

De implementatie van de AIFM Richtlijn

De implementatie van de AIFM Richtlijn

Mr. N.B. Spoor
Mr. M. Tausk
Prof. mr. J.B. Huizink
Prof. mr. R.P. Raas

Ontwerp omslag: H2R-vormgeving & communicatie

ISBN 978 90 13 10590 2
NUR 827 - 295

© 2012, Kluwer

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever worden verveelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h t/m 16m Auteurswet jo. het Besluit van 27 november 2002, Stb. 575, dient men de daarvoor verschuldigde wettelijke vergoeding te voldoen aan de Stichting Reprorecht Postbus 3051, 2130 KB Hoofddorp.

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan.

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl.

Inhoudsopgave

Inleiding	9
De AIFM Richtlijn: een tour d’horizon	11
<i>Mr. N.B. Spoor</i>	
1. Inleiding	11
2. Totstandkoming AIFM Richtlijn	12
3. Reikwijdte van de AIFM Richtlijn	12
3.1 Vergunningstelsel	12
3.2 Derde landen regeling	13
4. Doorlopende verplichtingen	14
4.1 Minimumkapitaal	14
4.2 Beloning	15
4.3 Waardering	15
4.4 Delegatie	16
4.5 Bewaarder	16
4.6 Transparantie en rapportage	17
4.7 Verkrijging van zeggenschap in ondernemingen	17
5. Vooruitblik	18
5.1 (kosten)inschattingen van het Ministerie van Financiën	18
5.2 consequenties voor bepaalde beleggingsinstellingen	18
6. Conclusie	20
De verplichting om een bewaarder te benoemen: alles gaat veranderen	22
<i>Mr. M. Tausk</i>	
1. Inleiding	22
1.1 AIFMD	22
1.2 Consultatiedocument	22
2. Bewaarder	23
2.1 Benoeming, rol; Wft	23
2.2 Benoeming; Consultatiedocument Wft	25
2.3 Onafhankelijkheid; Consultatiedocument Wft	27
2.4 Schriftelijk contract	28

3.	Taken van een bewaarder; Consultatiedocument Wft	30
3.1	Bewaren	30
3.2	Cash flow monitoring	31
3.3	Safe keeping; financial instruments and other assets	32
3.4	Andere taken	33
4.	Wie kan bewaarder zijn	34
4.1	Rechtspersoon	34
4.2	Welke partijen	34
4.3	Structuur wijzigingen	36
4.4	Locatie	37
5.	Aansprakelijkheid en uitbesteding	38
5.1	Aansprakelijkheid, Richtlijn bepalingen	38
5.2	Aansprakelijkheid, Wft bepalingen	39
5.3	Uitbesteding, Richtlijn bepalingen	39
5.4	Uitbesteding, Wft bepalingen	40
6.	Bewaarneming	41
6.1	Bewaarneming in het BW	41
6.2	Toepasselijkheid op financiële instrumenten en overige activa	42
7.	Conclusies	42

Informatieverplichtingen voor beheerders van beleggingsinstellingen bij een controlerend belang 44

Prof. mr. J.B. Huizink

1.	Inleiding	44
2.	Beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd	45
3.	Controle	46
4.	Rechtstreeks of middellijk	47
5.	Alleen of gezamenlijk	49
6.	Controle in beursgenoteerde vennootschappen	52
7.	Werknemers	53
8.	Controle in niet-beursgenoteerde ondernemingen	54
9.	Annual accounts	55
10.	Asset stripping	56
11.	Besluit	57

De AIFM Richtlijn en derde landen 59

Prof. mr R.P. Raas

1.	Inleiding	59
2.	Fortress Europe: het richtlijnvoorstel	59
3.	Verzet	60
4.	Compromis	61

<i>Inhoudsopgave</i>	<u>7</u>
5. Implementatie in Nederland	63
6. Vereisten voor AIFs en AIF-beheerders met zetel in derde land: zeven situaties	64
7. Tot slot	69
Bijlage	
Bespreking reacties consultatieversie	70

Inleiding

De Richtlijn 2011/61/EU van 8 juni 2011, ook wel aangeduid als de AIFM Richtlijn moet uiterlijk op 22 juli 2013 in de Nederlandse wetgeving zijn geïmplementeerd. De Richtlijn leidt tot harmonisatie van de regelgeving en het toezicht op beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en heeft belangrijke gevolgen voor private-equity huizen en hedgefunds. Van 19 augustus tot 20 september 2011 is het concept wetsvoorstel ter consultatie aangeboden op www.internetconsultatie.nl. Op de consultatie is door verschillende partijen gereageerd. Naar verwachting zal het wetsvoorstel tot implementatie van de AIFM Richtlijn in maart 2012 aan de Tweede Kamer der Staten Generaal worden aangeboden.

Een en ander vormde voor de wetenschappelijke leiding van het Zuidas Instituut voor Financieel recht en Ondernemingsrecht voldoende aanleiding om de derde ZIFO-debatmiddag op 6 oktober 2011 te wijden aan de AIFM Richtlijn en de aanstaande implementatie daarvan in de Nederlandse wetgeving. De debaatmiddag stond onder leiding van Prof. mr. T.J. van der Ploeg, hoogleraar Privaatrecht (in het bijzonder Venootschaps- en rechtspersonenrecht) VU Amsterdam. Als inleiders traden op mr. N.B. Spoor, advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek, die in grote trekken de Richtlijn en de reikwijdte ervan besprak en de vraag aan de orde stelde of deze wijze van regeling van alternatieve beleggingsfondsen adequaat is. De tweede spreker was mr. M. Tausk, advocaat bij Baker & McKenzie, die vooral inging op de verplichting om een bewaarder te benoemen en op de verhouding tussen de beheerder en de bewaarder. Het derde onderwerp, behandeld door Prof. mr. J.B. Huizink, hoogleraar Ondernemingsrecht VU Amsterdam, had betrekking op de informatieverplichtingen voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen bij een controlerend belang. Waarna als laatste inleider Prof. mr. R.P. Raas, Hoogleraar effectenrecht Universiteit Leiden en advocaat bij Stibbe, zich richtte op het derde landenbeleid en op de daaraan gerelateerde toezichtsaspecten.

Het past bij het ZIFO dat onderwerpen worden besproken dat niet al zijn uitgekristalliseerd. Een debaatmiddag als de onderhavige heeft mede ten doel bij te dragen aan verbetering van de regelgeving. De ZIFO-leding was daarom verheugd dat vertegenwoordigers van de AFM en uit de alternatieve beleggingswereld op 6 oktober 2011 acte de présence gaven. De debaatmiddag werd mede daardoor een nuttige en waardevolle bijeenkomst. Met veel genoegen hebben wij vier inleidingen en de

bespreking van de reacties op de consultatie in dit vijfde deel van de ZIFO-reeks opgenomen. Wij verwachten dat de verschillende beschouwingen aan een verder discours over de implementatie van de AIFM Richtlijn zullen bijdragen.

Prof. mr. J.B. Huizink,
Prof. mr. T.J. van der Ploeg,
Prof. mr. G.T.J.M. Raaijmakers,
Prof. mr. W.J.M. van Veen,
Prof. mr. A.F. Verdam

Amsterdam, januari 2012

De AIFM Richtlijn: een tour d’horizon¹

Mr. N.B. Spoor

1. Inleiding

Op 22 juli 2011 is de richtlijn (hierna: AIFM Richtlijn) voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (*alternative investment fund managers*, hierna: AIFM) in werking getreden.² De AIFM Richtlijn introduceert Europese harmonisatie van (toezicht)regelgeving voor AIFM die geen “instelling voor collectieve beleggingen” (“icbe”) zijn (in het Engels worden deze instellingen aangeduid als *undertaking for collective investment in transferable securities*, meestal afgekort als “UCITS”), waarop de UCITS richtlijn van toepassing is.³ UCITS zijn beleggingsinstellingen waarvoor restricties gelden ten aanzien van de beleggingen die zij mogen doen en die met een paspoort aan particuliere beleggers in de EU kunnen worden aangeboden. De AIFM Richtlijn moet uiterlijk op 22 juli 2013 in de Nederlandse wetgeving zijn geïmplementeerd.⁴

De AIFM Richtlijn stelt Europese vereisten vast voor de vergunningverlening aan en het toezicht op AIFM, waarbij in beginsel slechts het aanbieden (*marketing*) van alternatieve beleggingsfondsen (*alternative investment funds*, hierna: AIF) aan professionele beleggers en het beheren van AIF door AIFM worden geharmoniseerd. In verschillende EU-landen, waaronder Nederland, zijn thans op dergelijke aanbiedingen zogenoemde *private placement* regimes van toepassing. Naast de introductie van de vergunningplicht zullen AIFM aan – veelal doorlopende – voorwaarden moeten voldoen die in de EU behoorlijk wat stof hebben doen opwaaien en die een stevige impact zullen hebben op de beleggingsfondsensector.

-
- ¹ Dit artikel is een bewerkte en geactualiseerde versie van het artikel “De impact van de AIFM Richtlijn op de beleggingsfondsensector” dat in 2011 verscheen in het tijdschrift *Bedrijfsjuridische berichten* (nr. 6). Mr. N.B. Spoor is advocaat bij De Brauw Blackstone Westbroek N.V.
 - ² De officiële naam van deze richtlijn is: Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en De Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010 (*Pb EU L174/1*). Op 30 april 2009 stuurde de Europese Commissie een voorstel tot invoering van een richtlijn ter eerste beoordeling naar het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie. Na verscheidene tussenversies en vele amendementen heeft het Europees Parlement op 11 november 2010 een definitieve versie aangenomen van de AIFM Richtlijn.
 - ³ De officiële naam van deze richtlijn is: 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).
 - ⁴ Zie artikel 66 van de AIFM Richtlijn.

Dit artikel dient als een introductie op de onderwerpen uit de AIFM Richtlijn die hierna in deze bundel aan de orde komen. In dit artikel zal ik een korte beschrijving geven van de totstandkoming en de reikwijdte van de AIFM Richtlijn en van de belangrijkste doorlopende verplichtingen. Daarna zal ik – mede aan de hand van het concept wetsvoorstel dat recentelijk door de Minister van Financiën ter consultatie aan de markt is voorgelegd (hierna: Concept Wetsvoorstel)⁵ – de consequenties van de AIFM Richtlijn aan de orde stellen voor verschillende marktpartijen, zoals hedge funds en private equity partijen, en specifiek voor Nederland, de retail beleggingsinstellingen en beleggingsinstellingen die nu gebruik maken van het zogenoemde ATB-regime. Ik sluit af met een conclusie.

2. Totstandkoming AIFM Richtlijn

Directe aanleiding voor het doen van het voorstel voor de AIFM Richtlijn is de economische crisis geweest. Ter voorkoming van de verwezenlijking van systeemrisico's op de financiële markten, heeft de Europese Commissie (hierna: EC) een programma opgesteld waarvan het voorstel voor de AIFM Richtlijn deel uitmaakt. Dit programma volgt onder andere uit afspraken die zijn gemaakt in de G-20 en uit aanbevelingen uit het rapport van De Larosière. Het programma beoogt – kort gezegd – meer transparantie en beleggersbescherming op de financiële markten te bewerkstelligen door regulering en toezicht, ook van sectoren die tot voor kort niet gereguleerd werden.

AIFM beheren een groot deel van de belegde activa in de EU en zijn verantwoordelijk voor een aanzienlijk deel van de handel op de markten voor financiële instrumenten. De algemene gedachte van de EC bij het opstellen van het oorspronkelijke voorstel van de AIFM Richtlijn was dat, hoewel AIFM in het algemeen een heilzame werking kunnen hebben op de markten waarop zij werkzaam zijn, zij ook bepaalde risico's door het financiële stelsel kunnen verspreiden of versterken. Het beheersen van deze risico's is moeilijk zonder maatregelen op EU-niveau, op welk niveau nog geen geharmoniseerde regelgeving bestond voor beleggingsinstellingen, met uitzondering van de bovengenoemde icbe's of UCITS.

3. Reikwijdte van de AIFM Richtlijn

3.1 Vergunningstelsel

Hoewel het gebruik van de terminologie 'alternatieve beleggingsfondsen' in de AIFM Richtlijn lijkt te suggereren dat de AIFM Richtlijn zich slechts richt op beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, vallen in beginsel beheerders van alle typen beleggingsinstellingen die geen UCITS zijn onder de reikwijdte van de AIFM Richtlijn, ongeacht de rechtsvorm en vestiging van de door de AIFM beheerde AIF en de vraag

⁵ Deze consultatie liep tot 5 oktober 2011 en is te raadplegen via: http://www.internetconsultatie.nl/wijzigingswet_implementatie_richtlijn_beleggingsinstellingen.

of de AIF closed-end of open-end is. Dit betekent dat onder andere private equity, vastgoedfondsen, hedge funds en alle andere vormen van collectieve belegging die geen UCITS zijn onder de AIFM Richtlijn zijn gebracht. De AIFM Richtlijn bevat wel enkele uitzonderingen voor onder andere kredietinstellingen, (her)verzekeraars en pensioenfondsen (voor zover zij geen AIF beheren), en supranationale instellingen. Verder zijn onder bepaalde voorwaarden (waaronder registratie en informatieverplichtingen) 'kleine' AIFM vrijgesteld van de AIFM Richtlijn. Dit zijn AIFM die in de door hen beheerde AIF minder dan € 100 miljoen vermogen beheren, of AIFM die in de door hen beheerde AIF minder dan € 500 miljoen beheren en daarbij geen gebruik maken van *leverage* (hefboomfinanciering) en in die AIF gedurende vijf jaar geen *redemption rights* (rechten op terugbetaling) door beleggers kunnen worden uitgeoefend. Onder hefboomfinanciering wordt in de AIFM Richtlijn verstaan: een methode waarmee de AIFM een positie van een door hem beheerde AIF met geleend contant geld of geleende effecten, met een hefboom in de vorm van derivatenposities of anderszins vergroot. Deze vrijgestelde AIFM hebben geen verplichtingen uit hoofde van de AIFM Richtlijn (behalve de genoemde registratie en informatieverplichtingen), maar genieten uit hoofde daarvan ook geen enkel recht, waaronder het Europees paspoort, tenzij de AIFM er met een opt-in procedure voor kiest om toch onder de werking van de AIFM Richtlijn te vallen. Let wel, vooralsnog vallen ook durfkapitaalfondsen (*venture capital funds*) onder de werking van de AIFM Richtlijn. Thans is echter een aparte richtlijn in voorbereiding voor deze categorie beleggingsinstellingen; een consultatie van de Europese Commissie met als doel om de beste aanpak voor het bereiken van een interne markt voor dit type fondsen vast te stellen, is recentelijk gehouden.⁶

3.2 Derde landen regeling

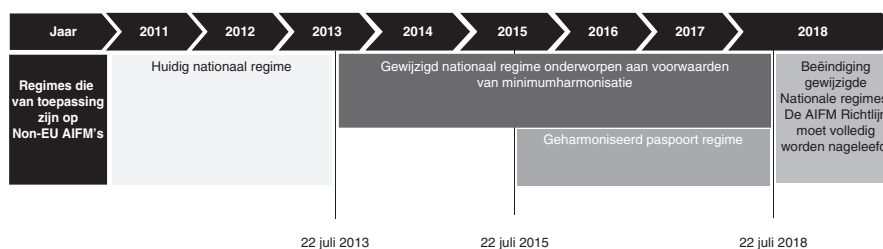
Het zogenoemde "derden landen beleid" zoals opgenomen in de AIFM Richtlijn treedt op 22 juli 2015 in werking. Vanaf dat moment zal een Europees paspoort ook beschikbaar zijn voor niet-EU AIFM en niet-EU AIF die in de EU actief willen zijn, waarbij geldt dat zij dan wel grotendeels onderworpen zullen zijn aan de AIFM Richtlijn, waaronder vergunningplicht.⁷ Dit geharmoniseerde regime zal vervolgens gelden naast de nog bestaande nationale regelingen (*private placement regimes*) van de lidstaten gedurende een overgangperiode van drie jaar. Zie over de Richtlijn en derde landen ook de bijdrage van Raas.

Uit het verslag van het Ministerie van Financiën naar aanleiding van de consultatie van het Concept Wetsvoorstel blijkt dat Nederland voor aanbiedingen aan gekwalificeerde beleggers een *private placement* regime zal handhaven na 22 juli 2013.

⁶ Een *staff working paper* met de titel "A new European regime for Venture Capital" werd door de Europese Commissie ter consultatie voorgelegd. Dit consultatiedocument is te raadplegen via: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/venture_capital/consultation_paper_en.pdf De consultatie liep af op 10 augustus 2011.

⁷ Voor de volledigheid zij opgemerkt dat de AIFM Richtlijn aanvullende voorwaarden stelt aan de gebruikmaking van een paspoort door een niet-EU AIF en door een niet-EU AIFM. Zo geldt bijvoorbeeld dat het land waar de niet-EU-AIF gevestigd is een overeenkomst moet hebben gesloten met de referentielidstaat (zie hierna) en de lidstaat waar de deelnemingsrechten in de niet-EU AIF zullen worden aangeboden ("verhandeld"), die voldoet aan de normen van artikel 26 van het OESO-Modelverdrag inzake dubbele belasting naar het inkomen en naar het vermogen en een doeltreffende informatie-uitwisseling in fiscale aangelegenheden waarborgt, inclusief eventuele multilaterale belastingovereenkomsten.

Na de genoemde overgangperiode, dus per 22 juli 2018, moeten de nationale regimes in ieder geval worden beëindigd. Hieronder worden deze overgangsregelingen schematisch weergegeven. Van belang is verder dat niet-EU AIFM in bepaalde gevallen de lidstaat waar zij effectief AIF gaan aanbieden, als referentielidstaat – dat is de lidstaat waar de vergunning zal worden aangevraagd – mogen kiezen. Dit zou kunnen betekenen dat Nederland, met veel grote professionele beleggers, een *first point of entry* in de EU zou kunnen worden voor niet-EU AIFM.



