

Ingrijpende Europese regelgeving voor alternatieve beleggingsinstellingen

Het vinden van een balans tussen marktregulering en protectionisme

*Mr. J. H. A. Verweij, LL.M. **

Inleiding

Op 30 april 2009 publiceerde de Europese Commissie een voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/65/EG (hierna: de AIFMD).¹ Aanleiding voor de AIFMD is de recente financiële crisis die een reeks zwakke plekken in het mondiale financiële stelsel aan het licht bracht, en duidelijk liet zien dat risico's in een bepaalde sector snel konden overslaan naar andere sectoren van het financiële stelsel. De AIFMD maakt onderdeel uit van een pakket van maatregelen van de Europese Commissie ter bestrijding van de mondiale financiële crisis.²

Met de financiële crisis werd eveneens duidelijk hoezeer alternatieve beleggingsinstellingen, zoals hedgefondsen en private equity-fondsen, blootstaan aan de meest uiteenlopende risico's hetgeen gevolgen kan hebben voor de stabiliteit en integriteit van de (internationale) financiële markten. De Europese Commissie was van mening dat juist de werkzaamheden van de beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, die in de regel het beleggingsbeleid en de activiteiten van deze beleggingsinstellingen bepalen, in belangrijke mate hebben bijgedragen aan het versterken en verspreiden van de risico's die het financiële stelsel aan het wankelen hebben gebracht. Bekende voorbeelden die in dit kader worden aangehaald, zijn de ondergang van het hedgefonds Long-Term Capital Management (LTCM) (in 1998) en de rol van hedgefondsen bij de ondergang van de investeringsbank Bear Stearns (in 2008).³ Met de AIFMD beoogt de Europese Commissie de activiteiten van beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen te reguleren en de activiteiten van dergelijke beleggingsinstellin-

gen meer transparant te maken, zodat toezichhouders alternatieve beleggingsinstellingen beter kunnen monitoren en tijdig kunnen ingrijpen ter voorkoming van de verwezenlijking van risico's voor andere sectoren van het financiële stelsel.

Inhoud van de bijdrage en huidige stand van zaken rondom de AIFMD

Deze bijdrage bespreekt enkele belangrijke voorschriften van de AIFMD en staat stil bij de mogelijke gevolgen van de AIFMD voor de huidige Europese markt voor beleggingsinstellingen. Het meest recente voorstel voor de AIFMD dateert van 11 maart 2010 en werd als compromis door de huidige voorzitter van de Raad van de Europese Unie, Spanje, gepubliceerd.⁴ Dit compromisvoorstel is de laatste in een reeks van compromisvoorstellen die in het afgelopen jaar zijn verschenen.⁵

Parallel aan de werkzaamheden binnen de Raad van de Europese Unie loopt de behandeling van de AIFMD in de Commissie van Economische en Monetaire zaken van het Europees Parlement (hierna: ECON-Commissie). Centraal figuur daarbij is Jean-Paul Gauzès, Europarlementariër en door het Europees Parlement aangesteld als rapporteur voor de AIFMD in de ECON-Commissie. Gauzès heeft op 23 november 2009 een ontwerprapport en een adviesvoorstel voor de AIFMD gepubliceerd.⁶ Leden van de ECON-Commissie hadden vervolgens tot 21 januari 2010 de gelegenheid verzoeken in te dienen voor wijzigingen in het oorspronkelijke voorstel voor de AIFMD van de Europese Commissie. Uiteindelijk zijn ruim drieduizend wijzigingen ingediend. Deze zijn inmiddels deels verwerkt door Gauzès, maar moeten nog besproken worden in de ECON-Commissie. Deze bespreking zou oorspron-

* Mr. J.H.A. Verweij, LL.M. is als advocaat werkzaam bij Allen & Overy te Amsterdam.

1. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/65/EG, 2009/0064(COD).
2. Zie 'Commissie roept EU-leiders op één lijn te trekken bij bestrijding crisis, de financiële markt snel te hervormen en op de G20 mondiaal leiderschap te tonen', 4 maart 2009, IP/09/351.
3. The last days of Bear Stearns, Fortune Magazine, 31 maart 2008, en W.D. Cohan, House of cards: A tale of hubris and wretched excess on Wall Street, New York: Doubleday 2009, p. 32-47.
4. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG, Compromisvoorstel van het voorzitterschap, 2009/0064(COD), 11 maart 2010.
5. Zie <www.europa-nu.nl/id/viampiu0c0zw/alternative_investment_fund_managers_and>.
6. Ontwerpverslag over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/65/EG (COM(2009)0207 – C7 0040/2009 – 2009/0064(COD)), 23 november 2009.

kelijk plaatsvinden tijdens de vergadering van de ECON-Commissie op 16 maart 2010, maar werd op het laatste moment van de agenda van de ECON-Commissie geschrapt. Op dit moment staat de bespreking van de AIFMD door de ECON-Commissie gepland voor 17 mei 2010.

