

De gevolgen van de AIFM Richtlijn voor de Nederlandse private equity-industrie

*Mr. J. Kerkvliet**

Inleiding

Op 11 november 2010 heeft het Europees Parlement, na veel discussie tussen de verschillende Europese instellingen, ingestemd met de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (the *directive on Alternative Investment Fund Managers*; hierna: de Richtlijn).¹ De Richtlijn beoogt een geharmoniseerd regelgevings- en toezichtkader voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (hierna: AB) tot stand te brengen. Na akkoord van de Europese Raad, dat op korte termijn wordt verwacht en een formaliteit betreft aangezien inhoudelijke overeenstemming reeds is bereikt, zal de Richtlijn officieel in werking treden. De Richtlijn zal vervolgens begin 2013 in de Nederlandse wetgeving moeten zijn geïmplementeerd. De Richtlijn zal onder meer gevolgen hebben voor de Nederlandse private equity-industrie.

Na implementatie van de Richtlijn zal een grote groep (beheerders van) Nederlandse private equity-fondsen vergunningplichtig worden. De meeste (beheerders van) Nederlandse private equity-fondsen zijn thans in Nederland niet vergunningplichtig, omdat zij in de praktijk veelal gebruik kunnen maken van een uitzondering of vrijstelling van de vergunningplicht. Bijvoorbeeld omdat de initiële deelnemingsrechten (1) een nominale waarde hebben van ten minste EUR 50.000, (2) uitsluitend aan gekwalificeerde beleggers worden aangeboden of (3) aan niet meer dan honderd personen worden aangeboden.

In deze bijdrage bespreek ik een aantal verplichtingen die de Richtlijn in het leven roept voor (beheerders van) private equity-fondsen en de implicaties daarvan.

Reikwijdte van de Richtlijn

De Richtlijn is met name gericht op het reguleren van beheerders van hedgefondsen en private equity-fondsen (*buy-out-* en *venture capital-*fondsen), maar onder de definitie van AB valt een breder spectrum van beleggingsfondsen, namelijk elke

beleggingsinstelling die niet valt aan te merken als een 'instelling voor collectieve belegging' (hierna: icbe). Een icbe is een beleggingsfonds dat voldoet aan de eisen die daaraan gesteld worden in de ICBE Richtlijn.²

De Richtlijn richt zich tot de beheerders van AB's en roept voor hen een vergunningplicht in het leven. Een beheerder van een AB is 'elke rechtspersoon waarvan de normale werkzaamheden bestaan uit het beheren van een of meer AB's ongeacht de rechtsvorm van de AB, of de AB beursgenoteerd of niet-beursgenoteerd is en of de AB *open-ended* of *closed-ended* is'. Voor de beoordeling of sprake is van beheer van een AB, is van belang dat de beheerder ten minste het risico- en het portefeuillebeheer verricht.

De Richtlijn kent een aantal voor private equity-fondsen relevante vrijstellingen van de vergunningplicht. Zo is de Richtlijn bijvoorbeeld niet van toepassing op beheerders die (1) één of meer AB's beheren waarin louter wordt belegd door de beheerder of diens moederverenootschap, dochterverenootschap of andere dochters van de moederonderneming, met dien verstande dat geen van die beleggers zelf een AB is (*intra group*), (2) AB's beheren waarvan de totale waarde van het beheerde vermogen – inclusief de activa die met hefboomfinanciering (*leverage*) zijn verworven – niet meer dan EUR 100 miljoen is of (3) AB's beheren waarvan de totale waarde van het beheerde vermogen niet meer dan EUR 500 miljoen is wanneer géén *leverage* wordt gebruikt en binnen de eerste vijf jaar na de eerste investering in de AB geen recht op terugbetaling kan worden uitgeoefend (*lock in*) (art. 2 bis van de Richtlijn).

Wel moeten beheerders die onder een van voornoemde vrijstellingen vallen, zich registreren in de lidstaat waar zij gevestigd zijn en bepaalde informatie verschaffen aan de bevoegde autoriteit van deze lidstaat. Vrijgestelde beheerders kunnen er evenwel ook voor kiezen om vrijwillig een vergunning aan te vragen, waarna zij gebruik kunnen maken van het 'EU-pas-

* Mr. J. Kerkvliet is werkzaam als advocaat bij Loyens & Loeff te Amsterdam.