4. Doorlopende verplichtingen

Vergunninghoudende AIFM zullen zich moeten houden aan doorlopende verplichtingen, onder meer met betrekking tot minimumkapitaal, beloning, waardering, delegatie, de bewaarder, transparantie en rapportage en de verkrijging van zeggenschap in ondernemingen. De AIFM Richtlijn geeft op hoofdlijnen een beschrijving van deze doorlopende verplichtingen. Deze zullen verder in detail worden uitgewerkt in uitvoeringsrichtlijnen en/of -verordeningen en richtsnoeren van de European Securities and Markets Authority (het voormalige CESR, hierna: ESMA). De EC heeft ESMA verzocht haar te adviseren over de nadere invulling hiervan (ook wel “Level 2” genoemd). De ESMA heeft afgelopen zomer twee concept adviezen ter consultatie aan de markt voorgelegd.⁸ Marktpartijen hebben inmiddels volop gereageerd op de consultatie. Op 16 november 2011 heeft ESMA haar advies uitgebracht aan de EC⁹.

4.1 Minimumkapitaal

De AIFM Richtlijn maakt een onderscheid tussen aanvangskapitaal en eigen vermogen. Als aanvangskapitaal geldt een bedrag van tenminste € 300.000 voor een AIFM die een intern beheerde (*self managed*) AIF is (en dus geen aparte beheerder heeft) en een bedrag van ten minste € 125.000 voor de overige AIFM. Het minimum eigen vermogen wordt voorts berekend aan de hand van de beheerde portefeuille van de AIF's. Voor elk bedrag dat de waarde van de portefeuille het bedrag van € 250 miljoen overstijgt, dient de AIFM 0,02% van dat bedrag aan te houden bovenop het zojuist genoemde aanvangskapitaal. Hierbij geldt dat het aan te houden

⁸ De consultatiedocumenten zijn te raadplegen via respectievelijk http://www.esma.europa.eu/index.php?page=consultation_details&id=188 en http://www.esma.europa.eu/index.php?page=consultation_details&id=185.

⁹ Final report - ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive - 2011/379.

aanvangskapitaal plus eigen vermogen ten hoogste € 10 miljoen bedraagt. Het staat de lidstaten vrij om toe te staan dat het aanvullende kapitaal (het eigen vermogen) gedeeltelijk wordt vervangen door een bankgarantie of een garantie van een verzekeraar. Uit het Concept Wetsvoorstel blijkt dat Nederland van die mogelijkheid vooralsnog geen gebruik heeft gemaakt. Naast deze kapitaaleisen geldt voorts dat een AIFM ter dekking van mogelijke beroepsaansprakelijkheidsrisico's de keuze heeft aanvullend eigen vermogen aan te houden of een beroepsaansprakelijkheidsverzekering af te sluiten. In Level 2 regelgeving zal moeten worden bepaald hoe de hoogte van dit bijkomend eigen vermogen moet worden vastgesteld.

De AIFM Richtlijn schrijft voor dat het eigen vermogen moet worden belegd in liquide middelen of in activa die op korte termijn direct in contant geld kunnen worden omgezet en dat het eigen vermogen geen speculatieve posities mag omvatten.

4.2 *Beloning*

AIFM moeten beschikken over beloningsregelingen voor medewerkers van wie de beroepswerkzaamheden een wezenlijke impact hebben op het risicoprofiel van de door de AIFM beheerde AIF. De AIFM Richtlijn stelt in Bijlage II gedetailleerde grenzen aan het beloningsbeleid, waaronder prestatiegerelateerde en vaste beloning, pensioenbeleid, ontslagvergoedingen en claw back-regelingen. Verder zal een AIFM in bepaalde gevallen, afhankelijk van de omvang van de AIFM of AIF, een remuneratiecommissie moeten instellen.

4.3 *Waardering*

Aangezien betrouwbare en objectieve waarderingen belangrijk zijn voor de bescherming van de belangen van beleggers, moet de AIFM ervoor zorgen dat voor elke door hem beheerde AIF passende en consistente procedures worden geïmplementeerd voor de waardering van de activa van de AIF en de berekening van de intrinsieke waarde per recht van deelneming of aandeel (de *Net Asset Value*). In de AIFM Richtlijn wordt onder meer bij de regels over waardering onderscheid gemaakt tussen AIF's waarvan de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald en AIF's die geen inkoopverplichting hebben. De eerste categorie wordt "open-end" genoemd en de tweede categorie "closed-end". De gehanteerde waarderingsprocedures waarborgen dat de activa ten minste één maal per jaar worden gewaardeerd en dat de intrinsieke waarde van de activa per recht van deelneming of aandeel ten minste één keer per jaar wordt berekend. Bij een open-end AIF worden de waarderingen en berekeningen voorts verricht met een frequentie die passend is in het licht van de door de AIF aangehouden activa en van het uitgifte- en terugbetalingsbeleid ervan. Bij een closed-end AIF worden deze waarderingen en berekeningen eveneens verricht wanneer de desbetreffende AIF tot een kapitaalverhoging of -verlaging overgaat.

De AIFM moet met name zorg dragen voor de interne onafhankelijkheid van de waarderingfunctie. Ook kan de AIFM een externe taxateur aanstellen, die de waarderingen zal uitvoeren. In dat geval bevat de AIFM Richtlijn aanvullende regels om

de onafhankelijkheid en bekwaamheid van de taxateur te waarborgen, bijvoorbeeld registratie van de taxateur in een beroepsregister.

4.4 *Delegatie*

De AIFM Richtlijn bepaalt aan welke voorwaarden een AIFM bij het delegeren van zijn taken aan een derde moet voldoen. Zo moet de AIFM onder meer altijd zijn hele delegatiestructuur kunnen verantwoorden en moet hij kunnen aantonen dat degene aan wie hij zijn taken delegeert, gekwalificeerd is en in staat is om die taken te vervullen. Daarnaast dient de AIFM de toezichthouder vooraf van zijn voornemen tot delegatie in kennis te stellen en moet hij de diensten van iedere gedelegeerde aan doorlopende evaluatie onderwerpen. Voor het delegeren van portefeuille- of risicobeheer gelden aanvullende voorwaarden. Die taken mag de AIFM bijvoorbeeld niet aan de bewaarder of een gedelegeerde van de bewaarder uitbesteden. Ingeval diegene aan wie de AIFM zijn taken heeft gedelegeerd, deze taken verder uitbesteedt (en er dus sprake is van subdelegatie) moet ook aan bepaalde voorwaarden worden voldaan. Let wel, bij delegatie, en zelfs bij subdelegatie, blijft de AIFM echter altijd volledig aansprakelijk jegens de AIF en de beleggers in de AIF. Tot slot, een AIFM mag niet al zijn taken aan een derde delegeren. Het is uitdrukkelijk niet de bedoeling dat de AIFM een lege huls wordt (“brievbusmaatschappij”) en niet meer als beheerder van de AIF kan worden beschouwd.

4.5 *Bewaarder*

In de AIFM Richtlijn is ook de verplichting opgenomen om voor iedere AIF een onafhankelijke bewaarder aan te stellen. Deze bewaarder zal in beginsel een onderneming moeten zijn die onder prudentieel toezicht staat, waaronder in ieder geval een kredietinstelling of een beleggingsonderneming valt. De bewaarder zal naast de zogenoemde *custody* taak (de bewaring van de financiële instrumenten c.q. verificatie van eigendom van overige activa van de AIF) en het monitoren van kasstromen, ook toezicht moeten uitoefenen op de activiteiten van de AIFM ten behoeve van die AIF. Voor de bewaarder is een apart aansprakelijkheidsregime opgenomen in de AIFM Richtlijn, waarbij de bewaarder aansprakelijk is ten opzichte van de AIFM, de AIF en de beleggers voor in beginsel elke schade als gevolg van verlies van in bewaring genomen financiële instrumenten en verder alle andere verliezen doordat de bewaarder zijn verplichtingen met opzet of door nalatigheid niet naar behoren nakomt. Dit geldt ook indien de bewaarder zijn bewaarfuncties heeft uitbesteed aan een derde (bijvoorbeeld een sub-*custodian*), waarbij de bewaarder zijn aansprakelijkheid in bepaalde gevallen contractueel met de sub-*custodian* kan uitsluiten. In ieder geval mag aansprakelijkheid niet onherstelbaar verloren gaan in de uitbestedingsketen.

Uit het Concept Wetsvoorstel blijkt dat de Nederlandse wetgever ervoor gekozen heeft om de eis dat de bewaarder de juridisch eigenaar moet zijn van de beleggingen, te schrappen. De wetgever laat – ingeval het Concept Wetsvoorstel ongewijzigd

zou worden ingevoerd – de praktijk de ruimte te bepalen wie juridisch eigenaar is. Bij beleggingsmaatschappijen zal de beleggingsmaatschappij veelal zelf de juridisch eigenaar zijn. Bij beleggingsfondsen zal ervoor gekozen kunnen worden de bewaarder dan wel een ander juridisch eigenaar te laten zijn. Hierdoor kan de bestaande praktijk voor beleggingsfondsen worden voortgezet waarin de bewaarder de juridisch eigenaar is. Ook kan ervoor worden gekozen dat een ander de juridisch eigenaar wordt. Een bewaarder zal niet altijd juridisch eigenaar willen zijn omdat de juridisch eigenaar van de beleggingen veelal ook wederpartij van de verplichtingen zal zijn. Bewaarders die bijv. bank of beleggingsonderneming zijn, zullen niet – altijd – wederpartij voor de verplichtingen willen (of kunnen) zijn. De AIFM Richtlijn schrijft niet voor hoe een beleggingsinstelling civielrechtelijk moet worden ingericht. Dat de civielrechtelijke vormgeving van de beleggingsinstelling de belangen van beleggers niet mag schaden vloeit voort uit de algemene norm voor de beheerder (en de bewaarder) dat deze in het belang van de belegger moet handelen. Zie over de bewaarder verder de bijdrage van Tausk.

4.6 *Transparantie en rapportage*

Een AIFM stelt voor iedere door haar beheerde AIF een jaarverslag beschikbaar en informatie over (onder meer) het beleggingsbeleid en de mogelijkheid deze te wijzigen, de procedure en voorwaarden voor de uitgifte en verkoop van deelnemingsrechten, eventuele delegatie, waarderingen, liquiditeitsbeheer, kosten en vergoedingen, de intrinsieke waarde en indien van toepassing, de maximale *leverage* (hefboomfinanciering) die de AIFM mag toepassen ten behoeve van een AIF en de *leverage* die daadwerkelijk wordt gebruikt.

De AIFM moet ook (periodiek) informatie beschikbaar stellen aan de toezichthouder, waaronder informatie over de belangrijkste posities en concentraties van door hem beheerde AIF, het risicoprofiel van de AIF en de risicobeheersing door de AIFM, en in bepaalde gevallen het gebruik van *leverage*. De toezichthouder zal deze informatie onder meer gebruiken om te identificeren in welke mate systeemrisico's in het financiële systeem zouden kunnen ontstaan. Daarnaast zal een AIFM moeten aantonen dat de *leverage*-limieten voor elke door haar beheerde AIF redelijk zijn en dat zij zich houdt aan deze door haar zelf vastgestelde limieten. Als deze limieten niet redelijk zijn, zou de toezichthouder bovengrenzen kunnen opleggen aan de mate van *leverage* die door de AIFM mag worden gebruikt of op een andere manier het beheer van de AIF kunnen beperken ter voorkoming van systeemrisico's door het gebruik van *leverage*.

4.7 *Verkrijging van zeggenschap in ondernemingen*

De AIFM Richtlijn introduceert ook specifieke verplichtingen voor AIFM die AIF beheren die (alleen of gezamenlijk) zeggenschap in niet-beursgenoteerde ondernemingen (stemrecht van 50% of meer) en beursgenoteerde ondernemingen (in Nederland: stemrecht van 30% of meer) verkrijgen. Zo zal een AIFM wiens AIF bij verkrijging van zeggenschap in niet-beursgenoteerde ondernemingen – vergelijkbaar met beursgenoteerde ondernemingen op grond van de Transparantierichtlijn

(2004/109/EC) – zijn percentage aan zeggenschap moet melden telkens als dit percentage de drempels van 10, 20, 30, 50 en 75 bereikt of overschrijdt. Hetzelfde geldt als het belang onder een van deze percentages zakt. Daarnaast zal de AIFM informatie moeten verstrekken over de niet-beursgenoteerde onderneming waarin de zeggenschap is verkregen, waaronder de verwachte ontwikkeling van de onderneming. Deze informatie zal tevens beschikbaar moeten worden gesteld aan de aandeelhouders en de werknemersvertegenwoordigers van de niet-beursgenoteerde onderneming. De AIFM Richtlijn bevat ook specifieke maatregelen ter voorkoming van *asset stripping*. In het algemeen geldt dat de AIFM Richtlijn de mogelijkheden beperkt om de verkregen onderneming uitkeringen te laten doen, het kapitaal te verminderen, aandelen terug te betalen en eigen aandelen te verkrijgen, binnen twee jaar na verkrijging van zeggenschap in die onderneming.

5. Vooruitblik

5.1 *(kosten)inschattingen van het Ministerie van Financiën*

Het Ministerie van Financiën verwacht dat met de implementatie van de richtlijn 100 beheerders van beleggingsinstellingen onder toezicht komen te staan die nu nog niet onder toezicht staan. Van de huidige groep van 120 onder toezicht staande beheerders zal ongeveer twee derde onder het beleggingsinstellingenregime op grond van de AIFM Richtlijn vallen. De overige een derde zal bestaan uit beheerders die alleen UCITS beheren, waarop de AIFM Richtlijn niet van toepassing is.

Indien een AIFM een vergunning moet aanvragen en onder toezicht komt te staan, brengt dat bepaalde kosten met zich. Een ruwe voorlopige inschatting van het Ministerie van Financiën van de totale kosten die gepaard gaan met een vergunningsaanvraag komt op € 20.000 voor een AIFM die nu nog niet onder toezicht staat en € 10.000 voor een AIFM die al onder toezicht staat. Voor het aanpassen respectievelijk wijzigen van de bedrijfsvoering komt daarbij nog een bedrag € 100.000 voor een AIFM die nu nog niet onder toezicht staat en € 50.000 voor een AIFM die al onder toezicht staat.

Bovendien moeten AIFM aan de hierboven genoemde verplichtingen voldoen, Ook het voldoen aan die verplichtingen brengt de nodige kosten en administratieve lasten (denk bijvoorbeeld aan rapportageverplichtingen) mee. Deze structurele kosten worden door de het Ministerie van Financiën geschat op € 75.000 per jaar per AIFM.

5.2 *consequenties voor bepaalde beleggingsinstellingen*

Het bovenstaande laat zien dat er voor AIFM en AIF's de komende tijd behoorlijke veranderingen zullen intreden. Hierna zal ik stilstaan bij enkele categorieën AIF(M)'s.

Private equity fondsen (waaronder buyout en venture capital fondsen) vallen veelal niet onder de huidige Nederlandse toezichtwetgeving omdat zij gebruik maken van

een vrijstelling (het genoemde *private placement* regime) of omdat er geen sprake is van beleggen maar ondernemen. De AIFM Richtlijn reguleert echter private equity fondsen (en vooralsnog tevens venture capital fondsen), waardoor zij vergunningplichtig zullen worden en onder toezicht komen te staan. 'Kleine' beheerders van private equity fondsen zouden echter gebruik kunnen maken van een vrijstelling onder de AIFM Richtlijn (zie hiervoor de vrijstelling voor 'kleine' AIFM). Indien zij toch gebruik zouden willen maken van bijvoorbeeld het Europese paspoort, dan kunnen zij voor de opt-in procedure kiezen om onder de werking van de AIFM Richtlijn te vallen.

AIFM's die in aanzienlijke mate met *leverage* werken, zullen daarover informatie aan beleggers en aan de toezichthouder moeten verstrekken, zoals de maximale *leverage* die zij voor een AIF mogen gebruiken en het totale bedrag aan *leverage* dat is gebruikt. Onder uitzonderlijke omstandigheden kan de toezichthouder beperkingen verbinden aan de *leverage*. Deze *leverage* regeling zal vooral van belang zijn voor beheerders van hedge funds omdat die *leverage* gebruiken op fondsniveau. Daarentegen gebruiken private equity fondsen in het algemeen *leverage* op het niveau van de *portfolio companies* en niet op het niveau van het private equity fonds, waardoor private equity fondsen buiten deze *leverage*-regeling zouden kunnen vallen. Het voorgaande zou er toe kunnen leiden dat beheerders van bepaalde hedge funds ervoor zullen kiezen om deze hedge funds "om te vormen" tot UCITS (en dan ook wel "newcits" genoemd).

UCITS vallen niet onder de AIFM Richtlijn. Het is echter waarschijnlijk dat door reflexwerking tevens verplichtingen uit de AIFM Richtlijn zullen worden overgenomen in de UCITS richtlijnen (de toekomstige "UCITS V" richtlijn). Het lijkt immers niet logisch om zwaardere eisen te stellen aan beheerders die deelnemingsrechten aanbieden aan professionele beleggers (in geval van AIF), dan aan beheerders die deelnemingsrechten aanbieden aan retail beleggers (in geval van UCITS), zoals bijvoorbeeld de strengere verplichtingen met betrekking tot de bewaarder en de verplichtingen met betrekking tot het beloningsbeleid. De AIFM Richtlijn staat overigens toe dat AIFM ook UCITS mogen beheren, als zij een vergunning hebben als UCITS beheerder onder de UCITS IV Richtlijn (2009/65/EC).

De AIFM Richtlijn introduceert de regulering van de Europese 'professionele markt', terwijl de UCITS IV Richtlijn de Europese markt van het aanbieden van UCITS aan retail beleggers reguleert. De AIFM Richtlijn kwalificeert als maximumharmonisatie voor aanbiedingen van deelnemingsrechten aan professionele beleggers en als minimumharmonisatie voor aanbiedingen aan niet-professionele beleggers. Het staat de nationale wetgever dus vrij aanvullende regulering te ontwikkelen voor het aanbieden van beleggingsinstellingen, die geen UCITS zijn, aan retail beleggers. Uit het Concept Wetsvoorstel blijkt dat de Nederlandse wetgever er inderdaad gekozen heeft om aanvullende eisen te stellen aan (beheerders van) non-UCITS die deelnemingsrechten aanbieden aan retail-beleggers (veelal consumenten). Het uitgangspunt bij de omzetting van de AIFM Richtlijn, zo vermeldt de toelichting bij

het Concept Wetsvoorstel, is dat een gelijkwaardige beleggersbescherming als bij UCITS wordt beoogd; de regels met betrekking tot (restricties in) het beleggingsbeleid zullen daarbij buiten toepassing worden gelaten. De achtergrond van dit voorplan is allereerst dat het bestaande regelgevend kader voor UCITS expliciet is toegesneden op het beschermen van niet-professionele beleggers. Daarnaast wordt volgens de toelichting bij het Concept Wetsvoorstel op deze manier een *level playing field* gewaarborgd tussen UCITS en non-UCITS die zich richten op de retail-markt.

