey en de Verenigde Staten voor zover de beheerder is geregistreerd bij de Securities and Exchange Commission. Voorwaarde is dat de beheerders in die staten moet zijn toegestaan om dezelfde diensten te verrichten als in Nederland (art. 2 lid 2 Besluit aangewezen staten Wft).

R.J. Boogaard

- d Het voldoen aan de transparantie-eisen en de specifieke eisen die gelden voor *private equity* (zie par. 3.4 hierboven).

Daarnaast eist de AFM dat bij het notificatieformulier een zogenoemde ‘*attestation*’ wordt overlegd van de toezichthouder van de staat van herkomst van de niet-EER-beheerder, inhoudende dat zij effectief toezicht kan houden op de niet-EER-beheerder. In de praktijk is gebleken dat het soms lastig kan zijn een buitenlandse toezichthouder ertoe te bewegen een dergelijke ‘*attestation*’ af te geven. Het is inmiddels (niet-gepubliceerde) toezichtpraktijk van de AFM dat in bepaalde gevallen een registratie bij een buitenlandse toezichthouder (bijvoorbeeld als investment adviser bij de Amerikaanse Securities Exchange Commission of de Japanse Financial Services Authority) kan dienen ter vervanging van een ‘*attestation*’.

Een door buitenlandse beheerders vaak gebruikte uitzondering op art. 1:13b lid 1 en 2 Wft is die van de *reverse solicitation*, ook wel genoemd: de *initiative test*. Deze uitzondering houdt in dat het op eigen initiatief van Nederlandse professionele beleggers beleggen in een door een buitenlandse beheerder beheerde beleggingsinstelling niet onder de definitie van aanbieden valt. In een dergelijk geval hoeft niet te worden voldaan aan art. 1:13b Wft.⁶⁸

Tot medio 2018 kunnen niet-EER-beheerders gebruik maken van het *private placement regime*. Vanaf medio 2015 zal het, als de Europese Commissie daar groen licht voor geeft, ook voor niet-EER-beheerders mogelijk zijn om bij de AFM een AIFMD-vergunning aan te vragen en deze naar andere lidstaten te paspoorten.

5 Conclusie

Met de inwerkingtreding van de AIFMD in de Nederlandse regelgeving is het toezichtregime voor beheerders van beleggingsinstellingen ingrijpend veranderd. Dit geldt zowel voor Nederlandse beheerders als voor beheerders buiten Nederland die in Nederland deelnemingsrechten willen aanbieden of beleggingsinstellingen willen beheren. Van geval tot geval moet worden bekeken onder welk regime een beheerder in Nederland beleggingsinstellingen mag beheren en/of deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen mag aanbieden. Daarbij geldt voorts dat elk van deze regimes in te onderscheiden gradaties toezichteisen met zich meebrengt. De oude (volledige) vrijstellingen zijn niet meer van toepassing, behalve voor bepaalde *end-of-life* beleggingsinstellingen waarop het *grandfathering*-regime van toepassing is. De AIFMD is bedoeld om systeemrisico's beter te beheersen en te voorzien in meer beleggersbescherming. Daarmee nemen echter ook de *compliance*-kosten voor beheerders toe.

68 MvT, Kamerstukken II 2011/12, 33235, 3, p. 44. Zie hiervoor tevens overweging 70 bij de AIFMD.