1. Voorstel voor richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG.

2. 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).

poort' (*opt-in*). Op basis van een dergelijk paspoort is het de beheerder toegestaan beleggingsfondsen binnen de gehele Europese Unie te beheren. Indien de beheerder kiest voor een dergelijke *opt-in*, dan is hij volledig onderworpen aan alle verplichtingen van de Richtlijn.

Vergunningplicht

Indien een beheerder die één of meer AB's beheert geen gebruik kan of wil maken van een van voornoemde vrijstellingen, dan dient hij een vergunning aan te vragen bij de bevoegde autoriteit van de lidstaat waar de beheerder is gevestigd (art. 5 van de Richtlijn). Voor beheerders met een zetel buiten de EU geldt dat zij een vergunning dienen aan te vragen in hun 'Member State of reference', die wordt bepaald met inachtneming van de Richtlijn). In Nederland zal dat de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM) zijn. Bij die vergunningaanvraag dient de beheerder informatie te overleggen met betrekking tot zijn eigendomsstructuur, het managementteam en de organisatie (met inbegrip van delegatie van taken). Indien een vergunning wordt verleend, geldt deze vervolgens als een 'EU-paspoort', zoals hiervoor omschreven.

Doorlopende verplichtingen

Wanneer een beheerder een vergunning heeft verkregen, zal hij zich voortdurend moeten houden aan een aantal doorlopende verplichtingen op basis van de Richtlijn, met betrekking tot onder meer de bedrijfsvoering, organisatie, transparantie, het kapitaal en het beloningsbeleid. Van die verplichtingen zullen met name de volgende elementen van belang zijn voor private equity-fondsen:

- verplichte jaarlijkse waardering van de activa en de deelnemingsrechten van het private equity-fonds;
- verplichte aanstelling van een bewaarder;
- verplichtingen ten aanzien van het beloningsbeleid; en
- specifieke verplichtingen met betrekking tot de verkrijging van een deelneming of zeggenschap in een (al dan niet beursgenoteerde) onderneming, waaronder waarborgen tegen *asset stripping*.

Hierna bespreek ik deze elementen meer in detail.

Waardering

De beheerder dient ervoor te zorgen dat voor elke AB die hij beheert, procedures worden vastgesteld voor de accurate en onafhankelijke waardering van de activa van de AB en dat de intrinsieke waarde van de activa per aandeel of recht van deelneming wordt berekend en bekendgemaakt aan de investeerders. Een dergelijke waardering van de activa moet ten minste eenmaal per jaar worden uitgevoerd, hetzij door de beheerder zelf, hetzij door een onafhankelijke externe taxateur. Wanneer de beheerder de waardering zelf uitvoert, moet hij ervoor zorgen dat die waardering wordt uitgevoerd door personen die (functioneel) onafhankelijk zijn van de personen die het portefeuillebeheer verrichten. Daarnaast kan de bevoegde autoriteit van de lidstaat waar de beheerder is gevestigd, eisen dat, indien de beheerder de waardering zelf uitvoert, hij zijn waar-

deringsprocedures en/of waardering laat controleren door een externe taxateur (art. 16 van de Richtlijn).

Deze verplichting impliceert een 'extra' financiële en administratieve last, zonder enige toegevoegde waarde voor de investeerders in het fonds. Private equity-fondsen opereren immers doorgaans op een *cash-on-cash*-model, waarbij zij voor een bepaalde periode (looptijd van het fonds) gelden inleggen. Daarnaast vinden uitkeringen uitsluitend plaats volgens een bepaalde verdeelsleutel gebaseerd op (gerealiseerde) opbrengsten en andere inkomsten. Tussentijds toe- of uittreden op basis van waarderingen is vrijwel altijd uitgesloten. Deze verplichting zal mijns inziens vooral voor kleinere beheerders, van wie de organisatie niet is ingericht op het uitvoeren van dergelijke waarderingen, bezwaarlijk kunnen zijn. Veel van de 'grote' beheerders van private equity-fondsen voeren immers nu al dergelijke waarderingen van de portefeuille uit (op jaaren kwartaalbasis).