De Commissie Juridische zaken van het Europees Parlement (hierna: JURI-Commissie) adviseert de ECON-Commissie over de juridische aspecten van de AIFMD. De JURI-Commissie heeft inmiddels ingestemd met de AIFMD, met inbegrip van wijzigingen voorgesteld door Europarlementariër Evelyn Regner, die fungeert als rapporteur voor de AIFMD in de JURI-Commissie.⁷

Bij het bespreken van de AIFMD wordt in deze bijdrage uitgegaan van de tekst van het compromisvoorstel van 11 maart 2010. Waar relevant zal worden aangegeven of het oorspronkelijke voorstel van de Europese Commissie dan wel de ontwerp teksten van Gauzès en Regner daarvan afwijken. Deze bijdrage behandelt slechts de belangrijkste voorschriften van de AIFMD – een beschouwing van de gehele richtlijn gaat het bereik van deze bijdrage te buiten.

Karakterschets en huidige regulering van alternatieve beleggingsinstellingen

Onder alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: AB's) worden (nagenoeg) alle beleggingsinstellingen verstaan die niet in het kader van de ICBE-richtlijn⁸ zijn gereguleerd (art. 3 lid 1 AIFMD). ICBE's zijn beleggingsinstellingen met als uitsluitend doel het voor collectieve rekening beleggen van kapitaal dat is aangetrokken van het publiek, in effecten en/of andere liquide activa,⁹ met inachtneming van het beginsel van risicospreiding. AB's zijn daarentegen alle beleggingsinstellingen die niet onder de ICBE-richtlijn vallen, die kapitaal aantrekken van een aantal investeerders dat wordt belegd overeenkomstig een vastgesteld beleggingsbeleid, ongeacht de juridische vorm, de vestigingsplaats, het open-end dan wel closed-end karakter van de beleggingsinstelling en de soort activa waarin wordt belegd. AB's beleggen (hoofdzakelijk) in niet-liquide activa (zoals vastgoed, infrastructuur en grondstoffen) en/of hanteren uiteenlopende beleggingstechnieken die niet

beantwoorden aan het beginsel van risicospreiding. De sector van AB's omvat hedgefondsen, private equity (zowel venture capital- als buy-outfondsen), vastgoed- en infrastructuurfondsen, grondstoffenfondsen en andere institutionele fondsen.

AB's richten zich traditioneel op de meer professionele belegger en zijn normaal gesproken gevrijwaard van financieel toezicht, hetzij omdat gebruik wordt gemaakt van een vrijstelling (onder andere voor institutionele fondsen), hetzij omdat er geen sprake is van beleggen maar van ondernemen (onder andere in geval van private equity-fondsen). Aan de hand van de analyse van de recente financiële crisis concludeerden overheden en toezichthouders echter dat de beslissingen van beheerders van AB's, ondanks het feit dat deze zich in beginsel tot een beperkte groep beleggers richten, wel degelijk van invloed zijn (geweest) op de stabiliteit van het gehele financiële stelsel. Gelet op de invloed die uitgaat van de activiteiten van deze beheerders op andere sectoren in het financiële stelsel, concludeerde de Europese Commissie dat het toezicht op deze beheerders moet worden gecoördineerd met duidelijke regelingen, zodat toezichthouders risico's niet alleen in eigen land, maar ook op Europees niveau, in samenwerking met andere toezichthouders, kunnen monitoren en beheren.¹⁰

Contouren van de AIFMD

De AIFMD beoogt de totstandbrenging van een geharmoniseerd reglementerings- en toezichtkader voor (1) de beheersactiviteiten van in de Europese Unie gevestigde beheerders van AB's (hierna: BvAB's) en (2) de verhandeling binnen de Europese Unie van deelnemingsrechten in AB's. De AIFMD ziet dus niet op de reglementering van AB's zelf. Dit zou volgens de Europese Commissie onevenredig zijn en bovendien moeilijk te realiseren, gezien de zeer uiteenlopende soorten AB's die binnen de werkingssfeer van de AIFMD vallen. De reglementering van en het toezicht op AB's zal op nationaal niveau blijven geschieden. Opgemerkt wordt dat zowel het ontwerp-rapport van Gauzès als het advies van Regner een uitbreiding van de werkingssfeer van de AIFMD voorstaat teneinde ook AB's als product te kunnen reguleren. De AIFMD zou immers slechts het reguleren van BvAB's ten doel hebben, maar ziet ook op de marketing van AB's, de dienstverlening aan AB's en intern beheerde AB's.

Het reglementeren van beheersactiviteiten van in de Europese Unie gevestigde BvAB's

De AIFMD introduceert een vergunningsplicht voor in de Europese Unie gevestigde BvAB's: een BvAB mag geen AB's beheren, tenzij de BvAB beschikt over een vergunning uit hoofde van de AIFMD (art. 4 lid 1 AIFMD). De AIFMD merkt als een BvAB aan elke rechtspersoon waarvan de normale werkzaamheden bestaan uit het beheren van één of meer AB's (art. 3 lid 1 (b) AIFMD) (Gauzès: elke rechtspersoon die

7. Ontwerpadvies van de Commissie juridische zaken aan de Commissie economische en monetaire zaken inzake het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/65/EG (COM(2009)0207 – C7 0040/2009 – 2009/0064-(COD)), 12 januari 2010.

8. Richtlijn 85/611/EEG van de Raad van 20 december 1985 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), zoals laatstelijk gewijzigd bij 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).

9. Zie Richtlijn 2007/16/EG van de Europese Commissie van 19 maart 2007 ter uitvoering van Richtlijn 85/611/EEG van de Raad tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's), wat de verduidelijking van bepaalde definities betreft.

10. Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG, 2009/0064(COD), 30 april 2009, p. 4.

verantwoordelijk is voor het beheer van één of meer AB's en voor de naleving van de eisen van de AIFMD). Het beheer van een AB omvat ten minste het risico- en het portefeuillebeheer (art. 3 lid 1 (d) AIFMD). Partijen die andere diensten dan beheer verlenen aan AB's (onder andere bewaar-, administratieve en effectenleasediensten), worden niet onderworpen aan de vergunningsplicht van de AIFMD.

Bij het verwoorden van de vergunningsplicht voor in de Europese Unie gevestigde BvAB's maakt de AIFMD geen onderscheid naargelang de kenmerken van de AB's die door deze BvAB's (zullen) worden beheerd. Dit betekent dat de vergunningsplicht uit hoofde van de AIFMD een zeer ruime werkingssfeer heeft en geldt voor alle in de Europese Unie gevestigde BvAB's:

- a. ongeacht of de door hen beheerde AB's in of buiten de Europese Unie zijn gevestigd;
- b. ongeacht of de door hen beheerde AB's genoteerd zijn of niet;
- c. ongeacht of deze AB's open-end of closed-end zijn; en
- d. ongeacht de rechtsvorm van deze AB's (dat wil zeggen rechtspersoon of niet).

De voorgeschreven vergunning voor BvAB's wordt verleend door de bevoegde autoriteiten in de lidstaat van herkomst van de BvAB. Als lidstaat van herkomst van een BvAB geldt de lidstaat waar de BvAB zijn statutaire zetel heeft (art. 3 lid 1 (h) AIFMD). Indien een AB geen externe beheerder heeft, dient de AB zelf een vergunning aan te vragen (art. 3 *bis* lid 1 (b) AIFMD). Als bevoegde autoriteit geldt dan de autoriteiten in de lidstaat waar de AB haar statutaire zetel heeft.

Bij de aanvraag voor een vergunning dient een BvAB gedetailleerde informatie te verstrekken (art. 5 AIFMD). Een vergunning zal alleen worden verleend indien de bevoegde autoriteiten ervan overtuigd zijn dat (1) een BvAB in staat zal zijn de voorschriften van de AIFMD te vervullen, (2) het beleid van een BvAB door ten minste twee personen zal worden bepaald, (3) deze personen en eventuele andere personen die het bedrijf van de BvAB feitelijk zullen leiden, voldoende betrouwbaar en gekwalificeerd zijn voor het verrichten van AB-beheersactiviteiten, (4) de (rechts)personen die (rechtstreeks of middellijk) een gekwalificeerde deelneming in de AB houden, een gezonde en prudente bedrijfsvoering van de BvAB niet in de weg zullen staan, en (5) het hoofdkantoor van de BvAB zich bevindt in de lidstaat van herkomst van de BvAB (art. 6 AIFMD). Bovendien zal de BvAB een bepaald minimumkapitaal moeten aanhouden (art. 6 *bis* AIFMD).

De aanvrager wordt binnen zes maanden (Gauzès: drie maanden) na indiening van een volledige aanvraag door de bevoegde autoriteiten ervan in kennis gesteld of de vergunning toegekend dan wel geweigerd is (art. 6 lid 4 AIFMD). De bevoegde autoriteiten dienen de vergunning te weigeren indien de daadwerkelijke uitoefening van hun toezichttaken wordt belet (art. 6 lid 2 AIFMD). Individuele lidstaten mogen de reik-

wijde van een aan BvAB's verleende vergunning beperken, met name ten aanzien van de beleggingsstrategieën van AB's die de BvAB's uit hoofde van een dergelijke vergunning mogen beheren (art. 6 lid 3 AIFMD). Dit betekent dat de regulering van de beheersactiviteiten van BvAB's per lidstaat kan verschillen, hetgeen arbitrage tot gevolg kan hebben. Zodra een BvAB een vergunning uit hoofde van de AIFMD heeft verkregen, is de BvAB bevoegd in zijn lidstaat van herkomst in overeenstemming met de voorwaarden van deze vergunning (onder andere ten aanzien van de toe te passen beleggingsstrategieën) AB's te beheren, ongeacht waar deze AB's zijn gevestigd (art. 6 lid 5 AIFMD). Lidstaten kunnen toestaan dat BvAB's ook andere diensten verlenen, zoals het geven van beleggingsadvies, het ontvangen en doorgeven van orders in financiële instrumenten, en bewaarneming en administratie van rechten van deelneming in beleggingsinstellingen, maar alleen indien de BvAB beschikt over de daarvoor vereiste vergunning(en) (art. 4 *bis* leden 4 en 5 AIFMD).

Het Europees paspoort voor beheersactiviteiten van BvAB's

De vergunning uit hoofde van de AIFMD stelt BvAB's ook in staat in een andere lidstaat dan de eigen lidstaat van herkomst beheersactiviteiten te verrichten, hetzij door middel van het vrij verrichten van diensten, hetzij door middel van het aldaar vestigen van een bijkantoor (art. 34 AIFMD). Indien een BvAB gebruik wil maken van deze mogelijkheid, zal de BvAB de bevoegde autoriteiten in zijn lidstaat van herkomst eerst van dit voornemen in kennis moeten stellen. De bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB zenden uiterlijk één maand na ontvangst van een volledig dossier de daarin opgenomen documenten door aan de bevoegde autoriteiten van de lidstaat waar de BvAB beheersactiviteiten wenst te verrichten (de lidstaat van ontvangst), tezamen met een verklaring dat zij de betrokken BvAB een vergunning hebben verleend om die beheersactiviteiten uit te oefenen. De BvAB wordt onmiddellijk in kennis gesteld van deze toezending en mag na ontvangst daarvan direct door middel van het vrij verrichten van diensten in de andere lidstaat beheersactiviteiten verrichten. Indien een BvAB in een andere lidstaat beheersactiviteiten wil verrichten door middel van een aldaar gevestigd bijkantoor, dient de BvAB een wachttermijn van uiterlijk twee maanden in acht te nemen (art. 34 lid 4 AIFMD).