Onder de huidige Nederlandse toezichtwetgeving mogen deelnemingsrechten in beleggingsfondsen met zetel in een door de Minister van Financiën aangewezen staat, die daar onder adequaat toezicht staan (het zogenoemde ATB-regime), zonder vergunning worden aangeboden in Nederland. Het gaat in dergelijke gevallen veelal om beleggingsinstellingen uit Guernsey, Jersey en de Verenigde Staten die zijn genoteerd aan Euronext Amsterdam. Voor deze beleggingsinstellingen zal onder de AIFM Richtlijn de ‘derde landen regeling’ gaan gelden. Uit het Concept Wetsvoorstel dat door het Ministerie van Financiën ter consultatie is gelegd, lijkt echter te volgen dat het ATB-regime ongewijzigd wordt gehandhaafd.¹⁰ Op dit punt bevat het Concept Wetsvoorstel geen toelichting, hetgeen opvallend is nu het ATB-regime tevens ziet op EU-beleggingsinstellingen uit Frankrijk, Ierland, Luxemburg, Malta en het Verenigd Koninkrijk waarvoor de nieuwe regels per 22 juli 2013 zullen gaan gelden.

Hiervoor stond ik al stil bij de vrijstelling voor ‘kleine’ AIFM’s. De vraag is of AIFM’s inderdaad zullen gaan opteren voor gebruikmaking van de vrijstelling of zullen kiezen voor het aanvragen van een vergunning via de beschreven opt-in procedure. Immers, de kans bestaat dat de AIFM-vergunning zal gaan fungeren als een soort keurmerk, wat ook bij UCITS is gebeurd. Als dat inderdaad zo zal zijn, dan zal het voor ‘kleine’ AIFM’s zonder vergunning wellicht moeilijker worden om deelnemingsrechten in een AIF met succes aan beleggers aan te bieden.

6. Conclusie

Duidelijk is dat de AIFM Richtlijn een behoorlijke impact zal hebben op alle soorten niet-UCITS beleggingsinstellingen. Hoe groot de impact precies zal zijn, zal afhangen van de gedetailleerde uitwerking van de AIFM Richtlijn in uitvoeringsrichtlijnen en –verordeningen. De AIFM Richtlijn voorziet overigens wel in enkele overgangsmaatregelen, onder andere voor closed-end beleggingsinstellingen. Zo hoeven AIFM’s die een closed-end AIF beheren vóór 22 juli 2013 en die na 22 juli 2013 geen bijkomende beleggingen doen, geen vergunning aan te vragen. Hetzelfde geldt voor AIFM’s die closed-end AIF beheren waarvan de inschrijvingsperiode voor beleggers is gesloten vóór 22 juli 2011 en die uiterlijk op 22 juli 2016 zullen zijn afgewikkeld.

¹⁰ Immers het concept wetsvoorstel bevat geen wijzigingen van de artikelen 2:66 en 2:73 Wft.

Uiterlijk op 22 juli 2013 zullen de AIFM Richtlijn en de uitvoeringsrichtlijn(en) moeten zijn geïmplementeerd in nationale wetgeving. De praktijk zal vervolgens uitwijzen in hoeverre de doelstellingen van de EC bij het initiëren van de AIFM Richtlijn zullen worden bereikt en, wat de gevolgen ervan zijn voor beleggers, AIFM's en AIF's, zowel binnen de EU als daarbuiten. De AIFM Richtlijn zelf voorziet in dit verband in een verplichting voor de EC om uiterlijk op 22 juli 2017 een evaluatie te starten waarin voornoemde punten centraal staan. Ook zal worden gekeken naar de potentiële negatieve impact van de AIFM Richtlijn op kleine beleggers en de impact van de AIFM Richtlijn op de werking en levensvatbaarheid van alternatieve beleggingsfondsen.

De verplichting om een bewaarder te benoemen: alles gaat veranderen

Mr. M. Tausk

1. Inleiding

1.1 AIFMD

Op 8 juni 2011 hebben het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie Richtlijn nr. 2011/61/EU inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen¹ vastgesteld – de Alternative Investment Fund Managers Directive (de “AIFMD”). De Richtlijn is na officiële publicatie in werking getreden op 22 juli 2011. De Richtlijn zal een nieuw wettelijk stramien voor de benoeming en taken van bewaarders van fondsen met zich meebrengen. Dat zal een fundamentele wijziging van de Nederlandse wetgeving op dit punt tot gevolg hebben, daarover gaat deze bijdrage.

Ik noem hier een beleggingsinstelling die onderworpen is aan de regels van de Richtlijn en de nieuwe Nederlandse regels ter zake, een “AIF”. Bij AIF’s wordt in het bijzonder gedacht aan hedgefondsen en private equity fondsen. De Richtlijn biedt een regelgevend kader voor beheerders van beleggingsinstellingen, niet zijnde instellingen voor collectieve belegging in effecten (“ICBE’s”), die tot dusver niet binnen een eigen Europees stelsel vielen. Over ICBE’s gaat deze bijdrage niet primair.

1.2 Consultatiedocument

Het Ministerie van Financiën heeft een Consultatiedocument (het “Consultatiedocument”) van een wijziging van de Wet op het financieel toezicht (ik noem de bestaande wet de “Wft”, en het Consultatiedocument op dit punt het “Consultatiedocument Wft”), het Burgerlijk Wetboek en de Wet op de economische delicten ter implementatie van de AIFMD gepubliceerd per 19 augustus 2011. Daarover hebben zich onder meer de markt, de Nederlandse toezichthouder en de academische wereld gebogen. Het Ministerie heeft een aantal daaruit voortvloeiende reacties verwerkt in een verslag op hoofdpunten van de consultatie. Het verslag is beschikbaar gesteld per 28 november 2011.²

¹ En tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010.

² Het Ministerie werkt ook weer aan een nieuw wetsvoorstel, dat wordt pas openbaar gemaakt bij indiening in de Tweede Kamer, verwacht begin maart 2012. Het is in deze bijdrage niet verwerkt.

In juli 2011 heeft de European Securities and Markets Authority (ESMA) een tamenlijk uitgebreid Consultation paper gepubliceerd, waarin zij voorstellen doet voor de gedelegeerde handelingen betreffende de Richtlijn. De voorstellen bevatten diversie alternatieven voor de regelgeving, uitleg daarbij, en concrete vragen aan marktpartijen daarover. Naar aanleiding heeft ESMA op 16 november 2011 advies aan de Europese Commissie gegeven in de vorm van een Final report.³

Nadere uitwerking van het Consultatiedocument Wft zal in belangrijke mate via het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (“Bgfo”) worden gedaan.

2. Bewaarder

2.1 Benoeming, rol; Wft

De Richtlijn introduceert volstrekt nieuwe en verregaande voorschriften ten aanzien van de benoeming van een bewaarder van een fonds, voorschriften die onvermijdelijk voor het fonds ook kostenverhogend zullen werken.

Hoofdstuk III van de AIFMD (“Operating Conditions”) bevat voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening door AIF-beheerders, en Sectie 4 van dat hoofdstuk (“Depositary”) geeft voorschriften ten aanzien van het aanstellen van een bewaarder van de activa van een AIF.⁴ Eén van de ESMA Task Forces is (was) belast met advies betreffende de aanstelling en de taken van een dergelijke bewaarder, inclusief het aansprakelijkheidsregime. Het ESMA rapport voor de Europese Commissie van 16 november 2011 bevat adviezen ten aanzien van het aanstellen van een bewaarder. Van de artikelen over bewaring van het Consultatiedocument Wft zal het Bgfo weer uitwerking bevatten.

De Wft bevat nu een aantal regels met betrekking tot het benoemen van bewaarders, en de AIFMD brengt in die regels verandering. In de Memorie van Toelichting wordt opgemerkt dat dit wijzigingen met zich mee zal brengen ten opzichte van de bestaande praktijk van beleggingsinstellingen,⁵ en dat is zeer zeker te verwachten. Eerst de regels uit de Wft – wat is de rol van een bewaarder daar?

Het bestaande voorschrift richt zich tot beheerders van (niet-vrijgestelde) beleggingsfondsen, zij moeten maatregelen treffen opdat:

- (a) de activa van het beleggingsfonds ten behoeve van de deelnemers worden verkregen door een van de beheerder onafhankelijke bewaarder; en
- (b) de bewaarder slechts met medewerking van de beheerder over de vermogensbestanddelen van het beleggingsfonds kan beschikken.⁶

3 Final report, ESMA’s technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive.

4 Artikel 21 AIFMD.

5 Memorie van Toelichting bij het Consultatiedocument Wft, p. 74.

6 Artikel 4:42 Wft.

Beleggingsfondsen zijn hier: niet in een beleggingsmaatschappij ondergebrachte vermogens waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen. Beleggingsfondsen zijn geen rechtspersonen, maar contractueel van aard - praktisch gesproken: fondsen voor gemene rekening of personenvennootschappen. Zij hebben een bewaarder nodig omdat een contract geen activa (of passiva) kan hebben.⁷ De bewaarder houdt vervolgens de eigendom ten behoeve van de deelnemers. Deze structuur zorgt ook voor vermogensscheiding. Zo wordt voorkomen dat andere crediteuren van de beheerder, of crediteuren van de afzonderlijke deelnemers, zich op het fondsvermogen kunnen verhalen.

De structuur die gebruikt wordt voor fondsen voor gemene rekening kan in voorkomende gevallen bestaan uit een BV die optreedt als beheerder, een stichting die optreedt als bewaarder (krachtens voorwaarden voor beheer en bewaring), waarbij de band met de beleggers (deelnemers; soms participanten genoemd) contractueel word gelegd. De stichting houdt de juridische eigendom van de activa en administreert het fondsvermogen. Een aparte rechtspersoon als houder van het fondsvermogen wordt ook gebruikt bij structuren die overigens niet onder de huidige verplichting in de Wft vallen om een bewaarder aan te stellen; bijvoorbeeld vrijgestelde structuren of beleggingsmaatschappijen. De wettelijke bepalingen over bewaarders noemen soms ook beleggingsinstellingen⁸ – alleen ligt daar geen verplichting een bewaarder te hebben. Ook bij contractuele fondsen in de vorm van een commanditaire vennootschap kan het aanstellen van een aparte rechtspersoon als juridisch eigenaar (al dan niet optredend als een beherend vennoot) uitkomst bieden ten aanzien van de juridische eigendom van de activa.⁹

De Wft bevat regels voor de bewaarder die samenhangen met zijn rol als juridisch eigenaar en met de vermogensscheiding. Ik noem enige voorbeelden:

- (a) Als bewaarder treedt slechts op een rechtspersoon met als enig statutair doel het bewaren van activa en het administreren van de goederen waar een belegginginstelling in belegt.¹⁰
- (b) De activa van een beleggingsfonds worden bewaard door een bewaarder die uitsluitend ten behoeve van het beleggingsfonds bewaart, indien op grond van het beleggingsbeleid van het desbetreffende beleggingsfonds een reëel risico bestaat dat het vermogen van het beleggingsfonds ontoereikend zal zijn voor voldoening van vorderingen die voortvloeien uit (i) schulden die verband houden met het beheren en bewaren van het fonds, en (ii) rechten van deelneming, en het

7 Het voor personenvennootschappen in andere situaties wel gebruikte alternatief van een gemeenschap van eigendom van alle beleggers is voor een fonds weinig praktisch. De beleggers zijn dan gezamenlijk mede eigenaar van de activa. Die moeten bij acquisitie of vervreemding juridisch meewerken. Dat kan deels weer worden opgelost met een volmacht door de beleggers, maar die vervalt bijvoorbeeld bij hun faillissement.

8 Artikel 4:43(1), 4:44(1) Wft.

9 Waar een fonds voor gemene rekening in de bestaande opzet in liquide activa belegt, bijvoorbeeld beursgenoteerde effecten, zal het niet de stichting bewaarder zijn die de directe eigenaar van de effecten is. De bewaarder kan een rekening aanhouden bij een custody bank, die kan weer aangesloten zijn bij een central securities depository.

10 Artikel 4:44(1) Wft.

- eigen vermogen van de bewaarder ontoereikend zal zijn voor voldoening van dergelijke vorderingen.¹¹
- (c) Het vermogen van een beleggingsfonds dient uitsluitend tot voldoening van vorderingen die voortvloeien uit schulden die verband houden met het beheer en het bewaren van het fonds, en rechten van deelneming. Daarbij geldt dan dat indien de vorderingen niet volledig uit het vermogen van het beleggingsfonds kunnen worden voldaan, het vermogen van de bewaarder ter voldoening van de vorderingen dient (en vervolgens van overige vorderingen).¹²

Deze bewaarder is veelal een op relatief simpele wijze vormgegeven entiteit, die normaal gesproken een beperkt takenpakket heeft.

2.2 *Benoeming; Consultatiedocument Wft*

De Richtlijn kent een verplichting voor iedere AIF-beheerder om een bewaarder aan te stellen.¹³ Het nieuwe voorschrift een bewaarder te benoemen is ook opgenomen in het Consultatiedocument Wft¹⁴ en richt zich tot iedere Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling. Een beheerder is degene die in de uitoefening van een beroep of bedrijf¹⁵ het beheer voert over een of meer beleggingsinstellingen.¹⁶ Een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling treft maatregelen opdat de activa van een door hem beheerde beleggingsinstelling ten behoeve van de deelnemers worden bewaard door een onafhankelijke bewaarder, die een rechtspersoon moet zijn. De bewaarder handelt in het belang van de beleggingsinstelling of de deelnemers.¹⁷

Het nieuwe voorschrift richt zich tot alle beleggingsinstellingen, of zij nu beleggingsfonds of beleggingsmaatschappij zijn.¹⁸

Ik merk daarbij wel op dat de definitie van “beleggingsinstelling” wordt aangepast. Onder beleggingsinstelling wordt begrepen namelijk een AIF als vermeld in de Richtlijn, in de vorm van een beleggingsfonds of in de vorm van een beleggingsmaatschappij.¹⁹ Een AIF als vermeld in de Richtlijn is een instelling voor collectieve belegging, met inbegrip van beleggingscompartimenten daarvan, die:²⁰

11 Artikel 4:44(2) Wft

12 Artikel 4:45(1) en (4) Wft.

13 Artikel 21(1) AIFMD.

14 Artikel 4:37h(1) Consultatiedocument Wft.

15 In het artikelsgewijze commentaar in de Memorie van Toelichting bij het Consultatiedocument Wft wordt onder verwijzing naar de Richtlijn tekst op dit punt uitgelegd dat alleen gaat om rechtspersonen waarvan de “normale werkzaamheden” bestaan uit beheren. Het gaat niet om incidentele beheersactiviteiten. De Richtlijn bepaalt: “AIFMs means legal persons whose regular business is managing one or more AIFs”, zie artikel 4((1)(b) AIFMD. De verwijzing naar “beroep of bedrijf” doet ook denken aan de vergelijkbare eis uit het noodlottige wetsvoorstel voor titel 7:13 (Vennootschap) BW voor een openbare vennootschap. Volgens de Memorie van Toelichting bij dat laatste wetsvoorstel, wordt daarmee tot uitdrukking gebracht dat het moet gaan om een regelmatige, min of meer duurzame maatschappelijke werkzaamheid (TK 2002-2003, 28 746, nr. 3, p. 50).

16 Artikel 1:1 Consultatiedocument Wft.

17 Artikel 4:37(e)(3) en 4:37h Consultatiedocument Wft.

18 Artikel 4:42 Wft en artikel 4:47h(1) Consultatiedocument Wft.

19 Artikel 1:1(5) Consultatiedocument Wft.

20 Artikel 4(1)(a) AIFMD.

- (a) bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt op dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen; en
- (b) niet vergunningplichtig is uit hoofde van de ICBE Richtlijn.

Een “beleggingsmaatschappij” is dan een rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of verkrijgt teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen, niet zijnde een maatschappij voor collectieve belegging in effecten. De nieuwe definitie van “beleggingsmaatschappij” sluit ICBE’s uit. De nieuwe definitie van “beleggingsfonds”, die hetzelfde zou moeten zijn als de huidige definitie, maar dan met uitsluiting van ICBE fondsen, heb ik niet kunnen vinden.

ICBE’s worden niet als beleggingsinstelling in de zin van de Richtlijn beschouwd, en in het Consultatiedocument Wft ook niet zo behandeld. Omdat de AIFMD regels anders zijn dan de regels voor ICBE’s, is ervoor gekozen om onderscheid te maken tussen een “alternatieve beleggingsinstelling” en een ICBE. Het in het opschrift van de Richtlijn gebruikte begrip “alternatieve beleggingsinstelling” komt in het Consultatiedocument Wft echter niet terug, dat zijn “beleggingsinstellingen”.

De “bewaarder” is degene die belast is met de bewaring van de activa van een beleggingsinstelling. De “bewaarder van een instelling voor collectieve belegging in effecten” is dan degene die belast is met de bewaring van de activa van een instelling voor collectieve belegging in effecten.

De belangrijkste artikelen uit de Wft die nu over bewaarders gaan, 4:42 tot en met 4:48 Wft, zullen voor het vervolg alleen slaan op bewaarders van ICBE’s, niet op bewaarders van beleggingsinstellingen-niet-zijnde-ICBE’s. Ik merk op dat uit het verslag van het Ministerie van Financiën met reacties op de marktconsultatie betreffende het Consultatiedocument van 28 november 2011 blijkt dat de verplichting de juridische eigendom van het fondsvermogen bij de bewaarder te plaatsen, ook voor ICBE’s mogelijk verdwijnt. Dat zou de charme van eenvoud hebben.

Zoals gezegd bevat de bestaande Wft een bepaling dat de activa van een beleggingsfonds onder omstandigheden worden bewaard door een bewaarder die uitsluitend ten behoeve van het beleggingsfonds bewaart.²¹ Een AIFMD bewaarder daarentegen, kan wel als zodanig voor een aantal belegginginstellingen optreden.²² Dat is niet zo vreemd gegeven de andere rol en eisen aan de identiteit van de AIFMD bewaarder. De Richtlijn bepaalt dat een beheerder voor iedere AIF een enkele bewaarder aanstelt.²³ Een AIF mag dus niet meer dan één bewaarder hebben. Dat is niet doorgevoerd in het Consultatiedocument Wft. Kennelijk is dat een waarborg uit de Richtlijn die voor het Consultatiedocument Wft onnodig werd geacht.