Bewaarder

De beheerder dient ervoor te zorgen dat voor elke AB die hij beheert een bewaarder wordt benoemd. Private equity-fondsen komen in aanmerking voor een verlicht regime. Voor AB's die gedurende de eerste vijf jaar geen inkoop toestaan (*lock-in*) en die (1) overeenkomstig hun kernbeleggingsbeleid over het algemeen niet in activa beleggen die 'in bewaring' worden gehouden (via een effectenrekening of depot) of (2) over het algemeen beleggen in beursgenoteerde of niet-beursgenoteerde ondernemingen met het oog op het verwerven van zeggenschap in die bedrijven, worden minder vergaande eisen aan de hoedanigheid en het takenpakket van de bewaarder gesteld (art. 18 bis van de Richtlijn).

De bewaarder mag bij een dergelijke AB een partij zijn die bewaaractiviteiten verricht in de uitoefening van beroep of bedrijf en is onderworpen aan verplichte beroepsregistratie of wettelijke of bestuurlijke bepalingen of een gedragscode en beschikt over voldoende financiële waarborgen en vakbekwaamheid om de bewaartaken uit te oefenen. De taken van de bewaarder zijn, onder andere:

1. het controleren van de kasstromen van de AB;
2. het ontvangen van alle betalingen door of namens investeerders bij de inschrijving op een afgescheiden kasgeldrekening bij een kredietinstelling (bank);
3. de verificatie en registratie van vermogenstitels;
4. het zich ervan vergewissen dat bij transacties aangaande de activa van het fonds de tegenwaarde binnen de gebruikelijke termijnen wordt overgemaakt aan de AB; en
5. het zich ervan vergewissen dat de opbrengsten van een AB een bestemming krijgen overeenkomstig de wet- en regelgeving en het fondsreglement.

De verplichting om een bewaarder aan te stellen zal voor veel beheerders van private equity-fondsen een ingrijpende wijziging inhouden. De taken die de bewaarder dient te verrichten, worden nu immers door de beheerder zelf verricht. Dit lijkt

mij ook niet bezwaarlijk. Participaties in private equity-fondsen zijn immers illiquide en worden niet frequent verhandeld. Daarnaast vindt er in de regel *due diligence* plaats om te verifiëren of men daadwerkelijk eigendom van de aandelen c.q. activa houdt. Een punt van aandacht is de rol van de bewaarder bij het betalingsverkeer bij de aan- of verkoop van een portefeuillebedrijf (het kapitaal wordt door (beheerders van) private equity-fondsen geïnvesteerd in (een portefeuille van) ondernemingen van klein tot groot, die ik aanduid als 'portefeuillebedrijven'). Een verregaande betrokkenheid van de bewaarder bij dergelijke transacties (bijvoorbeeld indien de bewaarder zijn akkoord moet geven voor dergelijke betalingen) zou voor vertraging en complicaties kunnen zorgen bij het *closen* van een transactie door het fonds en gaat mijns inziens te ver.

Beloning

De beheerder dient te beschikken over een beloningsbeleid, dat in overeenstemming is met en bijdraagt aan een degelijk en doeltreffend risicobeheer voor die categorieën van medewerkers van wie de beroepsmatige activiteiten een wezenlijke invloed hebben op het risicoprofiel van de door hen beheerde AB, waaronder de directie en medewerkers die risico's nemen en controletaken uitvoeren (art. 9 bis van de Richtlijn).