Vraag is wie toezicht houdt op een BvAB die grensoverschrijdend beheersactiviteiten verricht. Afgezien van artikel 34 lid 5 AIFMD, dat het beginsel van *home country control* bevestigt, geeft het voorstel voor de AIFMD geen voorschriften op dit punt. Het ontwerprapport van Gauzès geeft echter een regeling die sterk doet denken aan de wijze waarop toezicht wordt gehouden op ICBE-beheermaatschappijen die grensoverschrijdend werkzaam zijn: de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB zijn verantwoordelijk voor het toezicht op de toereikendheid van de regelingen en de organisatie van de BvAB, zodat hij kan voldoen aan de verplichtingen en regels met betrekking tot de samenstelling en werking

van alle AB's die hij beheert. De bevoegde autoriteiten van de lidstaat waar de beheerdiensten zullen worden verricht, zijn verantwoordelijk voor het toezicht op de naleving door de BvAB van de regelgeving van die lidstaat met betrekking tot de samenstelling en werking van AB's, inclusief de regelingen voor de verhandeling daarvan.¹¹ Het overnemen van dit voorschrift in de AIFMD bewerkstelligt dat grensoverschrijdende activiteiten van BvAB's worden gereguleerd op een wijze die vergelijkbaar is met de regulering van grensoverschrijdende beheersactiviteiten van ICBE-beheermaatschappijen.

Het reglementeren van het verhandelen van AB's binnen de Europese Unie

Een vergunning uit hoofde van de AIFMD staat een BvAB verder toe een door hem beheerde en in een lidstaat gevestigde AB, ongeacht de rechtsvorm van de AB, zowel in zijn lidstaat van herkomst als in een andere lidstaat aan professionele beleggers te verhandelen (art. 31 en 33 AIFMD). Een vergunninghoudende BvAB is niet automatisch bevoegd binnen de Europese Unie een AB te verhandelen die in een derde land is gevestigd. Dit wordt overgelaten aan de lidstaten: zij mogen BvAB's toestaan op hun grondgebied AB's aan te bieden die zijn gevestigd in derde landen, mits de BvAB voorziet in de bewaring van de activa van de AB en er tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB en de bevoegde autoriteiten in het derde land waar de AB is gevestigd, passende, aan internationale standaarden beantwoordende samenwerkingsregelingen bestaan (het oorspronkelijke voorstel van de Europese Commissie vereist een overeenkomst die volledig voldoet aan de normen van art. 26 van het OESO-Modelverdrag) die een efficiënte informatie-uitwisseling garanderen, waardoor de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB hun taken overeenkomstig de AIFMD kunnen uitvoeren (art. 34 *ter* AIFMD). Ook dit kan leiden tot arbitrage.

Indien een BvAB in zijn lidstaat van herkomst een door hem beheerde AB wenst te verhandelen, dient de BvAB de bevoegde autoriteit in zijn lidstaat van herkomst eerst van dit voorplan in kennis te stellen (art. 31 AIFMD). Een BvAB dient dit voor elke door hem beheerde AB afzonderlijk te doen. Uiterlijk tien werkdagen na ontvangst van de kennisgeving dient de bevoegde autoriteit de BvAB mee te delen of de AB verhandeld mag worden. De bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB mogen verhandeling van de AB alleen beletten indien het op grond van informatie in de kennisgeving vaststaat dat het beheer van de AB door BvAB niet met één of meer bepalingen van deze richtlijn zal stroken (art. 31 lid 3 AIFMD).

Indien een BvAB in een andere lidstaat dan zijn lidstaat van herkomst een door hem beheerde AB wenst te verhandelen, dient de BvAB in beginsel dezelfde notificatieprocedure te doorlopen als geldt voor het verhandelen van AB's in de eigen lidstaat van herkomst (art. 33 AIFMD). De bevoegde autoriteiten in de lidstaat van herkomst van de BvAB zenden uiterlijk tien werkdagen na ontvangst van de kennisgeving en de daarbij horende documenten deze documenten door aan de bevoegde autoriteiten van de lidstaat waar de BvAB de AB wenst te verhandelen (de lidstaat van ontvangst), tezamen met een verklaring dat zij de betrokken BvAB een vergunning hebben verleend om die betreffende beleggingsstrategie te beheeren. De BvAB wordt onmiddellijk in kennis gesteld van deze toezending en mag na ontvangst daarvan direct de AB in de andere lidstaat verhandelen.