21 Artikel 4:44(2) Wft

22 Memorie van Toelichting Consultatiedocument Wft, p. 137.

23 Artikel 21(1) AIFMD.

Een zeer belangrijke verandering ten opzichte van de bestaande praktijk wordt ook al veroorzaakt doordat de nieuwe AIFMD regels inclusief de bewaarder voorschriften op een veel bredere groep beheerders/fondsen betrekking zullen hebben dan de huidige Wft voorschriften. Een naar verwachting aanzienlijk aantal partijen dat traditioneel zonder bewaarder opereert zal nu rekening dienen te houden met de regels. Dat geldt bijvoorbeeld voor besloten fondsen op wie de relevante bepalingen van de Wft niet van toepassing zijn, omdat zij rechten van deelneming aan minder dan 100 personen of aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers aanbieden,²⁴ of een minimum inleg vragen en van de drempelwaarde vrijstelling gebruik maken.²⁵ Er is ook veel discussie in de markt geweest, of het zinnig is de aanstelling van een bewaarder aan dit soort fondsen voor te schrijven.

2.3 *Onafhankelijkheid; Consultatiedocument Wft*

De nieuwe bewaarder is gezien de voorgestelde wetstekst ook “onafhankelijk”, maar de nieuwe wet kleurt dit niet meer met zoveel woorden in als onafhankelijkheid van de beheerder. De Memorie van Toelichting verduidelijkt wel dat dit betekent dat de beheerder niet de bewaarder kan zijn.²⁶

Ook is er een op de AIFMD gebaseerde regeling voor conflicterende belangen, waar de bewaarder ook een rol in speelt. Afgezien van enige andere incidentele wijzigingen noem ik:

Een bewaarder:

- (a) voert zijn werkzaamheden zorgvuldig en onafhankelijk uit;
- (b) handelt in het belang van de beleggingsinstelling of diens deelnemers.²⁷

Volgens de Richtlijn mag de prime broker van een AIF niet de bewaarder van dat AIF zijn, tenzij de bewaartaken functioneel en hiërarchisch van de prime broker taken gescheiden zijn, en potentiële belangen conflicten op behoorlijke wijze geïdentificeerd, beheerst, gemonitord worden, en de beleggers geïnformeerd worden. Ook delegatie door een bewaarder aan een prime broker is op dezelfde voorwaarden geoorloofd.²⁸

In het Consultatiedocument Wft is daarover te vinden dat een bewaarder van een beleggingsinstelling geen activiteiten zal verrichten waardoor een belangenconflict ontstaat tussen de beheerder, de beleggingsinstelling, diens deelnemers en de bewaarder, tenzij:

24 Artikel 1:12(1) Wft.

25 Artikel 5:3 Wft.

26 Memorie van Toelichting Consultatiedocument Wft, p. 137 – in overeenstemming met artikel 21(4)(a) van de Richtlijn.

27 Artikel 4:37e(3) Consultatiedocument Wft.

28 Artikel 21(4)(b) AIFMD.

- (a) de bewaarder de bewaaractiviteiten heeft afgescheiden van andere taken die niet verenigbaar zijn met bewaaractiviteiten;
- (b) mogelijke belangenconflicten worden geïdentificeerd, beheerst en gecontroleerd; en
- (c) de bewaarder de deelnemers in de beleggingsinstelling informeert over mogelijke belangenconflicten.²⁹

2.4 *Schriftelijk contract*

Met de bewaarder dient een schriftelijke overeenkomst inzake beheer en bewaring aan te worden gegaan. Dat geldt onder huidig recht, en onder het Consultatiedocument Wft. Bij amvb kunnen regels omtrent de inhoud daarvan gesteld worden.³⁰

Het Bgfo bevat nu al een lijst van zaken die in de tussen een beheerder en een bewaarder te sluiten overeenkomst, moeten worden bepaald, namelijk dat:

- (a) de bewaarder bij het bewaren in het belang van de deelnemers in de beleggingsinstelling optreedt;
- (b) de bewaring ten name van de beleggingsinstelling op een zodanige wijze geschiedt dat over de in bewaring gegeven activa slechts kan worden beschikt door de beheerder en de bewaarder tezamen;
- (c) de bewaarder de in bewaring gegeven activa slechts afgeeft tegen ontvangst van een verklaring van de beheerder waaruit blijkt dat afgifte wordt verlangd in verband met de regelmatige uitoefening van de beheerfunctie;
- (d) de bewaarder volgens het recht van de lidstaat waar de beleggingsinstelling haar zetel heeft jegens de beleggingsinstelling en de deelnemers aansprakelijk is voor door hen geleden schade voorzover de schade het gevolg is van verwijtbare niet-nakoming of gebrekkige nakoming van zijn verplichtingen, ook indien de bewaarder de bij hem in bewaring gegeven activa geheel of gedeeltelijk aan een derde heeft toevertrouwd;
- (e) indien bewijzen van rechten van deelneming worden afgegeven, deze bewijzen door de bewaarder worden ondertekend;
- (f) een Consultatiedocument door de beheerder tot wijziging van de tussen de beleggingsinstelling en de deelnemers geldende voorwaarden tezamen met de bewaarder wordt gedaan; en
- (g) indien de overeenkomst de activa van een instelling voor collectieve belegging in effecten betreft, dat de bewaarder:
 - (i) zich ervan vergewist dat het aanbieden, verkoop, inkoop en intrekking van alsmede terugbetaling op rechten van deelneming voor rekening van de beleggingsinstelling, overeenkomstig de wet of de statuten onderscheidenlijk het fondsreglement van de beleggingsinstelling geschieden;

²⁹ Artikel 4:37f(5) Consultatiedocument Wft.

³⁰ Artikel 4:43 Wft, 4:37h(2) en (3) Consultatiedocument Wft, artikel 116 Bgfo.

- (ii) zich ervan vergewist dat bij transacties met betrekking tot de activa van de beleggingsinstelling de tegenprestatie binnen de gebruikelijke termijnen wordt voldaan;
- (iii) zich ervan vergewist dat de opbrengsten van de beleggingsinstelling een bestemming krijgen in overeenstemming met de wet of de statuten onderscheidenlijk het fondsreglement van de beleggingsinstelling;
- (iv) zich ervan vergewist dat de waarde van de rechten van deelneming wordt berekend overeenkomstig de wet of de statuten onderscheidenlijk het fondsreglement van de beleggingsinstelling; en
- (v) de aanwijzingen van de beheerder dient uit te voeren, tenzij deze in strijd zijn met de wet of de statuten onderscheidenlijk het fondsreglement van de beleggingsinstelling.

Gezien de voorgenomen wijziging van artikel 4:43 Wft in het Consultatiedocument Wft zullen deze voorschriften in de toekomst alleen voor bewaarders van ICBE's gelden.

Wordt dit allemaal ook van toepassing op alternatieve beleggingsfondsen? Wie de bovenstaande lijst met onderwerpen uit het Bgfo afaaat, kan tot de volgende conclusies komen:

- (a) Het voorschrift dat de bewaarder in het belang van de deelnemers optreedt, komt terug in de Richtlijn³¹ en is ook te lezen in het Consultatiedocument Wft.³²
- (b)/(c) De voorschriften dat de beheerder en de bewaarder tezamen over de activa beschikken en deze slechts worden afgegeven tegen overlegging van een verklaring van de beheerder zijn typerend voor de situatie dat de bewaarder de juridische eigendom van de activa heeft, en verhouden zich dus minder goed met de taken van een AIF-bewaarder.
- (d) Het voorschrift betreffende aansprakelijkheid van de bewaarder jegens de beleggingsinstelling en de deelnemers voor schade valt samen met de bepalingen over aansprakelijkheid uit de Richtlijn, dat de bewaarder aansprakelijk is jegens het AIF of de beleggers voor alle verliezen die zij lijden als gevolg van de onbehoorlijke nakoming of niet-nakoming van zijn verplichtingen, door nalatigheid of moedwillig. De Richtlijn kent een specifieke regel dat bewaarder aansprakelijk is jegens het AIF of de beleggers voor het verlies (door de bewaarder of een derde) van financiële instrumenten die in custody werden gehouden. Dat zal allemaal geïmplementeerd worden in Nederlands recht met een verwijzing naar de gewone regels over tekortkoming in de nakoming van verbintenissen. (Zie voor deze onderwerpen verder paragraaf 6. *Aansprakelijkheid van de bewaarder*, onder.)
- (e)/(f) De voorschriften over bewijzen van rechten van deelneming en wijzigingen van de deelnemingsvoorwaarden komen niet terug in de AIFMD.

31 Artikel 21(10) AIFMD.

32 Artikel 4:37(h)(1) Consultatiedocument Wft.

- (g) De voorschriften ten aanzien van ICBE's³³ komen ook weer terug in de Richtlijn, en zullen hun weg naar AIFMD gereguleerde AIF-beheerders en bewaarders vinden via nieuwe aanpassingen van het Bgfo³⁴, zie paragraaf 3.4.

Indien de verplichting de juridische eigendom van het fondsvermogen bij de bewaarder te plaatsen ook voor ICBE's verdwijnt, komen er wellicht ook tot aanpassingen van het Bgfo op dit punt.

De Europese Commissie heeft in het kader van de Level 2 procedure advies aan ESMA gevraagd, en voorgesteld dat ESMA een model contract voor bewaarders van AIF's zou opstellen. ESMA heeft daar vanaf gezien, maar er is wel een lijst van mogelijke onderwerpen beschikbaar.³⁵ Uit de consultatieronde van ESMA is naar voren gekomen dat er consensus onder de respondenten zou zijn tegen een dergelijk model contract: Het zou niet vereist zijn door de Richtlijn, de commerciële vrijheid te veel beperken, geen recht doen aan de grote variëteit aan verschillende soorten AIF's en interpretatie problemen onder de diverse nationale regimes kunnen veroorzaken.

Conform de bestaande Wft bepalingen is het ook in het Consultatiedocument Wft de beheerder die met de bewaarder een overeenkomst aangaat. In de context van een fonds dat een contractuele vorm heeft is dat logisch, maar voor een fonds dat rechtspersoonlijkheid bezit is het eigenlijk ook wel goed denkbaar dat het fonds zelf (mogelijk weer vertegenwoordigt door de beheerder) de overeenkomst met de bewaarder sluit. Daarvoor kijkt men naar artikel 1:13(2) Wft / Consultatiedocument Wft, waarin bepaald is dat bepalingen betreffende beheerders van overeenkomstige toepassing zijn op beleggingsmaatschappijen die geen aparte beheerder hebben (al dan niet als ICBE).

3. Taken van een bewaarder; Consultatiedocument Wft

3.1 Bewaren

De nieuwe voorschriften zijn niet bedoeld om regels te geven voor de juridische eigendom van de activa van belegginginstellingen. Zij zijn dan ook eveneens van toepassing op AIF's die wel rechtspersoonlijkheid hebben. Een private equity fonds dat de vorm van een NV, BV of coöperatie heeft bijvoorbeeld, kan zelf eigenaar van de activa zijn, en moet niettemin een bewaarder aanstellen. De term "bewaarder" zal een andere betekenis krijgen in de wettelijke bepalingen over AIF bewaarders, dan in die over ICBE bewaarders – het gaat ook om een heel ander takenpakket.

³³ Artikel 22(3) van Richtlijn 2009/65/EG.

³⁴ Zie de Memorie van Toelichting Consultatiedocument Wft, p. 138.

³⁵ Zie het ESMA Consultation paper van juli 2011 en Final report van 16 november 2011, beide onder Hoofdstuk VI, Appointment of a depositary, onder 1, Contract evidencing the appointment of a depositary.

De Richtlijn somt een aantal typische taken van een bewaarder-nieuwe-stijl op. Deze zullen voor wat betreft de Nederlandse implementatie terechtkomen in het Bgfo.³⁶

Ruwweg gaat het erom dat de bewaarder let op het vermogen van het AIF, en er op let dat de voorschriften die gelden voor het AIF (uit de fonds documentatie, en uit de toepasselijke wet- en regelgeving) worden nageleefd.

Eerst de terminologie van de Richtlijn: De AIFMD noemt de bewaarder een “depository”. De taken van een depository zijn “cash monitoring” (kasgeld controle) en “safe-keeping”. Van dat laatste zijn weer twee varianten: één voor financiële instrumenten³⁷ genaamd “custody”, en één voor andere activa ook wel genaamd “record keeping”³⁸. Het is in het Nederlands doorgaans helaas allemaal “bewaren”. Het is daarbij de bedoeling dat er een definitie van financial instruments komt maar dat zal in de richting gaan van effecten, geldmarktinstrumenten, rechten van deelneming,³⁹ en other assets is dan *a contrario* al het andere.⁴⁰

3.2 Cash flow monitoring⁴¹

De eerste belangrijke groep taken van een AIFMD bewaarder is er voor te zorgen dat de kasstromen van AIF's naar behoren gecontroleerd worden.

Het komt in de sfeer van besloten fondsen (private equity, onroerend goed) met enige regelmaat voor dat de beleggingen zelf via nadere – al dan niet 100% gehouden - dochterondernemingen (SPVs) gestructureerd zijn, en de vraag is of de kasstromen van die entiteiten hier ook bedoeld worden. De AIFMD noemt “the AIF's cash flows”, en dat duidt op zichzelf op de geldstromen van het fonds zelf, niet de geldstromen van SPV. Voorts zal een groot deel van de kasstromen uit kleine bedragen bestaan, en het is goed denkbaar dat de controle door de bewaarder alleen op significante bedragen betrekking zal hebben.

De bewaarder zorgt er in het bijzonder voor dat alle betalingen van de beleggers bij de inschrijving op belangen in het AIF ontvangen zijn en dat alle contanten van het AIF geboekt worden op rekeningen die op naam van het AIF, op naam van de AIF-beheerder, of op naam van de bewaarder staan (en wel bij een centrale bank, vergunninghoudende kredietinstelling of bank waaraan in een derde land een vergunning is

36 Zie de transponeringstabel in de Memorie van Toelichting Consultatiedocument Wft, p. 90 en de laatste zin in de toelichting bij artikel 4:37(h) Consultatiedocument Wft op p. 138.

37 “Financial instruments” als bedoeld in bijlage I bij Richtlijn 2004/39/EG Deel C, en artikel 1:1 Wft.

38 Zie bijvoorbeeld het Final report van ESMA van 16 november 2011, Hoofdstuk V.III, Duties of the depository, Safekeeping, onder 6.

39 De Europese Commissie stelt gedelegeerde handelingen op om vast te stellen om wat voor soort financiële instrumenten het gaat, conform artikel 21(17)(c)(i) AIFMD – en ESMA geeft hierover advies. Waar ESMA aan denkt is: effecten, geldmarktinstrumenten, rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging (als bedoeld in bijlage I bij Richtlijn 2004/39/EG Deel C onder (1), (2) en (3)) en dan met name die instrumenten waar de depository de overdracht van kan gelasten, zie het Final report van ESMA van 16 november 2011, Hoofdstuk V.III, Duties of the depository, Safekeeping, onder 8.

40 Zie het Final report van ESMA van 16 november 2011, Hoofdstuk V.III, Duties of the depository, Safekeeping, onder 7.

41 Artikel 21(7) AIFMD.

verleend, of een vergelijkbare entiteit). (Als de rekening geopend is op naam van de bewaarder van het AIF, mogen eigen contanten van de bewaarder niet óók op deze rekening geboekt worden.)

Er is enige discussie in ESMA verband en in de markt of deze monitoring vooraf (“ex ante”) of achteraf (“ex post”) zou moeten geschieden. De Richtlijn spreekt in de verleden tijd (“that all payments (...) have been received and that all cash (...) has been booked”), en dit duidt op ex post monitoring. Dat zou voor veel transacties natuurlijk ook handiger zijn.

3.3 *Safe keeping; financial instruments and other assets*

Een tweede belangrijke groep taken van een AIFMD-bewaarder is safe-keeping.⁴² De Richtlijn maakt zoals gezegd onderscheid tussen safe-keeping van financiële instrumenten⁴³ (custody), en van overige activa (record keeping) – de activa kunnen daarbij enigszins cryptisch “van het AIF”, of “van de AIF-beheerder optredend voor het AIF” zijn.⁴⁴

De bewaarder zal custody houden van alle financiële instrumenten die op een financiële-instrumentenrekening in de boeken van de bewaarder kunnen worden opgenomen, alsook van alle financiële instrumenten die fysiek aan de bewaarder kunnen worden geleverd. Daartoe zorgt de bewaarder ervoor dat alle dergelijke financiële instrumenten in de boeken van de bewaarder worden geregistreerd op aparte rekeningen; deze aparte rekeningen zijn geopend op naam van het AIF, of op naam van de AIF-beheerder optredend voor het AIF, zodat te allen tijde duidelijk kan worden vastgesteld dat zij conform de toepasselijke wetgeving toebehoren aan het AIF. Of de financiële instrumenten juridisch eigendom van de bewaarder zijn, van het AIF (of van de beheerder voor het AIF), of nog weer een andere partij, zal van de omstandigheden afhangen. In het voorbeeld van een AIF met de vorm van een fonds voor gemene rekening dat in genoteerde effecten belegt, zou de bewaarder in de zin van de huidige Wft de stichting zijn, maar zal de bewaarder in de zin van AIFMD/het Consultatiedocument Wft de bank zijn.

Van de overige activa (bijvoorbeeld private equity, venture capital, direct onroerend goed, maar mogelijk ook cash en derivaten als swaps options, futures) dient de bewaarder na te gaan of het AIF, of de AIF-beheerder optredend namens het AIF, de eigenaar is van deze activa, en een register bij te houden van de activa waarvoor duidelijk is dat het AIF of de AIF-beheerder optredend namens het AIF, de eigenaar is. Bij de beantwoording van de vraag of het AIF, of de AIF-beheerder optredend namens het AIF, de eigenaar is, gaat de bewaarder uit van gegevens of documenten

⁴² Artikel 21(8) AIFMD.

⁴³ “Financial instruments” als bedoeld in bijlage I bij Richtlijn 2004/39/EG Deel C, en artikel 1:1 Wft.