Het beloningsbeleid moet in lijn worden gebracht met 'de bedrijfsstrategie, doelen, waarden en belangen van de AB's onder zijn beheer' en kunnen anders worden toegepast, al naar gelang de grootte van de AB's, de interne organisatie en de aard, omvang en complexiteit van de activiteiten. In Bijlage II bij de Richtlijn is een aantal beginselen opgenomen waaraan het beloningsbeleid moet voldoen, waaronder:

1. De vaste en variabele beloning moeten in evenwicht met elkaar zijn.
2. Indien een substantieel deel (minimaal 40%) van de variabele beloning die kan worden betaald afhankelijk is van de financiële situatie van de AB's en de prestaties van de betrokken beheerder, dient dit gespreid te zijn over een 'duurzame' periode.
3. Een ander aanzienlijk deel (ten minste 50%) van de variabele beloning moet worden uitbetaald in aandelen in het fonds.
4. Een *clawback* met betrekking tot de uitbetaalde vergoeding moet worden afgesproken voor de situatie wanneer het fonds slecht presteert.
5. Gegarandeerde bonussen moeten worden beperkt.

Deze beginselen zullen verder worden uitgewerkt in richtsnoeren van de *European Securities and Markets Authority* (ESMA).

Vorenstaande beginselen zijn van toepassing op alle vormen van beloning die aan de beheerder worden betaald, inclusief *carried interest*-regelingen. De beginselen zijn gericht op het wegnemen van prikkels tot het nemen van niet-verantwoorde risico's en het creëren van '*alignment of interest*', zoals bijvoorbeeld blijkt uit het beginsel dat een 'aanzienlijk deel van de

variabele beloning moet worden uitbetaald in aandelen in het fonds'. De beginselen vertonen grote overeenkomsten met de beginselen zoals deze zijn opgesteld voor banken.³ Wanneer het beloningsbeleid zoals dat thans is ingericht bij veel private equity-fondsen wordt gezien in het licht van deze beginselen, zal blijken dat het op veel punten reeds voldoet aan die beginselen. De variabele en vaste beloning zijn in evenwicht omdat (als het goed is) de *management fee* is ingericht om de continuïteit van de fondsmanager te waarborgen, terwijl de *icing on the cake* wordt gevormd door de variabele beloning die is gekoppeld aan gerealiseerde resultaten (*carried interest*). De variabele beloning van de beheerder van een private equity-fonds is bij uitstek gespreid over een 'duurzame periode', aangezien deze na de looptijd van het fonds wordt uitgekeerd. Indien het fonds slecht presteert, ontstaat geen recht op de variabele beloning, zodat wordt voorzien in een *clawback*.

Bijzondere bepalingen bij verwerving van deelneming of zeggenschap in een onderneming

De Richtlijn introduceert specifieke regels voor beheerders die AB's beheren die (individueel of samen met een andere AB) een deelneming of zeggenschap in een onderneming verwerven. In het kader van de Richtlijn wordt onder het verwerven van zeggenschap verstaan het direct of indirect verwerven van (1) 50% of meer van de stemrechten bij niet-beursgenoteerde ondernemingen dan wel (2) zeggenschap zoals bedoeld in de Overnamerichtlijn (Richtlijn 2004/25/EG) bij beursgenoteerde ondernemingen; in de meeste EU-lidstaten houdt dit in een percentage van rond de 30% (in Nederland: 30%) (art. 26 van de Richtlijn). Deze regels zijn niet van toepassing indien het gaat om verwerving van een deelneming of zeggenschap in kleine of middelgrote ondernemingen (ondernemingen met minder dan 250 werknemers en een jaaromzet van minder dan EUR 50 miljoen).⁴

Verplichtingen bij zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde ondernemingen

Zowel bij verwerving van zeggenschap in beursgenoteerde als in niet-beursgenoteerde ondernemingen geldt volgens artikel 28 van de Richtlijn de verplichting voor de beheerder van de betreffende AB om informatie te verstrekken over:

1. de identiteit van de beheerder;
2. het beleid ter voorkoming en het beheer van belangenconflicten, met name tussen de beheerder, de AB en de onderneming, met inbegrip van informatie over de specifieke maatregelen die zijn genomen om te garanderen dat eventuele overeenkomsten tussen de beheerder, de AB en de onderneming '*at arm's length*' worden gesloten;

3. Zie bijvoorbeeld de Code Banken opgesteld door NVB (september 2009) op <www.nvb.nl>, en Regeling van De Nederlandsche Bank N.V. van 16 december 2010, houdende regels met betrekking tot het beheerst beloningsbeleid van financiële ondernemingen (Regeling beheerst beloningsbeleid Wft 2011), Stcrt. 24 december 2010, 20931.