In beginsel mag een BvAB de door hem beheerde AB's alleen verhandelen aan professionele beleggers (dat wil zeggen partijen die onder MiFID worden aangemerkt als professionele cliënt of als zodanig op verzoek kunnen worden behandeld). Lidstaten mogen BvAB's echter toestaan op hun grondgebied AB's ook aan kleine beleggers (dat wil zeggen een niet-professionele belegger) te verhandelen, ongeacht of de AB's binnenlands of grensoverschrijdend worden verhandeld dan wel of zij in een lidstaat of in een derde staat gevestigd zijn (art. 32 AIFMD). Hierdoor worden ook *retail-AB's* gereguleerd uit hoofde van de AIFMD. Teneinde te voorzien in voldoende bescherming voor kleine beleggers mogen lidstaten strengere voorschriften aan AB's en BvAB's opleggen dan die gelden voor het verhandelen van AB's aan professionele beleggers. Hoewel het belangrijk is dat lidstaten de mogelijkheid hebben strengere voorschriften op te leggen voor het verhandelen van AB's aan kleine beleggers, is het mijns inziens wel van belang dat recht wordt gedaan aan het elders in de AIFMD onderschreven beginsel van *home country control*. Dit betekent dat de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB verantwoordelijk blijven voor het toezicht op de organisatie van de BvAB, terwijl de bevoegde autoriteiten van de lidstaat waar de AB's zullen worden verhandeld, verantwoordelijk zijn voor het toezicht op de naleving door de BvAB van de regelgeving van die lidstaat met betrekking tot de samenstelling en werking van AB's, inclusief de regelingen voor de verhandeling daarvan. De huidige tekst van de AIFMD laat mijns inziens nog te veel in het midden wat voor additionele voorschriften een lidstaat met het oog op de verhandeling van AB's aan kleine beleggers kan opleggen.

Het reguleren van activiteiten binnen de Europese Unie van BvAB's uit derde landen

Kort na de publicatie van het voorstel voor de AIFMD werd al snel duidelijk dat de regulering van de Europese activiteiten van BvAB's die zijn gevestigd in derde landen, een belangrijk knelpunt zou kunnen worden. Onlangs uitte de Amerikaanse minister van Financiën, Timothy Geithner, in een brief aan Michel Barnier, de EU-commissaris voor de interne markt, de waarschuwing dat de AIFMD zou kunnen leiden tot een

11. Ontwerpverslag over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/65/EG (COM(2009)0207 – C7 0040/2009 – 2009/0064(COD)), 23 november 2009, amendement 125.

trans-Atlantisch conflict, omdat de AIFMD in de ogen van de Amerikaanse regering Amerikaanse hedgefondsen en private equity-fondsen zou discrimineren.¹² Barnier reageerde in een korte brief aan Geithner dat de AIFMD in overeenstemming is met een G-20-besluit om de transparantie op de financiële markten te vergroten.

Waar zit nu het probleem voor BvAB's uit derde landen? De AIFMD werpt beperkingen op ten aanzien van het in Europa verhandelen van AB's door BvAB's die buiten Europa zijn gevestigd. De AIFMD bepaalt namelijk dat lidstaten BvAB's uit derde landen kunnen toestaan op hun grondgebied AB's te verhandelen, mits aan bepaalde voorschriften wordt voldaan en er tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat waar de AB wordt verhandeld en de bevoegde autoriteiten in het derde land waar de BvAB is gevestigd, passende, aan internationale standaarden beantwoordende samenwerkingsregelingen bestaan (het oorspronkelijke voorstel van de Europese Commissie vereist een overeenkomst die volledig voldoet aan de normen van art. 26 van het OESO-Modelverdrag). BvAB's uit derde landen die binnen de Europese Unie AB's willen verhandelen, moeten zich voortaan houden aan Europese voorschriften voor informatieverzorging aan beleggers. Daarnaast zullen zij worden onderworpen aan de verplichting om regelmatig te rapporteren aan de autoriteiten in de lidstaat waar een door hen beheerde AB wordt verhandeld (art. 19-21 AIFMD). BvAB's uit derde landen moeten bovendien, indien door hen beheerde AB's zeggenschapsposities verkrijgen in Europese niet-beursgenoteerde ondernemingen, deze ondernemingen in kennis stellen van een dergelijke positie en een eventuele daarvoor opgebouwde schuldenlast bekendmaken (art. 26 AIFMD). Deze voorschriften zullen een aanzienlijke belasting vormen voor *buy-out*-fondsen, waarvan het beleid grotendeels is gericht op het op tactische wijze opbouwen van aanzienlijke posities in (al dan niet beursgenoteerde) ondernemingen, alsmede voor hedgefondsen die over het algemeen regelmatig werken met *leverage*. Hierbij wordt opgemerkt dat de autorisatie van een BvAB uit een derde land om in een lidstaat een AB te verhandelen, niet functioneert als een Europees paspoort, in die zin dat de BvAB ook in andere lidstaten de AB kan verhandelen. Een BvAB uit een derde land zal daarentegen in elke lidstaat waar de BvAB een AB wenst te verhandelen, de procedure van artikel 35 AIFMD moeten doorlopen en moeten voldoen aan de voorwaarden van dit voorschrift.