⁴⁴ Ik kan me bij dat laatste in een Nederlandse context iets voorstellen als het fonds een commanditaire vennootschap is, en de beherend vennoot het vermogen juridisch houdt, verder praktisch gesproken eigenlijk niet.

die door het AIF of de AIF-beheerder verstrekt zijn en van extern bewijsmateriaal als dit voorhanden is. Daarbij rust een verplichting op de bewaarder ervoor te zorgen dat het register bijgehouden wordt. Er is onder deze AIFMD regels voor overige activa duidelijk geen sprake van dat de AIFMD bewaarder juridisch eigenaar is van de activa van het AIF, zoals de Wft nu voorschrijft. Het uitgangspunt van de Richtlijn is dat het AIF zelf eigenaar is, of dat de beheerder de eigenaar is voor het AIF. In de praktijk zal bijvoorbeeld een private equity fonds in de vorm van een rechtspersoon zelf de eigenaar van de portefeuille ondernemingen kunnen zijn. De AIFMD bewaarder ziet daar dan op toe.

3.4 *Andere taken*⁴⁵

De derde belangrijke groep taken van een AIFMD bewaarder is:

- (a) ervoor te zorgen dat de verkoop, de uitgifte, de inkoop, de terugbetaling en de intrekking van rechten van deelneming of aandelen in het AIF gebeuren in overeenstemming met het toepasselijk nationaal recht en met het reglement of de statuten van het AIF;
- (b) ervoor te zorgen dat de waarde van de rechten van deelneming of aandelen in het AIF worden berekend overeenkomstig de toepasselijke nationale wetgeving, het reglement of de statuten van het AIF en de in de artikel 19 van de Richtlijn vastgelegde procedures;
- (c) het uitvoeren van de aanwijzingen van de beheerder (tenzij deze in strijd zijn met de toepasselijke nationale wetgeving of het reglement of de statuten van het AIF);
- (d) zich ervan vergewissen dat bij transacties met betrekking tot de activa van het AIF de tegenwaarde binnen de gebruikelijke⁴⁶ termijnen wordt overgemaakt aan het AIF;
- (e) zich ervan vergewissen dat de opbrengsten van het AIF een bestemming krijgen die in overeenstemming is met de toepasselijke nationale wetgeving en met het reglement van het AIF of de statuten.⁴⁷

Het Bgfo bevat als gezegd nu al een voorschrift dat deze taken voor de bewaarder van een ICBE neergelegd worden in de schriftelijke overeenkomst met die bewaarder gesloten.

Een enkele opmerking over de waardering. De Richtlijn eist⁴⁸ dat eist dat een beheerder van een Nederlandse beleggingsinstelling de beleggers in kennis stelt van de intrinsieke waarde van een recht van deelneming, dit komt terug in het Consultatiedocument Wft, als volgt:⁴⁹

45 Artikel 21(9) AIFMD.

46 Het is voor allerlei categorieën activa nog maar de vraag of van gebruikelijke termijnen kan worden gesproken.

47 Waar in deze bepaling op diverse plaatsen van “reglementen en statuten” wordt gesproken gaat het in de Richtlijn zelf om “rules or instruments of incorporation”. Het is duidelijk dat een AIF in de vorm van een rechtspersoon andere documenten dan vennootschapsrechtelijke statuten kan hebben, en de vraag is dan welke in deze analyse moeten worden betrokken. Voor wat betreft een AIF in contractuele vorm zal het om vergelijkbare documenten moeten gaan – bijvoorbeeld een overeenkomst van commanditaire vennootschap of de voorwaarden van beheer en bewaring.

48 Artikel 19(3) AIFMD.

49 Artikel 4:37l(1)(c) Consultatiedocument Wft, krachtens lid 4 verder uit te werken bij amvb.

Een beheerder van een Nederlandse beleggingsinstelling:

- (a) heeft procedures met betrekking tot de waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen;
- (b) voert een waardering van de activa van de door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstellingen uit of ziet toe dat een waardering van de activa wordt uitgevoerd door een externe taxateur of de bewaarder; en
- (c) draagt er zorg voor dat de deelnemers die rechten van deelneming hebben verworven in een door hem beheerde Nederlandse beleggingsinstelling in kennis worden gesteld van de intrinsieke waarde per recht van deelneming.

Er is in de huidige regelgeving een verplichting voor financiële ondernemingen om informatie te verstrekken, en in het Bgfo is een verplichting te vinden voor een beheerder van een beleggingsinstelling om de waarde van de beleggingen te publiceren.⁵⁰

Hoe dat zal gaan bij closed end AIF's die niet in financiële instrumenten beleggen maar in moeilijker waardeerbare activa, is de vraag.

4. Wie kan bewaarder zijn

4.1 Rechtspersoon

De Richtlijn vereist niet dat de bewaarder een rechtspersoon is, maar het Consultatiedocument Wft doet dat wel.⁵¹ Dat is kennelijk geïnspireerd op de bestaande Wft voorschriften,⁵² maar men kan zich afvragen of dat gegeven de gewijzigde rol van de bewaarder wel noodzakelijk is. (Zou de taak niet evenzeer door een natuurlijk persoon vervuld kunnen worden? Het lijkt me dat de bewaar activiteit ook door een personenvennootschap vervuld zou kunnen worden – een beherend vennoot van een commanditaire vennootschap zou bewaarder kunnen zijn, economisch voor alle vennoten.)

4.2 Welke partijen

In overeenstemming met haar nieuwe rol stelt de nieuwe wetgeving overige, tamelijk strenge eisen aan wie als bewaarder kan optreden.⁵³

Volgens de nieuwe regeling kan een Nederlandse beheerder van een AIF als bewaarder slechts aanstellen:

50 Artikel 4:22(1) Wft en 50(2) Bgfo.

51 Artikel 4:37h Consultatiedocument Wft.

52 Artikel 4:44(1) Wft.

53 Artikel 4:37j en 4:37k Consultatiedocument Wft.

- (a) een bank met zetel in een lidstaat en een vergunning als bedoeld in de herziene Richtlijn banken;⁵⁴
- (b) een beleggingsonderneming met zetel in een lidstaat en vergunning als bedoeld in de Richtlijn markten voor financiële instrumenten,⁵⁵ die:
 - (i) voldoet aan artikel 20, eerste lid, van de herziene Richtlijn kapitaaltoereikendheid;⁵⁶
 - (ii) de nevendienst bewaring en beheer van financiële instrumenten voor rekening van cliënten, met inbegrip van bewaarneming en daarmee samenhangende diensten zoals contanten- of zekerhedenbeheer verricht; en
 - (iii) beschikt over een minimum eigen vermogen als bedoeld in artikel 9 van de herziene Richtlijn kapitaaltoereikendheid;
- (c) een andere rechtspersoon die voldoet aan hetgeen ingevolge de Wft is bepaald met betrekking tot bewaarders van de activa van ICBE's.

Als bewaarder van een niet-Europese beleggingsinstelling kan ook optreden een bank of beleggingsonderneming van dezelfde aard als onder (a) of (b) boven bedoeld, indien deze entiteit is onderworpen aan effectieve prudentiële regelgeving en toezicht (van dezelfde strekking) en dat daadwerkelijk uitgevoerd wordt. Zie overigens onder 4.4, *Locatie*.

Dat is een enigszins beperkte groep, maar er is overeenkomstig de Richtlijn voor de typisch besloten fondsen (denk aan schepen, vastgoed, private equity, venture capital) een ruimere regeling mogelijk. Bij algemene maatregel van bestuur worden regels gesteld met betrekking tot de bewaarder van beleggingsinstellingen:

- (a) waarbij door de deelnemers gedurende een periode van vijf jaar vanaf het tijdstip waarop de rechten van deelneming zijn verworven geen recht tot inkoop of terugbetaling van rechten van deelneming kan worden uitgeoefend;
- (b) die overeenkomstig hun beleggingsbeleid⁵⁷ over het algemeen niet beleggen in activa die in bewaring moeten⁵⁸ worden gegeven; of
- (c) die over het algemeen beleggen in uitgevende instellingen en niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen om controle⁵⁹ in deze instellingen te verkrijgen.

Zoals gezegd zullen de huidige bepaling dat als bewaarder slechts een rechtspersoon optreedt met als enig statutair doel het bewaren van activa en het administreren van de goederen waar een belegginginstelling in belegt, en de bepaling dat de activa van een beleggingsfonds worden bewaard door een bewaarder die uitsluitend ten behoeve van het beleggingsfonds bewaart, indien er een reëel risico bestaat dat het

54 Richtlijn 2006/48/EG.

55 Richtlijn 2004/39/EG.

56 Richtlijn 2006/49/EG.

57 De Richtlijn spreekt iets beperkter van "core investment policy", zie artikel 21(3), laatste paragraaf.

58 Dit betreft financiële instrumenten.

59 De Richtlijn spreekt iets beperkter van "potentially acquire control", zie artikel 21(3), laatste paragraaf.

vermogen van het beleggingsfonds ontoereikend zal zijn, alleen nog van toepassing zijn op bewaarders van ICBE's.⁶⁰

Hieruit blijkt ook al dat in de nieuwe opzet de bewaarder van een AIF een heel ander soort bewaarder is dan de bewaarder van een instelling voor collectieve belegging in effecten. Men zou van een bank bijvoorbeeld niet kunnen verwachten dat deze als enig statutair doel heeft het bewaren van activa en het administreren van de goederen van een beleggingsinstelling, of uitsluiten dat zij voor meer dan één enkel fonds optreedt. Ook de bepaling van de Wft dat het vermogen van een beleggingsfonds uitsluitend dient tot voldoening van schulden verband houdende met beheer en bewaring en rechten van deelneming, en de bepaling dat indien deze niet volledig uit het vermogen van het beleggingsfonds kunnen worden voldaan, het vermogen van de bewaarder ter voldoening van de vorderingen dient, zouden vreemd zijn voor een AIF bewaarder.

4.3 *Structuur wijzigingen*

Er bestaat wel een zorg dat bestaande structuren voor wat betreft bewaring (stichtingen bewaarders bij fondsen voor gemene rekening, trustkantoren die administratie en bewaardiensten bieden) niet in stand kunnen blijven onder de nieuwe regels.

Het is in dat opzicht hoopgevend dat in de transponeringstabel van bepalingen en de Richtlijn en het Consultatiedocument Wft opgenomen in de Memorie van Toelichting te lezen valt dat van alle mogelijkheden die de Richtlijn biedt met betrekking tot specifieke bewaardersreglementen gebruik wordt gemaakt, en dat deze mogelijkheden meer maatwerk voor de praktijk bieden. De Memorie bevestigt⁶¹ dat bij algemene maatregel van bestuur regels gesteld zullen worden ten behoeve van de mogelijkheid van een andersoortige instelling de taken van de bewaarder voor de "besloten" beleggingsinstellingen⁶² te laten uitvoeren. In deze regels zal in ieder geval worden bepaald dat de bewaarder dit doet in het kader van haar beroeps- of bedrijfsuitoefening en dat deze instelling in dat kader verplicht is ingeschreven in een wettelijk erkend beroepsregister of moet voldoen aan wettelijke of bestuursrechtelijke bepalingen of regels inzake beroepsmoraal. Ook is van belang dat de instelling voldoende financiële waarborgen en vakbekwaamheid heeft zodat de relevante taken daadwerkelijk uitgevoerd kunnen worden.

Waar moet men aan denken? In de overwegingen bij de Richtlijn (nummer 34) staat dat de lidstaten in ieder geval "a notary, a lawyer, a registrar" toe zouden moeten kunnen laten tot deze taak. Of Nederlandse notarissen en advocaten daarvoor in aan-

60 Artikel 4:44(1) (2) Consultatiedocument Wft

61 Op p. 139, dat is geheel vergelijkbaar met wat de Richtlijn vraagt in artikel 21(3), laatste paragraaf. Zie overigens ook in deze zin het verslag van het Ministerie van Financiën van 28 november 2011 ter zake van de markt consultatie.

62 De instellingen die vijf jaar closed-end zijn, die overeenkomstig hun beleggingsbeleid over het algemeen niet beleggen in activa die in bewaring moeten worden gegeven; of die over het algemeen beleggen om controle te verkrijgen.

merking zullen komen, daarvoor geëquipeerd zijn, of zich daartoe geroepen voelen, dat is de vraag. De wijzigingsvoorstellen van het Bgfo zullen hier voor het overige de weg wijzen.

De nieuwe vereisten voor bewaarders hebben denk ik niet zonder meer tot gevolg dat AIF's hun structuur moeten wijzigen. Bijvoorbeeld: een fonds voor gemene rekening dat gebruikt maakt van een stichting als juridisch eigenaar van de activa, kan dat blijven doen. (Ook als de verplichting een juridisch eigenaar-bewaarder aan te stellen verdwijnt, kan dat zo blijven – afhankelijk van de nieuwe bepalingen in het Consultatiedocument Wft terzake.) Maar de stichting zal zich aan nieuwe regels moeten houden, en voorzover het in financiële instrumenten belegt, zal die stichting aan de nieuwe vereisten moeten voldoen⁶³, of zal de beheerder naast de stichting een weer andere partij als AIFMD bewaarder moeten aanstellen. Dat laatste kan natuurlijk deels als een doublure ervaren worden, maar het laat de bestaande juridische structuur voor een groot deel in stand.

4.4 *Locatie*

Ten aanzien van de locatie wordt vereist dat een Nederlandse beheerder als bewaarder van een Europese beleggingsinstelling slechts een bewaarder aanstelt die is gevestigd in de lidstaat van herkomst van de beleggingsinstelling.

Een Nederlandse beheerder stelt als bewaarder van een niet-Europese beleggingsinstelling slechts aan een bewaarder die is gevestigd:

- (a) in de staat waarin de beleggingsinstelling is gevestigd; of
- (b) in de lidstaat van herkomst van de beheerder.⁶⁴

In het Bgfo worden nadere regels gesteld met betrekking tot bewaarders van niet-Europese beleggingsinstellingen (zonder vergunning, registratie of zetel in een lidstaat van de EU), aangesteld door Nederlandse beheerders. Het gaat om banken of beleggingsondernemingen onderworpen aan effectieve prudentiële regelgeving en toezicht, gevestigd in een derde land. In de AIFMD is te zien dat aan de volgende voorwaarden zal moeten zijn voldaan:

- (a) de autoriteiten van de lidstaten waarin het AIF zal worden verhandeld (of als dat andere zijn, de autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de AIF-beheerder), hebben samenwerkings- en gegevens uitwisselings-overeenkomsten gesloten met de autoriteiten die bevoegd zijn ten aanzien van de bewaarder;
- (b) de bewaarder is onderworpen aan effectieve prudentiële regelgeving, inclusief minimumkapitaalvereisten, en toezicht dat dezelfde strekking heeft als het Unierecht en dat daadwerkelijk wordt uitgevoerd;
- (c) het derde land waar de bewaarder gevestigd is, staat niet op de lijst van niet-coöperatieve landen en gebieden van de Financiële Actiegroep (Financial Action Task Force) tegen witwassen van geld en terrorismefinanciering;

⁶³ Bijvoorbeeld als ICBE, zie Memorie van Toelichting Consultatiedocument Wft, p. 139.

⁶⁴ Artikel 4:37(k)(1) en (2) AIFMD.

- (d) de lidstaten waar het AIF zal worden verhandeld (of als dat een andere is, de lidstaat van herkomst van de AIF-beheerder) hebben een overeenkomst gesloten met het derde land waar de bewaarder gevestigd is die volledig voldoet aan de normen van artikel 26 van het OESO-Modelverdrag inzake belasting en die een doeltreffende informatie-uitwisseling betreffende fiscale aangelegenheden, inclusief eventuele belastingovereenkomsten, waarborgt;
- (e) de bewaarder heeft een overeenkomst waaronder deze aansprakelijk is jegens het AIF of jegens de beleggers, conform de Richtlijn normen.⁶⁵

5 Aansprakelijkheid en uitbesteding

5.1 Aansprakelijkheid, Richtlijn bepalingen

Er is bij het tot stand komen van de Richtlijn vrij veel te doen geweest omtrent de aansprakelijkheid van de AIFMD bewaarder.

De Richtlijn bepaalt nu dat de bewaarder aansprakelijk is jegens het AIF of de beleggers voor het verlies (door de bewaarder of een derde) van financiële instrumenten die in custody werden gehouden. Deze aansprakelijkheid zal dus normaal gesproken niet op bewaring van private equity, direct vastgoed, en dergelijke slaan. De bewaarder zal bij verlies met gerede spoed een identiek financieel instrument (of een overeenkomstig aantal) aan het AIF of de beheerder geven. De bewaarder is niet aansprakelijk als hij bewijst dat het verlies het resultaat is van een “externe gebeurtenis buiten zijn redelijke controle, waarvan de gevolgen onafwendbaar waren ondanks alle redelijke inspanningen” om het verlies te voorkomen. De bewaarder is ook aansprakelijk jegens het AIF of de beleggers voor alle andere verliezen die zij lijden als gevolg van de onbehoorlijke nakoming of niet-nakoming van zijn verplichtingen uit hoofde van de Richtlijn, door nalatigheid of moedwillig (“negligent or intentional failure to properly fulfill”).⁶⁶

De beleggers kunnen direct de aansprakelijkheid van de bewaarder invoeren, of indirect door tussenkomst van de beheerder, afhankelijk van de juridische relatie tussen de bewaarder, de beheerder en de beleggers.⁶⁷

Er zullen gedelegeerde handelingen zijn op een aantal van deze punten, bijvoorbeeld met betrekking tot de voorwaarden waaronder financiële instrumenten geacht worden verloren te zijn, en wat moet worden verstaan onder “externe gebeurtenis buiten zijn redelijke controle, waarvan de gevolgen onafwendbaar waren ondanks alle redelijke inspanningen”.⁶⁸

⁶⁵ Artikel 21(6) AIFMD.

⁶⁶ Artikel 21(12) AIFMD.

⁶⁷ Artikel 21(15) AIFMD.

⁶⁸ Artikel 21(17)(f) en (g) AIFMD.

5.2 *Aansprakelijkheid, Wft bepalingen*

De gewone verplichting tot schade vergoeding bij niet-nakoming van artikel 6:74 BW wordt geacht de aansprakelijkheids-materie uit de Richtlijn te dekken, en die is (afgezien van de bepaling over uitbesteding) niet in het Consultatiedocument Wft wordt opgenomen.⁶⁹

Voor wat betreft de disculpatie-mogelijkheid voor de bewaarder om aan te tonen dat een verlies van financiële instrumenten het gevolg is van een externe gebeurtenis waarover deze redelijkerwijs geen controle had, zal de bewaarder een beroep moeten doen op de overmacht bepaling van artikel 6:75 BW als het verlies onvermijdelijk was, ondanks alle inspanningen om het verlies te verhinderen. Wel zal bij nadere regelgeving worden ingevuld wanneer sprake is van verlies van financiële instrumenten.