4. Art. 2 lid 1 van de bijlage bij aanbeveling 2003/361/EG van de Europese Commissie.

3. het beleid inzake de externe en de interne communicatie van de onderneming, met name wat het personeel betreft; en
4. de plannen van de AB met betrekking tot de (zakelijke) toekomst van de niet-beursgenoteerde onderneming, inclusief de te verwachten impact daarvan op de werkgelegenheid en eventuele belangrijke veranderingen in de arbeidsvoorwaarden.

Verplichtingen bij niet-beursgenoteerde ondernemingen

Beheerders die AB's beheren die een deelneming verwerven in een niet-beursgenoteerde onderneming, moeten de toezichthouder in kennis stellen van het percentage stemrechten waarover de AB beschikt, telkens als dit percentage een drempelwaarde van 10%, 20%, 30%, 50% of 75% bereikt, overschrijdt of eronder zakt (art. 27 van de Richtlijn).

In het geval dat de beheerder een AB beheert die zeggenschap verwerft in een niet-beursgenoteerde onderneming, dient de beheerder er volgens artikel 29 van de Richtlijn voor te zorgen dat jaarlijks in het jaarverslag van de onderneming (of voor zover dat niet mogelijk is, in het jaarverslag van de beheerde AB) de volgende informatie wordt opgenomen: (1) een getrouwe beschrijving van de ontwikkeling van de zakelijke activiteiten van de onderneming en de situatie per einde van het boekjaar, (2) alle belangrijke gebeurtenissen die sinds het einde van het boekjaar hebben plaatsgevonden, (3) een indicatie van de verwachte ontwikkeling van de onderneming en (4) informatie betreffende de verkrijging van eigen aandelen, conform artikel 22 lid 2 van de Tweede Richtlijn Vennootschapsrecht.⁵

Afhankelijk van het type verplichting maakt de beheerder deze informatie bekend aan de relevante bevoegde autoriteit, de onderneming in kwestie en/of de andere aandeelhouders. Daarnaast dient de beheerder zich in te spannen om ervoor te zorgen dat de informatie tevens beschikbaar wordt gesteld aan werknemersvertegenwoordigers van de onderneming (de ondernemingsraad) of – als die er niet zijn – de werknemers zelf.

De voornaamste implicaties van de Richtlijn voor de private equity-industrie lijken te zitten in de hiervoor genoemde verplichtingen rondom de informatieverstrekking met betrekking tot portefeuillebedrijven.

Een bezwaar dat wordt geuit, is dat de Richtlijn een ongelijkheid in het leven roept door voornoemde transparantie-eisen enkel aan private equity-fondsen op te leggen en niet aan andere potentiële aandeelhouders in een onderneming. Hierbij kan worden gedacht aan strategische partijen, maar ook aan private equity-maatschappijen met een ander type aandeelhouder (geen fonds) en aan zogenoemde *family offices* die (uitsluitend) het privévermogen van investeerders beleggen zon-

der extern vermogen op te halen en derhalve niet als AB worden aangemerkt onder de Richtlijn. Gesteld wordt dat deze verplichtingen de concurrentiepositie mogelijk beïnvloeden wanneer private equity-fondsen met dergelijke andere typen potentiële aandeelhouders concurreren om een belang te verwerven in een onderneming.⁶ Veel van de informatie moet echter nu ook al door het portefeuillebedrijf in het jaarverslag worden opgenomen op grond van titel 9 van Boek 2 BW (art. 2:391), welk jaarverslag openbaar wordt gemaakt. Mijns inziens hebben de informatieverplichtingen buiten het jaarverslag om (genoemd onder 'Verplichtingen bij zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde ondernemingen') zwaarwegender implicaties. Zo kunnen deze verplichtingen van invloed zijn op de in de private equity-industrie vaak toegepaste 'buy and build'-strategieën, nu private equity-fondsen 'de plannen met betrekking tot de (zakelijke) toekomst van een portefeuillebedrijf' bekend zullen moeten maken.