Als oplossing voor de impasse rondom de regeling voor BvAB's uit derde landen zou gedacht kunnen worden aan een zogenoemde *equivalence rule*, uit hoofde waarvan BvAB's binnen de Europese Unie AB's mogen verhandelen zonder dat aan Europese voorschriften hoeft worden te voldaan, mits de regulering van en het toezicht op de BvAB in het eigen land aan bepaalde minimumvereisten voldoen en voldoende waarborgen bieden ten aanzien van de belangen die de AIFMD beoogt te beschermen (vergelijk de regeling onder de Wet op

het financieel toezicht voor het in Nederland aanbieden van een beleggingsinstelling uit een aangewezen staat, art. 2:66 Wft). Een andere oplossing is het opnemen van een overgangsregime dat BvAB's uit derde landen voor nu onderwerpt aan de nationale wetgeving in de lidstaat waar zij AB's verhandelen, totdat een definitieve oplossing is gevonden. Maar gelet op het standpunt van een aantal lidstaten, met name het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Duitsland, lijkt mij een dergelijk overgangsregime niet (meer) haalbaar.

Vrijstellingen van de vergunningsplicht onder de AIFMD

De AIFMD voorziet in een aantal vrijstellingen van deze vergunningsplicht voor BvAB's (art. 2 *bis* AIFMD). Daarnaast mogen lidstaten in hun nationale wetgeving een vrijstelling opnemen voor BvAB's die portefeuilles beheren met minder dan EUR 100 miljoen aan activa, of met minder dan EUR 500 miljoen, indien de betreffende BvAB uitsluitend AB's zonder *leverage* beheert en beleggers geen terugbetalingsrechten verleent gedurende een periode van vijf jaar vanaf de datum van de oorspronkelijke belegging in elke AB (art. 2 *ter* AIFMD). Deze facultatieve vrijstellingen zijn in het ontwerprapport van Gauzès geschrapt omdat Gauzès (en menig ander lid van de ECON-Commissie) meent dat alle niet-ICBE's aan de AIFMD onderworpen moeten worden.¹³ Het schrappen van de mogelijkheid voor lidstaten om kleinere AB's vrij te stellen van de AIFMD zal voor dergelijke AB's een aanzienlijke belasting en kostenverzwaring betekenen. Teneinde deze negatieve gevolgen voor kleinere AB's enigszins te verzachten, zou overwogen kunnen worden om een licht AIFMD-regime in te voeren voor kleinere AB's, wat de proportionaliteit van de AIFMD ten goede zou komen.

Enkele belangrijke gedragsregels voor BvAB's

Een BvAB waaraan een vergunning uit hoofde van de AIFMD is toegekend, dient te allen tijde aan de voorschriften van de AIFMD te voldoen. De gedragsregels uit hoofde van de AIFMD schrijven voor dat een BvAB:

- zich op een loyale wijze en met de nodige bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid inzet voor de belangen van de AB's in zijn beheer of van de beleggers in de door hem beheerde AB's, alsook voor de integriteit van de markt;
- beschikt over en doeltreffend gebruikmaakt van de middelen en procedures die nodig zijn voor een deugdelijke bedrijfsuitoefening (onder andere het functioneel scheiden van het risico- en portefeuillebeheer en het bewaken van liquiditeitsrisico's);
- tracht belangenconflicten te voorkomen en ervoor zorgt, wanneer deze onvermijdelijk zijn, dat de door hem beheerde AB's op billijke wijze worden behandeld;

12. Geithner Warns Europe on fund legislation, The Wall Street Journal, 11 maart 2010.

13. Ontwerpverslag over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/65/EG (COM(2009)0207 – C7 0040/2009 – 2009/0064(COD)), 25 februari 2010, amendement 339 e.v.

- voldoet aan alle voor de uitoefening van zijn werkzaamheden geldende voorschriften teneinde de belangen van de AB's in zijn beheer of van de beleggers in de door hem beheerde AB's optimaal te behartigen en de integriteit van de markt te bevorderen; en
- alle beleggers in AB's billijk behandelt (art. 9 AIFMD).

Lidstaten moeten voorschriften geven voor de beloning van medewerkers van BvAB's die het risicoprofiel van de BvAB dan wel de door de BvAB beheerde AB's materieel beïnvloeden, zodat wordt voorkomen dat risico's worden genomen die niet in overeenstemming zijn met het risicoprofiel en beleggingsdoelstellingen van de AB's en wordt bijgedragen aan een gezond en doeltreffend risicobeheer van een AB (art. 9 *bis* AIFMD). De vraag is of de beloning van medewerkers van BvAB's (daaronder vallen hoogstwaarschijnlijk ook inkomsten uit een *carried interest*) op dezelfde wijze zal worden gereguleerd als de beloning van bankiers.

Een BvAB moet bepaalde rapportageverplichtingen in acht nemen. Naast de meer gebruikelijke verplichtingen tot het informeren van beleggers door middel van jaarrekeningen en jaarverslagen, bevat de AIFMD specifieke rapportageverplichtingen voor BvAB's ten aanzien van het gebruik van *leverage* en het verkrijgen van posities van zeggenschap in niet-beursgenoteerde ondernemingen die zijn gevestigd in de Europese Unie (art. 26 en 27 AIFMD).