Ook de mogelijkheid voor de beleggers om direct de aansprakelijkheid van de bewaarder in te roepen, of indirect door tussenkomst van de beheerder, zou geen implementatie behoeven, omdat in het Nederlandse recht deze situaties al mogelijk zijn, afhankelijk van de juridische relatie tussen de bewaarder, de beheerder en de beleggers.

5.3 *Uitbesteding, Richtlijn bepalingen*

Er is een algemeen verbod in de Richtlijn voor de bewaarder om zijn taken uit te besteden aan derden, behalve voor zover het betreft “safe-keeping” (custody van financiële instrumenten en record keeping van overige activa).⁷⁰ Die uitbesteding is dan onderworpen aan een aantal voorwaarden:

- (a) De uitbesteding mag niet tot doel hebben om de vereisten van de Richtlijn te ontlopen.
- (b) De bewaarder moet kunnen aantonen dat er een objectieve reden voor de uitbesteding is.
- (c) De bewaarder dient de nodige vaardigheid, zorg en zorgvuldigheid aan de dag te leggen bij de selectie en benoeming van degene aan wie een taak wordt uitbesteed, en bij de periodieke evaluatie en de voortdurende monitoring van deze partij en de maatregelen die deze treft ter zake van de uitbesteedde taken.
- (d) De bewaarder dient er zorg voor te dragen dat de derde partij te allen tijde:
 - (i) over structuren en expertise beschikt die adequaat en proportioneel zijn gegeven de aard en complexiteit van de activa die bewaard moeten worden;
 - (ii) voor zover het gaat om custody van financiële instrumenten, het voorwerp is van effectieve prudentiële regelgeving, inclusief minimum kapitaalsvereisten, alsmede toezicht in de desbetreffende staat en periodieke externe controle om te zorgen dat deze de desbetreffende financiële instrumenten daadwerkelijk houdt;

⁶⁹ Bij artikel 4:37i Consultatiedocument Wft, p. 138.

⁷⁰ Artikel 21(11) AIFMD.

- (iii) de activa van de client van de bewaarder (het AIF) afgescheiden houdt van zijn eigen activa en van de activa van de bewaarder, zodanig dat deze altijd geïdentificeerd kunnen worden als toebehorend aan cliënten van de (een bepaalde) bewaarder;
- (iv) geen gebruik maakt van de activa zonder voorafgaande goedkeuring van het AIF (of de beheerder) en voorafgaande mededeling aan de bewaarder;
- (v) voldoet aan een aantal algemene vereisten dat de Richtlijn ter zake van safe-keeping stelt.⁷¹

Opmerking verdient nog dat de derde weer mag sub-delegeren, onder dezelfde voorwaarden.

De bewaarder blijft aansprakelijk bij uitbesteding van de taken, maar kan zich disculperen voor aansprakelijkheid bij verlies van financiële instrumenten door een derde (bij uitbesteding, dus) als hij bewijst dat:

- (a) de uitbesteding aan de vereisten van de Richtlijn heeft voldaan;
- (b) er een geschreven overeenkomst is tussen de bewaarder en derde waarin de aansprakelijkheid van de bewaarder uitdrukkelijk bij de derde neergelegd wordt, en het AIF, de beheerder (voor het AIF) of de bewaarder (voor het AIF of voor de beheerder) een vordering geeft tegen de derde met betrekking tot het verlies; en
- (c) er een geschreven overeenkomst is tussen de bewaarder en het AIF of de beheerder (voor het AIF) waarin de bewaarder uitdrukkelijk de mogelijkheid wordt gegeven zich te disculperen, en waarin een objectieve reden voor een dergelijke disculpatie wordt vastgesteld.⁷²

5.4 *Uitbesteding, Wft bepalingen*

Onder de Wft kan een financiële onderneming (inclusief een bewaarder) werkzaamheden uitbesteden aan een derde, en er zijn allerlei nadere regels in dat verband, bijvoorbeeld voor risico beheersing.⁷³

Hoe wordt de AIFMD regels aangaande uitbesteding geïmplementeerd in het Consultatiedocument Wft? In artikel 4:16 Wft zal een verwijzing komen naar “bewaarders” – dan geldt het artikel en gelden de nadere voorschriften in het Bgfo ook voor AIF-bewaarders. Als ik het goed zie dan anticipeert het Consultatiedocument Wft niet op een aanpassing van het Bgfo in dat verband (een aanpassing om de AIF-bewaarder te ontheffen van regels van Hoofdstuk 6 Bgfo, en in plaats daarvan de regels van de Richtlijn aangaande delegatie van bewaar taken op te nemen voor een AIF-bewaarder, bijvoorbeeld).

Het Consultatiedocument Wft bepaalt wel dat indien een bewaarder werkzaamheden uitbestedt als bedoeld in artikel 4:16 Wft, hij zijn aansprakelijkheid voor verlies

⁷¹ Te weten in artikel 21(8) en (10) AIFMD.

⁷² Artikel 21(13) AIFMD.

⁷³ Artikel 4:16 Wft en Hoofdstuk 6 Bgfo.

van de in bewaring gegeven financiële instrumenten jegens de beleggingsinstelling of de beheerder slechts kan uitsluiten indien:⁷⁴

- (a) hij een schriftelijke overeenkomst met de derde die de uitbestede werkzaamheden verricht, heeft gesloten waarin zijn aansprakelijkheid voor tekortkomingen van de derde wordt uitgesloten en op grond waarvan de beleggingsinstelling, de beheerder of de bewaarder namens hen, op dezelfde voet als waarin oorspronkelijk de bewaarder kon worden aangesproken, de derde kan aanspreken wegens schade door dat verlies; en
- (b) hij een schriftelijke overeenkomst met de beleggingsinstelling of de beheerder heeft gesloten waarin deze instemt met de uitsluiting van de aansprakelijkheid van de bewaarder, waarin een objectieve reden voor die uitsluiting is opgenomen en, indien van toepassing, op grond waarvan hij namens de beleggingsinstelling of de beheerder de derde voor de schade kan aanspreken.

6. Bewaarneming

6.1 Bewaarneming in het BW

Men kan zich afvragen in hoeverre de regeling met betrekking tot bewaarneming uit titel 9 van boek 7 BW van toepassing is op de taken van een bewaarder in de zin van de Richtlijn.

Allereerst is het van belang om vast te stellen dat het in artikel 7:600 BW om zaken gaat, voor menselijke beheersing vatbare stoffelijke objecten – roerende en onroerende. Titel 9 is niet van toepassing op vermogensrechten.⁷⁵

In de parlementaire geschiedenis van artikel 7:600 BW is met betrekking tot de reikwijdte van dit artikel het volgende opgemerkt:

“Uit het ontworpen artikel volgt dat individueel dezelfde zaak als die welke in bewaring werd gegeven, moet worden teruggegeven. De eerste afdeling bestrijkt dus niet het zogenaamde *depositum irregulare*. Hieronder verstaat men een bewaarneming van vervangbare zaken (meestal effecten of geld), waarbij de bewaarnemer niet individueel dezelfde zaken welke hij ontving, behoeft terug te geven, doch kan volstaan met teruggave van een zelfde hoeveelheid zaken van dezelfde soort.”

“Een open bewaarneming van effecten door een bank is derhalve in beginsel bewaarneming, maar indien, zoals vaak gebeurt, de bank het recht tot nummervisseling heeft bedongen, geldt zij niet als bewaarneming in de zin van het hier besproken artikel, want de overeenkomst schept voor de bank niet de verplichting tot bewaren en teruggeven van individueel dezelfde stukken als die welke zij ontving, doch slechts de verplichting tot teruggave van stukken van dezelfde soort.”⁷⁶

74 Artikel 4:37i Consultatiedocument Wft.

75 Zie ook Asser/van Schaick 5-IV 2010/ nr. 121, en kamerstukken 27 164, 1999-2000 m.b.t. de Wet giraal effectenverkeer

76 Parlementaire Geschiedenis Boek 7, p. 391 e.v.

Voor de toepasselijkheid van titel 7:9 BW is dus verder bepalend in hoeverre individueel dezelfde zaak als die welke in bewaring werd gegeven moet worden terugggegeven.⁷⁷ Per geval moet dan bepaald worden of de overeenkomst strekt tot teruggave van individueel dezelfde zaak. Anders gezegd, het criterium behelst de vraag of de betreffende zaak vervangbaar is.

6.2 Toepasselijkheid op financiële instrumenten en overige activa

Artikel 7:600 e.v. BW zijn niet van toepassing op financiële instrumenten om twee redenen. Ten eerste omdat het bij financiële instrumenten gaat om vermogensrechten en niet om zaken. Ten tweede vallen financiële instrumenten in beginsel onder het *depositum irregulare* nu zij doorgaans vervangbaar zijn. Artikel 7:600 BW zou echter wel van toepassing kunnen zijn op de bewaring van de materiële verschijningsvorm van een financieel instrument indien dat er is - bijvoorbeeld het papier waarin het vermogensrecht besloten ligt.⁷⁸

Ten aanzien van overige activa ligt het enigszins anders omdat dit zowel zaken als vermogensrechten kunnen zijn. Voor zover het een vermogensrecht betreft geldt dezelfde redenering als hiervoor en is titel 7:9 BW dus niet van toepassing. Als het bij overige activa wel om een zaak gaat, dan zou de afdeling van toepassing kunnen zijn. Dat lijkt echter conceptueel gezien niet juist waar de regels in de Richtlijn voor wat betreft de overige activa op verificatie en registratie zien, dit betreft dus inhoudelijk een heel andere activiteit dan bewaarneming als in artikel 7:600 BW, waarbij de zaak aan de bewaarnemer wordt toevertrouwd.

Safekeeping in de zin van de Richtlijn is niet hetzelfde als wat nu “bewaren” is in de Wft, maar in de Wft regels zien evenmin op bewaarneming. Het gaat bij de bewaring als genoemd in de Wft om een overeenkomst van beheer en bewaring, niet om bewaarneming. Titel 7:9 is ook van regelend recht en afwijking is toegestaan.⁷⁹

7. Conclusies

De Wft bevat nu een aantal regels over bewaarders. Die regels zien er onder meer op dat beheerders van (niet-vrijgestelde) beleggingsfondsen maatregelen moeten treffen opdat de activa van het beleggingsfonds ten behoeve van de deelnemers worden verkregen door een van de beheerder onafhankelijke bewaarder, en dat de bewaarder slechts met medewerking van de beheerder over de vermogensbestanddelen van het beleggingsfonds kan beschikken. Beleggingsfondsen zijn contractueel van aard, en in de praktijk zijn dat fondsen voor gemene rekening of personenvennootschappen. Zij hebben een bewaarder nodig omdat een contract geen activa (of passiva) kan hebben. De bewaarder

⁷⁷ Zie ook Asser/van Schaick en Rank in de bundel ‘Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht’

⁷⁸ Asser/Van Schaick 5-IV 2010/nr. 121

⁷⁹ Kamerstukken 28 998, 2002-2003

houdt vervolgens de eigendom ten behoeve van de deelnemers. Deze structuur zorgt voor vermogensscheiding. De regels voor bewaarders zijn verder in wezen beperkt.

De AIFMD introduceert echter een heel nieuw soort bewaarder. De nieuwe voorschriften zijn niet bedoeld om regels te geven voor de juridische eigendom van de activa van belegginginstellingen. Zij zijn van toepassing op beleggingsinstellingen, of deze nu contractueel van aard zijn, of rechtspersoonlijkheid bezitten. Een private equity fonds dat de vorm van een NV, BV of coöperatie heeft bijvoorbeeld, kan zelf eigenaar van de activa zijn, en moet niettemin een AIFMD-type bewaarder aanstellen. Ruwweg gaat het erom dat de bewaarder let op het vermogen van het AIF, en er op let dat de voorschriften die gelden voor het AIF (uit de fonds documentatie, en uit de toepasselijke wet- en regelgeving) worden nageleefd.

In overeenstemming met de nieuwe rol van de bewaarder zullen er ook nieuwe strenge eisen zijn ten aanzien van wie als bewaarder kan optreden. Een Nederlandse beheerder van een AIF zal als bewaarder slechts kunnen aanstellen: een vergunninghoudende bank met zetel in een lidstaat, een vergunninghoudende beleggingsonderneming met zetel in een lidstaat, of andere rechtspersoon die voldoet aan hetgeen ingevolge de Wft is bepaald met betrekking tot bewaarders van de activa van ICBE's. Er is dan overeenkomstig de Richtlijn voor de typisch besloten fondsen (bijvoorbeeld schepen, vastgoed, private equity, venture capital) een ruimere regeling mogelijk. Bij algemene maatregel van bestuur worden daarover nog regels gesteld. Regels die de Nederlandse trustkantoren een rol zouden geven, zouden een deel van de huidige praktijk faciliteren.

Kort gezegd is een bewaarder niet meer een SPV die een formele rol speelt bij vermogensscheiding en juridische eigendom, maar een institutionele partij die over de schouders van de beheerder kijkt om te zien of alles volgens de regels gaat. Dat kost natuurlijk geld en tijd, en levert vast en zeker nieuwe interne procedures op bij de nieuwe bewaarders, potentieel vertraging bij de uitvoering van transacties door beheerders, en dergelijke. De tijd zal leren of dat allemaal in verhouding staat tot de voordelen.

Informatieverplichtingen voor beheerders van beleggingsinstellingen bij een controlerend belang

Prof. mr. J.B. Huizink

1. Inleiding

Indien alternatieve beleggingsinstellingen of alternative investment funds (verder ook te noemen abi of aif) een controlerend belang verwerven in een beursgenoteerde of niet-beursgenoteerde uitgevende instelling komen op de beheerders van die instellingen verschillende verplichtingen jegens die uitgevende instellingen, hun aandeelhouders en werknemers en jegens de toezichthouder AFM te rusten. Deze verplichtingen zullen blijkens het consultatiedocument worden opgenomen in § 4.3.1.4.a en § 4.3.1.4.b. van de Wft. Het consultatiedocument bevat het concept wetsvoorstel tot wijziging van de Wft, het BW en de WED ter implementatie van de AIFM Richtlijn¹ met memorie van toelichting. Deze bijdrage heeft betrekking op een klein maar belangrijk onderdeel van de richtlijn.² Een onderdeel ook dat in nauwe relatie staat tot belangrijke onderdelen van het vennootschaps- en ondernemingsrecht, zoals corporate governance en kapitaalbescherming.

Het ter consultatie aangeboden concept wetsvoorstel met toelichting ademt de sfeer van het Ministerie van Financiën: concreet, snel (de consultatie werd geopend op 19 augustus 2011, nog geen tweeëneenhalve maand na vaststelling van de definitieve richtlijn) maar soms met weinig juridische diepgang. Bij verschillende onderdelen krijgt men de indruk dat een bepaling in het wetsvoorstel is opgenomen “omdat het in de richtlijn staat”. Dat vormt natuurlijk een goede redengeving, maar in het kader van de toelichting heeft de lezer vaak behoefte aan meer. De richtlijn (zonder toelichting, maar met uitvoerige prealabele overwegingen) biedt dikwijls meer dan het concept wetsvoorstel met toelichting. Ter verontschuldiging zij aangevoerd dat veel onderwerpen van de richtlijn nadere regelgeving behoeven op Level 2 binnen het zogeheten Lamfalussy-kader. Aan die nadere regelgeving wordt op dit moment gewerkt. Zie ook de bijdrage van Spoor.

1 Richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) Nr. 1060/2009 en (EU) Nr. 1095/2010 (PbEU L 174).

2 Zie over de reikwijdte van de richtlijn de bijdrage van Spoor in dit cahier.

Desalniettemin valt het naar mijn mening moeilijk te billijken dat het consultatiedocument soms juridisch nogal wringt. Zie bijvoorbeeld art. 4:37r en art. 4:37x van het voorstel die onder meer een omschrijving geven van het begrip aandeel. Voor zover van belang:

- “In deze paragraaf (...) wordt, indien van toepassing in afwijking van artikel 1:1, verstaan onder:
- a. aandeel:
 - 1°. een verhandelbaar aandeel (...);
 - 2°. een certificaat van een aandeel of een ander met een certificaat van een aandeel gelijk te stellen verhandelbaar waardebewijs; of
 - 3°. elk ander door een rechtspersoon, vennootschap of instelling (...) uitgegeven verhandelbaar waardebewijs dat gelijk te stellen is met onderdeel 1° of 2°;”

Een omschrijving die elke jurist de tenen doet krommen. Aandelen en certificaten van aandelen zijn rechten (lidmaatschapsrechten respectievelijk vorderingsrechten). Van dat recht kan een document worden opgemaakt, zoals een aandeelbewijs, dat tot bewijs van het recht kan dienen. Recht en bewijsstuk zijn echter niet met elkaar gelijk te stellen. Dat leren rechtenstudenten in het eerste jaar van hun studie.³ De wet bepaalt voor de besloten vennootschap (BV) nota bene in art. 2:175 lid 1 BW dat aandeelbewijzen niet worden uitgegeven.⁴

2. Beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd

Het concept wetsvoorstel maakt een onderscheid tussen informatieverplichtingen c.a. met betrekking tot beursgenoteerde en met betrekking tot niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen. Voor de laatste moet men volgens het concept wetsvoorstel naar § 4.3.1.4.a Wft en voor de beursgenoteerde ondernemingen naar § 4.3.1.4.b Wft. De titel van beide paragrafen verschilt ook, in die zin voege dat het ten aanzien van niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen gaat om “informatieverplichtingen betreffende controle of zeggenschap”, terwijl het bij beursgenoteerde uitgevende instellingen slechts gaat om “informatieverplichtingen betreffende zeggenschap”. Dat verschil heeft te maken met al in eerdere Europese richtlijnen opgenomen regelgeving met betrekking tot beursgenoteerde uitgevende instellingen. Ik noem de overnamerichtlijn en de transparantierichtlijn. Voor Nederland gaat het dus enerzijds om niet-genoteerde kapitaalvennootschappen (NV's en BV's) en anderzijds om beursvennootschappen die zijn “toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt”.