Uitkeringen aan aandeelhouders

Naast voornoemde informatieverplichtingen bevat de Richtlijn beperkingen ten aanzien van verkoop van activa (*asset stripping*). Onderdeel daarvan vormt de beperking in het doen van uitkeringen aan aandeelhouders (met inbegrip van uitkeringen van winst, kapitaalsverminderingen en terugbetaling op aandelen) en de verwerving van eigen aandelen door de onderneming gedurende een periode van 25 maanden, te rekenen vanaf de verwerving van de zeggenschap over de onderneming door de AB (art. 29 bis van de Richtlijn).

De bepalingen met betrekking tot *asset stripping* kunnen van invloed zijn op herfinancieringen, waarbij portefeuillebedrijven hun vreemd vermogen herfinancieren en met de hieruit beschikbaar gekomen middelen uitkeringen doen aan hun aandeelhouders (zogenoemde superdividenden) en andere vormen van gedeeltelijke exit. De beperkingen kunnen dus de 'exitstrategie' van het private equity-fonds beïnvloeden.

Overigens vraag ik mij af of de bepalingen in de praktijk ook daadwerkelijk een obstakel zullen vormen. De gemiddelde herfinanciering zal zich vaak pas ná 25 maanden na de aankoop van het portefeuillebedrijf voordoen, immers pas indien de balans en de kasstromen van de onderneming daarvoor ruimte bieden en het portefeuillebedrijf toegang heeft tot voldoende en goedkoop vreemd vermogen. Dat laatste zal zeker in het huidige investeringsklimaat niet snel aan de orde zijn, nu banken doorgaans zeer terughoudend zijn in het herfinancieren met als doel het *de-risken* van aandeelhouders door middel van uitkeringen van superdividend. Andere exitscena-

5. Richtlijn 77/91/EEG.

6. Zie 'De staat van het Nederlandse vestigingsklimaat in 2009', mei 2009, een gezamenlijke publicatie van de Nederlandse Vereniging voor Participatiemaatschappijen en PriceWaterhouseCoopers, <www.nvp.nl/feiten/aanvraag.php> en H.L. Kaemingk, Europees akkoord over regulering van hedgefondsen en private equity, F&A actueel 2010, nr. 16, p. 14.

rio's doen zich in de praktijk sowieso vaak pas voor ná 25 maanden na de aankoop van het portefeuillebedrijf.⁷

Conclusie

In deze bijdrage heb ik niet getracht een uitputtende opsomming te geven van de bepalingen die voortvloeien uit de Richtlijn, maar slechts een aantal bepalingen besproken die implicaties kunnen hebben voor de private equity-industrie. Naar verwachting zal de Richtlijn voornamelijk implicaties hebben voor 'kleinere' beheerders, die thans nog niet zijn ingericht overeenkomstig een aantal van de vereisten die de Richtlijn stelt. De voornaamste implicaties zijn mijns inziens onder te verdelen in drie categorieën: (1) meer administratieve rompslomp en hogere beheerskosten, (2) een (negatief) effect op het inkomen van de beheerder en (3) beïnvloeding van de concurrentiepositie op de overnamemarkt. Overigens is het geheel afhankelijk van de fondsdocumentatie of hogere beheerskosten door beheerders zijn af te wentelen op de fondsen die zij beheren.⁸ De Richtlijn bevat veel bepalingen op hoofdlijnen. Er zullen dan ook nog veel nadere regels en uitvoeringsmaatregelen volgen van de Europese Commissie (Level 2 wetgevingsproces). Het zal eind dit jaar of (meer aannemelijk) begin volgend jaar dus pas duidelijk worden of de Richtlijn daadwerkelijk implicaties zal hebben voor de slagvaardigheid van (beheerders van) private equity-fondsen. Een en ander laat onverlet dat, na veel onderhandelingen tussen de verschillende Europese instellingen, het raamwerk inmiddels vaststaat.

7. Zie uitgebreid over de verschillende vormen van de exit: H.L. Kaemingk, *Op weg naar de exit: over desinvestering van private equity*, *Ondernemingsrecht* 2007, p. 195-200.

8. Zie Kaemingk 2010, p. 14.