Enkele belangrijke organisatorische vereisten voor BvAB's en AB's

De bewaarder van een AB

Een BvAB dient ervoor te zorgen dat voor elke in de Europese Unie gevestigde AB, ongeacht de rechtsvorm van de AB, die door hem wordt beheerd, een bewaarder wordt aangesteld (art. 17 AIFMD). Als bewaarder kan fungeren (1) een gereguleerde kredietinstelling met statutaire zetel in de Europese Unie, (2) een gereguleerde beleggingsonderneming met statutaire zetel in de Europese Unie die bevoegd is de (neven)diensten van bewaring en beheer van financiële instrumenten voor rekening van cliënten te verrichten, alsmede (3) instellingen die als bewaarder van ICBE's kunnen fungeren (art. 17 lid 3 AIFMD). De bewaarder van een AB dient gevestigd te zijn in de lidstaat van herkomst van de AB. Elke aanstelling van een bewaarder is onderworpen aan de goedkeuring van de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de AB, dan wel de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB. AB's die geen gebruik maken van *leverage* en waarbij beleggers gedurende een periode van vijf jaar vanaf de datum van de oorspronkelijke belegging geen terugbetalingsrechten hebben, mogen als bewaarder ook instellingen aanstellen die beroeps- of bedrijfsmatig bewaardertaken vervullen ten aanzien waarvan zij onderworpen zijn aan toezicht en regulering, en die beschikken over voldoende financiële waarborgen en vakbekwaamheid om de bewaardertaken uit te voeren en de verplichtingen die daaruit voortvloeien na te komen. Uit het

ontwerprapport van Gauzès volgt dat de identiteit van de bewaarder van een AB nog ter discussie staat. Enerzijds onderschrijven leden van de ECON-Commissie het standpunt dat alleen gereguleerde Europese kredietinstellingen kunnen fungeren als bewaarder van een AB. Andere leden menen echter dat elke instelling die beroeps- of bedrijfsmatig bewaardertaken vervult en ten aanzien daarvan onderworpen is aan toezicht en regulering, als bewaarder van een AB kan optreden. Het belangrijkste argument voor dit laatste standpunt is dat het beperken van de rol van bewaarder van een AB tot gereguleerde Europese kredietinstellingen kan leiden tot het afnemen van het aantal beschikbare bewaarders en het ontstaan van grotere concentratie- en systeemrisico's.

Een bewaarder van een AB mag de bewaarneming van activa aan derden delegeren (Gauzès en Regner: mogelijkheid tot delegeren voor bewaarders van AB's dient te worden geschrapt). De derde mag die taken op zijn beurt subdelegeren. Bij het selecteren, aanstellen en periodiek toetsen van derden dient de bewaarder van een AB de nodige bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid in acht te nemen. De AIFMD voorziet in een risicoaansprakelijkheid (*strict liability*) van bewaarders van AB's, ongeacht of zij bewaardertaken hebben gedelegeerd of niet. Zo moet een bewaarder van een AB in geval van verlies van in bewaring genomen financiële instrumenten onverwijld financiële instrumenten van hetzelfde type of voor het overeenkomstige bedrag aan de AB of aan de beleggers in de AB restitueren, tenzij de financiële instrumenten in bewaring waren gegeven bij een derde en de bewaarder kan aantonen dat hij bij het selecteren, aanstellen en periodiek toetsen van deze derde de nodige bekwaamheid, zorg en zorgvuldigheid in acht heeft genomen en de aansprakelijkheid van de bewaarder contractueel is beperkt, welke beperking bovendien redelijk is. Voorts is de bewaarder van een AB jegens de BvAB, de AB en de beleggers in de AB aansprakelijk voor alle andere door hen geleden schade ten gevolge van niet-nakoming van zijn verplichtingen, wederom ongeacht of de bewaarder taken heeft gedelegeerd. De enige uitzondering op deze aansprakelijkheid geldt in abnormale en onvoorziene omstandigheden die onafhankelijk zijn van de wil van degene die zich erop beroept en waarvan de gevolgen ondanks alle voorzorgsmaatregelen niet konden worden vermeden (met andere woorden *force majeure*). De risicoaansprakelijkheid van bewaarders gaat verder dan de aansprakelijkheid van bewaarders uit hoofde van marktconforme overeenkomsten voor bewaarneming en zal instellingen die als *custodian* fungeren, nopen tot het aanpassen van hun standaard-*custody*-voorwaarden. Bovendien bestaat de kans dat dergelijke instellingen voortaan zullen weigeren om als bewaarder/custodian van AB's op te treden, wat het aantal beschikbare bewaarders voor AB's verder zal beperken.

Het waarden van de activa van een AB

Een BvAB dient ervoor te zorgen dat voor elk door hem beheerde AB passende en consistente procedures worden vastgesteld ten behoeve van het accuraat waarden van de activa van de AB (art. 16 AIFMD). Het oorspronkelijke voorstel

voor de AIFMD hield voor elke AB de verplichting in om een externe, onafhankelijke taxateur aan te stellen. Deze verplichting is inmiddels komen te vervallen. In plaats daarvan vereist het huidige voorstel voor de AIFMD dat de waardering van de activa van een AB en het bepalen van de intrinsieke waarde van de activa per aandeel of deelnemingsrecht in een AB onafhankelijk van het portefeuillebeheer plaatsvinden. De BvAB dient deze onafhankelijke taxatie te waarborgen. Het ontwerp-rapport van Gauzès laat zien dat er in de ECON-Commissie echter nog onenigheid bestaat over het al dan niet handhaven van de verplichting voor een BvAB om voor elke door hem beheerde AB een externe taxateur aan te stellen.¹⁴

Delegeren van taken door een BvAB

BvAB's mogen taken delegeren aan derden. Daartoe stellen BvAB's de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst in kennis voordat de regeling van de delegatie van kracht wordt (art. 18 AIFMD). Onduidelijk is of de bevoegde autoriteiten na kennisgeving door een BvAB van een voorgenomen delegatie van taken bezwaar kunnen aantekenen of een dergelijke delegatie van taken kunnen tegenhouden indien dit een adequaat toezicht op de BvAB en zijn activiteiten zou belemmeren. In het Gauzès-rapport worden voorstellen gedaan om de AIFMD op dit punt te verduidelijken.