Ook bij de vraag of er sprake is van controle en/of zeggenschap moet een onderscheid gemaakt worden tussen controle in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen en controle in uitgevende instellingen waarvan de aandelen zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt. De criteria voor de beoordeling van de vraag of er sprake is van controle verschillen namelijk voor beide soort uitge-

³ Het gaat hier evenwel om een kennelijk hardnekkig Wft-fenomeen, vgl. de definitie van effecten in art. 1:1 Wft.

⁴ Zie RVO (2011) nr. 62.

vende instellingen. Alvorens daar nader op in te gaan, wijs ik er op dat het concept wetsvoorstel, zoals ik in de vorige alinea aangaf, ten aanzien van de niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen in de titel van § 4.3.1.4.a. in tegenstelling tot de titel van § 4.3.1.4.b niet alleen spreekt van controle maar van “controle of zeggenschap”. Kijkt men vervolgens naar de in definitiebepalingen art. 4:37r en art. 4:37x opgenomen omschrijvingen, dan keert het begrip zeggenschap daar niet terug. Ik denk dat we aan de toevoeging “of zeggenschap” - taalkundig kennelijk als alternatief van controle - maar beter geen betekenis moeten toekennen. Zeggenschap immers heeft elke aandeelhouder met stemrecht. De term zeggenschap is er kennelijk ingeslopen door het gebruik daarvan in de Nederlandse tekst van de Richtlijn waar in art. 26 gesproken wordt in termen van zeggenschap over niet-beursgenoteerde ondernemingen en zeggenschap gedefinieerd wordt op een manier die ongeveer gelijk is aan die van controle in het concept wetsvoorstel. Ik kom daar nog op terug. De zeggenschap in beursgenoteerde ondernemingen wordt in dezelfde AIFM Richtlijn omschreven met een referentie aan art. 5 lid 3 van de Richtlijn openbaar overnamebod.⁵ In die laatste richtlijn gaat het overigens eveneens om - nader omschreven - zeggenschap in plaats van om controle zoals in het concept wetsvoorstel. Daar staat natuurlijk tegenover dat de Engelse tekst van de respectieve richtlijnen het heeft over “control” en dat begrip vervolgens relateert aan “voting-rights”. Alles overziend zou ik er voor willen pleiten om noch de term controle noch de term zeggenschap in de implementatiewetgeving te hanteren, maar het in navolging van de 5:70 e.v. Wft te houden op het fraaiere “overwegende zeggenschap” en dat vervolgens voor beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde vennootschappen nader te omschrijven. Omdat dit stuk over het concept wetsvoorstel gaat zal ik niettemin in het hiernavolgende van controle blijven spreken.

3. Controle

Wat is dan nodig voor die controle? Ik begin bij de beursgenoteerde vennootschappen. Art. 4:37x onder c: het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van het percentage stemrechten in een uitgevende instelling dat door de lidstaat waar de uitgevende instelling haar statutaire zetel heeft is vastgesteld overeenkomstig art. 5 lid 3 van Richtlijn openbaar overnamebod. Zoals bekend, betekent dat voor een naamloze vennootschap het kunnen uitoefenen van ten minste 30% van de stemrechten in een algemene vergadering van aandeelhouders⁶, art. 1:1 Wft. Ik laat dit verder rusten en verwijs naar de inmiddels overvloedige literatuur.⁷

⁵ Richtlijn 2004/25/EG.

⁶ De Wft houdt nog vast aan de inmiddels uit boek 2 BW verdwijnende notie algemene vergadering van *aandeelhouders*. Een fraaiere term dan het kortere algemene vergadering, wat er overigens zij van de redenen tot wijziging van de Boek 2-terminologie, namelijk dat het niet alleen aandeelhouders zijn, die vergaderen.

⁷ Zie De Brauw, Wft (losbl.) art. 1:1 aant. 541 e.v. en aldaar vermelde literatuur.

Dan nu de niet-beursgenoteerde vennootschappen. Art. 4:37r onder e over controle: het rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van ten minste 50% van de stemrechten in de algemene vergadering⁸ (...). Dat is een stuk korter dan de Richtlijn, waar in art. 26 lid 5 betrekkelijk uitvoerig wordt aangegeven waar ter bepaling van het percentage zoal rekening mee moet worden gehouden. Belangrijker lijkt mij evenwel dat de Richtlijn niet spreekt van *ten minste 50% van de stemrechten* maar van *méer dan 50% van de stemrechten*⁹, een subtiel maar wezenlijk verschil.¹⁰ Vanwaar deze afwijking in het concept wetsvoorstel? De toelichting op het concept wetsvoorstel¹¹ laat ons in het ongewisse. Veeleer lijkt het erop dat de auteur(s) van het consultatiedocument het subtiel verschil niet hebben onderkend. Of men heeft zich zand in de ogen laten strooien door de implementatie van de Richtlijn openbaar overnamebod, waar – maar daar was dat ook mogelijk – wel de woorden “ten minste” in plaats van “meer dan” (in dit geval 30%, zie onder 6.) zijn gehanteerd. Hoe dan ook, in het uiteindelijke wetsvoorstel zal de tekst van richtlijn moeten worden gevolgd, dus *méer dan 50%*.

4. Rechtstreeks of middellijk

Zoals ik al aangaf gaat het in art. 4:37r van het concept wetsvoorstel over rechtstreeks of middellijk kunnen uitoefenen van de stemrechten. Die formulering komen we wel vaker tegen. Niet echter in Boek 2 BW. Wel in de Wft, zie art. 5:70: rechtstreeks of middellijk overwegende zeggenschap verkrijgen. Het is geen term met een vastomlijnde juridische betekenis.¹² Ik zou er van uit willen gaan dat van middellijk kunnen uitoefenen van stemrechten sprake is als de aandelen weliswaar gehouden worden door een andere (rechts)persoon welke formeel stemgerechtigd is, maar de beleggingsinstelling niettemin kan bepalen op welke wijze deze formeel stemgerechtigde zijn stem uitbrengt. Dat kan, maar hoeft niet het geval te zijn bij certificering van aandelen en daarmee vergelijkbare constructies, vgl. Art. 2:24a lid 3 BW. In die laatste bepaling wordt overigens gesproken over aandelen die “voor rekening van een ander gehouden worden”. De ratio van middellijk kunnen uitoefenen van stemrecht is wel duidelijk, maar men kan zich op goede gronden afvragen of er niet beter aan zou worden gedaan aan te sluiten bij gangbare Boek 2 BW terminologie.

In de toelichting op het concept wetsvoorstel wordt wel een zekere uitleg gegeven.¹³ Daar staat dat uit de richtlijn volgt dat voor de berekening van het percentage stemrechten niet alleen meetellen de aandelen die *direct* (curs. JBH) door de beleggingsinstelling worden gehouden, maar dat daarbij opgeteld moeten worden

8 Hier wel de nieuwe Boek 2-terminologie.

9 Engels: more than 50%; Frans: plus de 50 %.

10 Vgl. (nog los van kapitaalverschaffing resp. stemrecht) het verschil tussen een dochtermaatschappij en een afhankelijke maatschappij (resp. art. 2:24a BW en art. 2:152 (262) BW).

11 P. 146.

12 Vgl. De Brauw, Wft (losbl. Art. 5:70, aant. 8, welke auteur zich aansluit bij de omschrijving van Doorman in het Handboek Openbaar Bod (Serie OOR, dl. 46, 2008, p. 502): er moet voldoende controle bestaan over de manier de tussenholding zijn stemrechten uitoefent op het pakket aandelen in de onderliggende naamloze vennootschap.

13 P. 147.

“de stemrechten die de door de beheerder gecontroleerde onderneming houdt en de stemmen die door een derde (een natuurlijk of rechtspersoon) op zijn naam worden gehouden maar worden uitgeoefend ten behoeve van de beleggingsinstelling of in opdracht van een door een beleggingsinstelling gecontroleerd onderneming (middellijk).”

Van die toelichting wordt het niet veel beter. De woorden “op zijn naam” zijn verwarrend en eigenlijk overbodig; bedoeld zal zijn: in eigen naam, maar ook dan hadden ze kunnen worden weggelaten. Vallen nu alle drie in de toelichting genoemde categorieën (1. stemrechten die de door de beheerder gecontroleerde onderneming houdt, 2. stemmen die door een derde (..) worden uitgeoefend ten behoeve van de beleggingsinstelling, en 3. stemmen die worden uitgeoefend (..) in opdracht van een door een beleggingsinstelling gecontroleerd onderneming) onder het begrip middellijk uitoefenen van stemrechten, of alleen de laatste? Door dit soort wetteksten houdt men de jurist wel aan het werk. Veel beter lijkt mij dan ook om in de implementatiewetgeving zelf, en in navolging van de richtlijn, aan te geven hoe het percentage stemmen op dit punt berekend dient te worden. Volgens de Richtlijn moeten bij de stemrechten van de beleggingsinstelling (acroniem abi) de stemrechten worden meegenomen die worden uitgeoefend door een door de abi gecontroleerd onderneming en stemrechten die in eigen naam maar ten behoeve van de abi of in opdracht van een door de abi gecontroleerde onderneming optreedt.¹⁴ Waarom dan niet gewoon:

Bij de berekening van het percentage van de stemrechten wordt het aantal stemmen dat door de beleggingsinstelling kan worden uitgebracht vermeerderd met de stemmen die door haar groepsmaatschappijen in de zin van artikel 24b boek 2 BW en de stemmen die door natuurlijke personen voor haar rekening of voor rekening van haar groepsmaatschappijen kunnen worden uitgebracht.

Volgens de toelichting op het concept wetsvoorstel moet het op de zojuist aangegeven wijze berekende aantal stemmen worden afgezet tegen het totaal aantal stemmen dat op het geplaatste kapitaal kan worden uitgebracht. Verder wordt in de toelichting aangegeven, dat onder het aantal stemmen mede moet worden begrepen de “stemmen waarvan het recht op het uitbrengen van stemmen is geschorst”. Bedoeld zal zijn dat ondanks schorsing van het stemrecht de desbetreffende stemmen meetellen. Deze belangrijke noties vindt men niet terug in art. 4:37r. Ik vind dat dat wel zou moeten omdat een wetttekst, als het enigszins mogelijk is, ook zonder toelichting begrijpelijk moet zijn. Het uitgangspunt van de voorgestelde regeling is anders dan het in Boek 2 BW gehanteerde uitgangspunt, waar in art. 2:24d is bepaald, voor zover van belang, dat bij de vaststelling in hoeverre aandeelhouders stemmen of in hoeverre het aandelenkapitaal verschaft wordt, geen rekening wordt gehouden met

¹⁴ Strikt genomen vallen in deze omschrijving buiten de boot: 1. stemrechten die in eigen naam maar in opdracht van de abi worden uitgeoefend en 2. stemrechten die worden uitgeoefend ten behoeve van een door de abi gecontroleerde onderneming. Dat zal wel niet de bedoeling zijn. Zie de Engelse Richtlijn-tekst: “a natural or legal person acting in its own name but on behalf of the AIF or on behalf of an undertaking controlled by the AIF”, respectievelijk de Franse Richtlijn-tekst: “une personne physique ou morale agissant en son nom propre mais pour le compte du FIA ou pour le compte d’une entreprise contrôlée par le FIA”.

aandelen waarvan de wet bepaalt dat daarvoor geen stem kan worden uitgebracht. Uit het concept wetsvoorstel is bijvoorbeeld niet duidelijk hoe om te gaan met ingekochte aandelen. In art. 2:118 BW noch art. 2:228 BW is bepaald dat het stemrecht op die aandelen geschorst is; er kan geen stem worden uitgebracht. Boek 2 BW kent wel het fenomeen opschorting van stemrechten, zie art. 2:87b BW en 2:195b BW. Zie ik het goed dan is in hoofdstuk 5.3 van de Wft wel gepoogd om met betrekking tot melding van stemmen, kapitaal, zeggenschap en kapitaalbelang in uitgevende instellingen exact aan te geven wat wel en niet bij de diverse berekeningen meetelt. Ik zou dus in overweging willen geven - daarbij de afwijking van art. 2:24d BW “im Kauf” nemend - om in navolging van de Richtlijn dat eveneens bij art. 4:37r te doen. Bijvoorbeeld:

Bij de berekening van het percentage van de stemrechten wordt uitgegaan van alle aandelen waaraan stemrecht verbonden, ongeacht of dit stemrecht kan worden uitgeoefend.

5. Alleen of gezamenlijk

Tot dusver ging het over de vraag wanneer een beleggingsinstelling controle heeft op een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling. In art. 4:37s lid 1 onder a wordt aangegeven, dat § 4.3.1.4.a. uitsluitend van toepassing is op de Nederlandse beheerder¹⁵ die het beheer voert over een of meer beleggingsinstellingen die controle verkrijgen in een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling. Het gaat echter niet om controle sec, maar om controle die een abi “alleen of gezamenlijk op grond van een daartoe strekkende overeenkomst” verkrijgt in de uitgevende instelling. In art. 4:37s lid 1 onder b wordt het zaakje als het ware nog een niveau hoger getild en vindt een verdere uitbreiding plaats. Par. 4.3.1.4.a. is eveneens van toepassing op een abi-beheerder die “op grond van een overeenkomst samenwerkt met een andere beheerder en de door hen beheerde beleggingsinstellingen gezamenlijke controle verkrijgen in een niet beursgenoteerde uitgevende instelling”. In beide gevallen is sprake van gezamenlijk controle verkrijgen. In geval van lid 1 onder a op grond van een daartoe strekkende overeenkomst, in geval van lid 1 onder b bij samenwerking op grond van een overeenkomst. De toelichting op het concept wetsvoorstel zegt niet meer dan dat de voorgestelde bepaling strekt tot implementatie van art. 26 lid 1 van de Richtlijn. Dat is op zich zelf juist. In art. 26 lid 1 onder a van de Richtlijn (geïmplementeerd in het voorgestelde art. 4: 37s lid 1 onder a) gaat het om “gezamenlijk, op grond van een op het verkrijgen van zeggenschap gerichte overeenkomst, zeggenschap verwerven”¹⁶ en in art. 26 lid 1 onder b van de richtlijn (geïmplementeerd in het

¹⁵ Zie daarvoor art. 1:1 Wft zoals dat volgens het concept-wetsvoorstel zal worden gewijzigd.

¹⁶ Engels: “individually or jointly on the basis of an agreement aimed at acquiring control”; Frans: “sur la base d’un accord visant à en acquérir le contrôle”.

voorgestelde art. 4:37s lid 1 onder b) om “samenwerken op basis van een overeenkomst conform welke de abi’s die deze abi-beheerders samen beheren, zeggenschap verwerven (...)”¹⁷. Wat wordt hier nu precies mee bedoeld? In elk geval vind ik de in de Nederlandse tekst van de richtlijn en in het concept wetsvoorstel opgenomen nadere aanduiding “samenwerken” niet terug in de Engelse en Franse tekst van de richtlijn. Ik zou in de term “samenwerken” dan ook geen extra vereiste willen zien, naast een op tot zeggenschapsverkrijging strekkende overeenkomst. Wat dat betreft zou art. 4:37s lid 1 onder b kunnen luiden:

b. op grond van een daartoe strekkende overeenkomst met een andere beheerder van een beleggingsinstelling en de door hen beheerde beleggingsinstellingen gezamenlijk controle verkrijgen (...).

De vraag is vervolgens onder welke omstandigheden van een zojuist besproken overeenkomst sprake is en – misschien nog wel belangrijker – op wie in dat verband de bewijslast rust. De Richtlijn en het concept wetsvoorstel zwijgen. Het met art. 4:37s corresponderende art. 4:37y in § 4.3.1.4.b. van het concept wetsvoorstel is op het onderhavige onderdeel gelijkkluidend. Art. 4:37y is echter niet gebaseerd op de AIFM Richtlijn maar op de Richtlijn openbaar overnamebod, zie ook nr. 7.¹⁸ In de laatste Richtlijn gaat het in art. 5, handelend over het verplichte bod, over verwerving van zeggenschap, alleen of “door in onderling overleg met hem handelende personen”. Daaronder wordt verstaan, zie art. 2 van de Richtlijn:

Natuurlijke of rechtspersonen die met de bieder of doelvennootschap samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst die er toe sterkt de zeggenschap over de doelwitvennootschap te verkrijgen of het welslagen van het bod te dwarsbomen.

In art. 5:70 lid 1 Wft is dat terecht gekomen als “personen met wie in onderling overleg wordt gehandeld”.¹⁹ Die omschrijving is verder uitgewerkt in art. 1:1 Wft in een op de Richtlijn openbaar overnamebod gebaseerde omschrijving en een uitwerking met onder meer een referentie aan het groepsbegrip in art. 2:24 b BW.²⁰ Bij die omschrijving steekt art. 4:37y pover af. Terwijl in art. 4:37y – met in achtneming van de verschillen: een openbaar bod enerzijds en het beheren van abi’s anderzijds – uiteindelijk toch hetzelfde bedoeld lijkt te zijn. En zou dat dan eigenlijk ook niet gelden voor art. 4:37s? Volgens het concept wetsvoorstel kennelijk wel nu art. 4:37s en 4:37y volledig op elkaar zijn afgestemd. Anders gezegd, het gaat op beide niveau’s (niveau abi en niveau abi-beheerders) om

17 Engels: “on the basis of an agreement pursuant to which the AIFs managed by those AIFMs jointly, acquire control of a non-listed company”; Frans: “sur la base d’un accord au titre duquel les FIA gérés par lesdits gestionnaires acquièrent, conjointement, le contrôle d’une société”.

18 In de toelichting op het concept-wetsvoorstel wordt slechts gerefereerd aan implementatie van de Richtlijn, zie p. 151.

19 Engels: “Persons acting in concert”; Frans: “Personnes agissant de concert”.

20 Wat er verder overigens zij van de verdere formulering van de omschrijving

overeenkomsten die gericht zijn op verkrijging van zeggenschap in uitgevende instellingen. Waarbij het, gelijk art. 2 van de Richtlijn openbaar bod, kan gaan om uitdrukkelijke, stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomsten.