De AIFMD stelt een aantal voorwaarden voor delegatie door BvAB's. Deze voorwaarden stemmen grotendeels overeen met de voorwaarden die MiFID stelt aan het delegeren van beleggingsdiensten, beleggingsactiviteiten en materiële operationele functies door beleggingsondernemingen. Indien een BvAB het portefeuille- of het risicobeheer delegeert, mag dit bovendien alleen plaatsvinden aan een instelling die daartoe bevoegd is (uit hoofde van een vergunning, erkenning of toestemming). Indien de instelling waaraan een BvAB het portefeuille- of het risicobeheer delegeert in een derde land is gevestigd, moet tevens worden gezorgd voor samenwerking tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de BvAB en de autoriteit die toezicht houdt op de instelling waaraan wordt gedelegeerd. Portefeuillebeheer en risicobeheer worden in geen geval gedelegeerd aan de bewaarder van de AB of aan een delegatiehouder van de bewaarder.

Afsluitende overwegingen en vooruitblik

De AIFMD is de meest ingrijpende Europese financiële toezichtwetgeving sinds MiFID. De publicatie van het voorstel voor de AIFMD heeft geleid tot een ongekende stortvloed aan artikelen waarin regeringsleiders, ministers, toezichthouders, marktpartijen en andere belanghebbenden hun zorgen hebben uitgesproken over de aangekondigde Europese regelgeving voor AB's en BvAB's.

De AIFMD zal nagenoeg alle BvAB's, alsook hun serviceproviders zoals bewaarbedrijven onder financieel toezicht stellen. Hedgefondsen, private equity-fondsen, infrastructuur-, vastgoed- en grondstoffenfondsen zullen door de AIFMD direct worden geraakt. Maar ook instellingen die in deze beleggingsinstellingen investeren, zoals pensioenfondsen, banken en verzekeraars, zullen de impact van de AIFMD voelen, met name door de stijgende kosten voor toezicht. De impact van de AIFMD op AB's en BvAB's zal groot zijn. De AIFMD onderwerpt hen namelijk aan geheel nieuwe gedragsvoorschriften en organisatorische vereisten. Deze eisen maken niet alleen het heroverwegen van bestaande governance noodzakelijk, maar zullen ook noodgedwongen resulteren in aanpassingen in de structuur van vele AB's.

De vraag is of de AIFMD haar oorspronkelijke doelstelling, namelijk meer transparantie ten aanzien van de activiteiten van met name hedgefondsen en het voorkomen dat AB's en BvAB's onverantwoorde risico's nemen die overslaan naar andere sectoren van het financiële stelsel, niet voorbij schiet. Mijns inziens zijn voorschriften die excessieve beloningen van BvAB's verbieden en die BvAB's verplichten regelmatig te rapporteren zodat toezichthouders tijdig kunnen ingrijpen, voldoende om dergelijke systeemrisico's te beteugelen. Daarnaast rijst de vraag of alle AB's wel op dezelfde wijze moeten worden gereguleerd. De huidige tekst van de AIFMD onderwerpt namelijk alle AB's aan de nieuwe voorschriften, zonder dat onderscheid wordt gemaakt naar soort en omvang van de AB of identiteit van de beleggers. Daarmee roept de AIFMD voorschriften in het leven die zich niet goed verhouden met de aard van bepaalde AB's en geen recht doen aan de bestaande praktijk, en bovendien met name voor kleine AB's disproportioneel bezwarend zijn.

De AIFMD heeft bovendien protectionistische trekjes. BvAB's uit derde landen worden onderworpen aan Europese transparantie- en rapportagevoorschriften, waardoor het voor hen lastiger (en duurder) wordt om AB's aan te bieden op de Europese markt. Tegelijkertijd legt de AIFMD beperkingen op aan *off-shoring* door Europese BvAB's, waardoor zij beperkt worden in de toegang tot de kapitaalmarkt en investeerders in derde landen. De Verenigde Staten hebben reeds aangekondigd dat als de AIFMD in haar huidige vorm wordt vastgesteld, zij gelijkwaardige (protectionistische) maatregelen zullen nemen, wat de toegang van Europese AB's en BvAB's tot de Amerikaanse kapitaalmarkt verder zal beperken.

Het woord is nu aan de ECON-Commissie, die op 17 mei 2010 zal stemmen over het voorstel voor de AIFMD met inbegrip van de ruim drieduizend ingediende wijzigingen. Het is te hopen dat de leden van de ECON-Commissie spoedig overeenstemming bereiken over een tekstvoorstel dat enigszins tegemoetkomt aan de geuite bezwaren en Europa de instrumenten geeft de systeemrisico's in het financiële stelsel te beheersen zonder een gezonde internationale AB-markt in de weg te staan.

14. Ontwerpverslag over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van de Richtlijnen 2004/39/EG en 2009/65/EG (COM(2009)0207 – C7 0040/2009 – 2009/0064(COD)), 15 februari 2010, amendement 705 e.v.