Het tweede lid van het voorgestelde art. 4:37s is op het eerste gezicht een merkwaardige bepaling. Alles wat in het eerste lid van art. 4:37s is gezegd over het verkrijgen van controle wordt in het tweede lid herhaald, met dien verstande dat het in plaats van controle gaat over zeggenschap en dat op de onder 4:37s lid 2 vallende beheerders niet de hele paragraaf 4.3.1.4.a. van toepassing is, maar uitsluitend art. 4:37t, dat handelt over melding van zeggenschap in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen bij het bereiken, overschrijden en onderschrijden van zekere drempelwaarden, vgl. Hoofdstuk 5.3 Wft. Fraai is de voorgestelde bepaling mijns inziens niet: “in afwijking van het eerste lid”, zo luidt de aanhef. Het lijkt eerder een uitbreiding van het eerste lid: niet slechts controle, maar ook zeggenschap. De bedoeling is duidelijk: § 4.3.1.4.a. is van toepassing op beheerders van beleggingsinstellingen met – kort gezegd – een controlerend belang, terwijl daarenboven art. 4:37t van toepassing is op beheerders van beleggingsinstellingen tout court. Dat kan korter: schrap het voorgestelde tweede lid van art. 4:37s en wijzig de aanhef van lid 1:

Behalve art. 4:37t is deze paragraaf uitsluitend van toepassing op de Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling die (volgt controlerend belang).

Alternatief is om de paragraaf te beginnen met art. 4:37t en de verdere bepalingen slechts van toepassing te laten zijn op beheerders van beleggingsinstellingen met een controlerend belang, zoals nu in het eerste lid van art. 4:37s.

Het derde lid van het voorgestelde art. 4:36s bevat onder a een uitzondering voor kleine en middelgrote rechtspersonen. Daarbij moet men niet denken aan de noties klein en middelgroot uit het jaarrekeningenrecht, art. 2:396 en art. 2:397 BW, maar aan klein of middelgroot in de zin van art. 2 lid 1 van de bijlage bij de Aanbeveling van de Commissie over de definitie van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen.²¹ De ontheffing geldt voor niet-beursgenoteerde ondernemingen met minder dan 250 personeelsleden en een jaaromzet minder dan € 50 miljoen of een balansstaat van minder dan € 43 miljoen. De tweede uitzondering, art. 4:36s lid 3 onder b, ziet op uitgevende instellingen die zijn opgericht met als bijzonder doel het kopen, bewaren of beheren van “vastgoed”. Waarom in het voorgestelde wetsartikel deze makelaarsterm in plaats van de juiste juridische aanduiding “onroerende zaken” wordt gebezigd begrijp ik niet. De toelichting zwijgt verder over het hoe en waarom van deze uitzondering. In de overwegingen bij Richtlijn heb ik er evenmin iets over kunnen lezen. Art. 4:37y bevat voor beursgenoteerde uitgevende instellingen eenzelfde uitzondering. Dat doet de Richtlijn niet. Anders dan in de toelichting op het concept wetsvoorstel staat heeft art. 26 lid 2 van de Richtlijn uitsluitend betrekking op niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen. Het komt in mijn ogen vreemd en

21 Aanbeveling 2003/361/EG, Pb L 124 van 20-5-2003, p. 36.

weinig passend voor om kleine en middelgrote beursgenoteerde vennootschappen anders te behandelen dan grote beursvennootschappen. Volgens de toelichting bij het concept wetsvoorstel²² zullen na de implementatie van de Richtlijn zo'n 100 beheerders van beleggingsinstellingen onder toezicht komen te staan. Niet uitgesloten is evenwel dat beheerders die gebruik kunnen maken van de hierboven weergegeven vrijstellingen, vrijwillig voor het toezichtsregime zullen opteren, waarbij de verleende vergunning als een soort kwaliteitskeurmerk dienst zal doen.

6. Controle in beursgenoteerde vennootschappen

Ik begin met de uit de Richtlijn voortvloeiende informatieverplichtingen voor beheerders van beleggingsinstellingen betreffende controle in uitgevende instellingen. Deze verplichtingen worden volgens het concept wetsvoorstel geïmplementeerd in art. 4:37z. Ingevolge het voorgestelde art. 4:37z lid 1 moet de beheerder indien de beleggingsinstelling controle verkrijgt in de beursgenoteerde vennootschap voor de aandeelhouders, voor de AFM en voor de vennootschap de volgende informatie beschikbaar houden over²³: a. zijn identiteit, b. het beleid ter voorkoming van belangenconflicten en c. het beleid met betrekking tot de communicatie van de beursgenoteerde vennootschap.²⁴ De AFM en de vennootschap zijn bekend, maar wie de aandeelhouders van de vennootschap zijn hoeft de beheerder niet te weten. Uit de toelichting op het concept wetsvoorstel blijkt dat de informatieplicht zich uitstrekt tot de aandeelhouders waarvan de namen en de adressen bij de beheerder bekend zijn.²⁵ Aan art. 28 lid 1 onder b van de Richtlijn ontleen ik dat daaronder eveneens moeten worden begrepen aandeelhouders wier naam en adres ter beschikking kunnen worden gesteld door de beursvennootschap alsmede in een aandelenregister waar de beheerder toegang toe heeft of kan krijgen opgenomen aandeelhouders. De Richtlijn verschaft enige duidelijkheid over de in art. 4:37z lid 1 bedoelde informatie. Zo dient bij de informatie over de identiteit van de beheerder rekening te worden gehouden met de in nr. 5 besproken verschillende mogelijkheden om in overeenstemming met andere beheerders een beleggingsinstelling, die een controlerend belang in een beursgenoteerde vennootschap heeft verworven, te beheren.

Het beleid ter voorkoming van belangenconflicten is in art. 28 lid 2 onder b van de Richtlijn meer uitgewerkt dan in het concept wetsvoorstel. Er dient speciaal gedacht te worden aan belangenconflicten tussen de abi-beheerder, de abi en de beursgenoteerde vennootschap. In dat kader dient informatie beschikbaar te zijn over de specifieke maatregelen die zijn genomen om te garanderen dat eventuele overeenkomsten tussen de abi-beheerder en/of de abi en de onderneming op zuiver zakelijke basis worden gesloten. Bij het beleid inzake de communicatie wordt blijkens de Richtlijn

22 P. 84.

23 Het voorzetsel "over" ontbreekt in de voorgestelde wettekst maar dat zal, naar ik aanneem, een vergissing zijn.

24 In de concept wettekst staat "niet-beursgenoteerde uitgevende instelling" in plaats van "beursgenoteerde uitgevende instelling". Dit zal opnieuw een vergissing zijn.

25 P. 152. Zie ook p. 149.

gedoeld op de externe en interne communicatie van de onderneming. Met de toevoeging “met name wat de werknemers betreft.” Over deze informatieverplichtingen valt vanzelfsprekend allerlei te zeggen, maar belangrijk lijkt mij dat op basis van art. 290 VWEU door de Europese Commissie allerlei zogenaamde gedelegeerde handelingen moeten worden vastgesteld. Overweging 81 van de Richtlijn geeft in dat kader aan dat gepreciseerd zal moeten worden welk type belangenconflicten abi-beheerders moeten vaststellen, alsmede de stappen die ten aanzien van structuren en organisatorische en administratieve procedures redelijkerwijs van hen mogen worden verwacht om belangenconflicten te vast te stellen, te voorkomen, te beheeren, er op toe te zien en bekend te maken. Van belang is natuurlijk wat deze nieuwe op de abi-beheerders rustende informatieverplichtingen toevoegen aan de inmiddels uitvoerige en op transparantie gerichte bestaande maatregelen (voor de beursvennootschappen zelf als voor hen die daarin een controlerend belang verwerven). De betekenis lijkt mij dan vooral te schuilen in de omstandigheid dat de abi-beheerder zelf niet (langer) buiten schot kan blijven.

7. Werknemers

Dat laatste gaat zeker gelden in de sfeer van de werknemersmedezeggenschap. Immers ingevolge het voorgestelde art. 4:37z lid 2 moet de beheerder het bestuur van de beursgenoteerde vennootschap verzoeken om de vertegenwoordigers van de werknemers of, wanneer die er niet zijn, de werknemers zelf onverwijld op de hoogte te stellen van de verkrijging van de zeggenschap en van de in nr. 6 besproken informatie als bedoeld in het eerste lid van de bepaling. Volgens de toelichting bij het concept wetsvoorstel betreft het een inspanningsverplichting van de beheerder.²⁶ Jegens wie staat er niet bij. Jegens de beursgenoteerde onderneming, jegens het bestuur of jegens de werknemers of jegens alledrie? De voorgestelde wettekst laat ons in het ongewisse. Toch geen onbelangrijke zaak, bijvoorbeeld met het oog op de vraag wie naleving van deze inspanningsverplichting kan vragen. Naar ik aanneem, zal met vertegenwoordiging van werknemers bedoeld worden op de (centrale) ondernemingsraad. Helemaal zeker is dit niet, bij verwerving van controlerende zeggenschap komen immers ook de SER-Fusiegedragsregels in beeld. Maar gesteld dat we bij de (centrale) ondernemingsraad uitkomen, welke bevoegdheden heeft dat medezeggenschapsorgaan dan jegens de abi en haar beheerder? Of brengt het voorstel tot implementatie van de AIFM Richtlijn niet veel meer dan de inmiddels behoorlijk bejaarde rechtspraak over medezeggenschap in concernverhoudingen?²⁷

26 P. 152. Zie ook p. 149. De Richtlijn, art. 28 lid 3: De abi-beheerder doet zijn uiterste best om te garanderen dat de werknemersvertegenwoordigers, respectievelijk de werknemers naar behoren ingelicht worden door de raad van bestuur.

27 Zie Bartman/Dorresteyn (2009) p. 180 e.v.

8. Controle in niet-beursgenoteerde ondernemingen

Voor beheerders van beleggingsinstellingen gelden met betrekking tot niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen soortgelijke informatieverplichtingen als met betrekking tot beursgenoteerde uitgevende instellingen, art. 4:37u leden 2, 3, 4 en 5. Maar daar gaat iets aan vooraf. Ingevolge art. 4:37u lid 1 van het concept wetsvoorstel moet de beheerder indien de door hem beheerde beleggingsinstelling controle verkrijgt in een niet-beursgenoteerde vennootschap de aandeelhouders²⁸, de AFM en de vennootschap daarvan in kennis stellen. Zo spoedig mogelijk, doch uiterlijk binnen tien werkdagen. Bij AmvB zal worden bepaald welke gegevens de beheerder in verband met die kennisgeving dient te produceren. Volgens art. 27 lid 3 van de Richtlijn moet de melding in elk geval de “resulterende situatie wat de stemrechten betreft” en de datum waarop de zeggenschap is verworven bevatten. En verder “de voorwaarden waaronder zeggenschap werd verworven, inclusief informatie over de identiteit van de verschillende betrokken aandeelhouders, alle natuurlijke en rechtspersonen die namens hen stemrechten kunnen uitoefenen en, indien van toepassing, de keten van ondernemingen waarlangs de stemrechten daadwerkelijk worden gehouden;”.

Het tweede lid van art. 4:37u is nagenoeg gelijklopend aan het eerste lid van 4:37z, zodat ik vooralsnog verwijs naar het betoogde onder nr. 6. Het vierde lid van art. 4:37u vertoont op gelijke wijze verwantschap met art. 4:37z lid 2. Ik verwijs daarvoor naar nr. 7. De bepaling met betrekking tot niet-beursgenoteerde vennootschappen is evenwel ruimer geformuleerd dan met betrekking tot beursgenoteerde vennootschappen. Zo heeft de aan de werknemers(vertegenwoordigers) te verstrekken informatie mede betrekking op het verkrijgen van zeggenschap - zulks in verband met het voorgestelde art. 4:37u lid 1 - en op de informatie omschreven in het derde lid van art. 4:37u. In dat derde lid staat dat aan de niet-beursgenoteerde vennootschap en haar aandeelhouders²⁹ mededeling moet worden gedaan over a. de opvattingen van de beleggingsinstelling omtrent de toekomstige activiteiten van de vennootschap en b. de te verwachten gevolgen voor de werknemers en bestuurders van de vennootschap. Bij dat laatste gaat het met name om eventuele belangrijke veranderingen in de arbeidsvoorwaarden, hetgeen weer van belang is met het oog op het voorgestelde art. 4:37 lid 4 over informatie aan de werknemers(vertegenwoordigers). De verplichting tot het verschaffen rust op de beheerder van de beleggingsinstelling met het controlerend belang. Aan die verplichting wordt eveneens voldaan door er zorg voor te dragen dat de beleggingsinstelling zelf de vereiste mededelingen doet.

Art. 4:37 lid 5 ten slotte voorziet in een op de beheerder van de beleggingsinstelling rustende informatieplicht jegens de AFM en jegens de deelnemers van de beleggingsinstelling en heeft betrekking op de wijze van financiering van de controlerende zeggenschap door de beleggingsinstelling. De grote vraag in dit verband is natuurlijk waarom al de

28 Opnieuw voor zover de namen en adressen van die aandeelhouders bekend zijn, aldus de toelichting op het concept wetsvoorstel (p. 148). Zie nr. 6. Zie ook art. 27 lid 2 van de Richtlijn.

29 Uit de Richtlijn – niet uit de concept wettekst of de toelichting – blijkt opnieuw dat het moet gaan om “bekende” aandeelhouders, zie nr. 6.

hier genoemde verplichtingen op abi-beheerders van met name beleggingsinstellingen met een controlerend belang in niet-beursgenoteerde vennootschappen zijn gelegd. Deze verplichtingen gelden immers niet voor andere partijen die alleen of gezamenlijk een controlerende deelneming in een dergelijke vennootschap verwerven. Die hoeven niet meer dan uit Boek 2 BW en uit de WOR voortvloeit en dat is niet veel bijzonders. Hieronder zal ik op deze vraag terugkomen. Eerst wil ik de verdere in het concept wetsvoorstel opgenomen informatieverplichtingen bespreken. Eén daarvan heeft uitsluitend betrekking op zeggenschap in niet-beursgenoteerde. De ander op zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde vennootschappen.

9. Annual accounts

Art. 4:37v heeft betrekking op in verband met de AIFM Richtlijn in het jaarverslag op te nemen gegevens en is geen eenvoudig leesbare bepaling. Ingevolge het eerste lid dient de beheerder van een beleggingsinstelling met overwegende zeggenschap in een niet-beursgenoteerde vennootschap de laatste te verzoeken een jaarverslag op te maken en daarin de bij AmvB te bepalen gegevens op te nemen. De bepaling biedt echter een alternatief: de beheerder kan er mee volstaan in zijn jaarrekening en het jaarverslag de gegevens bedoeld in art. 4:37p op te nemen. Hoe dat moet is mij niet duidelijk. Art. 4:37p bevat immers geen in de jaarrekening of in het jaarverslag op te nemen gegevens, maar legt een verplichting op beheerders – waarbij een onderscheid wordt gemaakt tussen Nederlandse beheerders en buitenlandse beheerders – om jaarrekeningen en jaarverslagen van door hen beheerde beleggingsinstellingen aan de AFM te verstrekken, en bevat verder voorschriften over jaarrekeningstandaarden en accountantscontrole. Blijkens de toelichting³⁰ wordt bedoeld dat indien de niet-beursgenoteerde vennootschap niet aan bovenbedoeld verzoek voldoet de beheerder de in de AmvB genoemde gegevens moet opnemen in de jaarrekening en het jaarverslag van de beleggingsinstelling met het controlerend belang. Waarmee het naar mijn oordeel niet gaat om een op de beheerder maar op de beleggingsinstelling rustende verplichting gaat. Hoe dan ook, wat in de concept toelichting staat, valt niet te lezen in het concept wetsvoorstel. De bepaling zou de implementatie van art. 29 van de richtlijn moeten vormen, welke bepaling gaat over het jaarverslag van abi's die zeggenschap over niet-beursgenoteerde ondernemingen uitoefenen. Het gaat om aanvullende informatie die tenminste een getrouwe omschrijving moet omvatten van de ontwikkeling van de zakelijke activiteiten van de onderneming, de te verwachten ontwikkeling van de onderneming en – onder referentie aan de Tweede richtlijn (kapitaalbescherming) – over verwerving van eigen aandelen (inkoop van aandelen).

Opnieuw, en in navolging van art. 29 van de Richtlijn moet het bestuur van de niet-beursgenoteerde vennootschap deze gegevens ter beschikking stellen van de werknemersvertegenwoordigers of, als die er niet zijn, aan de werknemers zelf, art. 4:37v lid 2. En ingevolge art. 4:37v lid 3 eveneens aan de deelnemers van de

30 P. 149.

beleggingsinstelling. Voor wat betreft de termijn waarbinnen die gegevens aan de deelnemers een de werknemers ter beschikking moet worden gesteld haakt het concept wetsvoorstel aan bij “de termijn voor het opstellen van het jaarverslag”. Waarom niet de termijn voor het opstellen van de jaarrekening zelf, is mij een raadsel.

10. Asset stripping

Waarmee ik ben aangekomen bij de laatste onderdeel van de

bepaling over informatieverplichtingen voor beheerders van beleggingsinstellingen bij een controlerend belang. Dat is naar mijn smaak bepaald niet de minst controversiële bepaling. Ik doel op art. 4:37w voor niet-beursgenoteerde vennootschappen en art. 4:37za voor beursgenoteerde vennootschappen, Gedurende 24 maanden, gerekend vanaf het tijdstip van verwerving van het controlerend belang, moet de beheerder van de beleggingsinstelling zich onthouden van het bevorderen, steunen of opdragen van uitkeringen, kapitaalverminderingen, terugbetaling van aandelen en verkrijging van eigen aandelen door de vennootschap, aldus art. 4:37w en 4:37za aanhef onder a. Maar dat niet alleen Daarnaast moet de beheerder zich inspannen om uitkeringen, kapitaalverminderingen, terugbetaling van aandelen en verkrijging van eigen aandelen te verhinderen, art. 4:37w en 4:37za aanhef onder b. Gelukkig zullen volgens het tweede lid bij AmvB regels worden gesteld met betrekking tot situaties waarin het bevorderen, steunen of opdragen van uitkeringen wel is toegestaan. De bepaling is blijkens de toelichting³¹ de implementatie van art. 30 van de Richtlijn, dat ziet op het zogeheten *asset stripping*. Gedurende 24 maanden mag in beginsel niet worden meegewerkt aan handelingen waardoor het vermogen van de gecontroleerde vennootschap door vermogensverschuiving naar de aandeelhouder(s) wordt verminderd.

Hier valt het nodige over te zeggen. Eerst maar eens een paar juridisch-technische opmerkingen. Het gaat om tot beheerders van beleggingsinstellingen met een controlerend belang in (al dan niet beursgenoteerde) vennootschappen gerichte gedragsnormen. Zij mogen er niet aan meewerken dat de vennootschap uitkeringen doet. Aangenomen mag worden dat in dit verband gedacht moet worden aan het nemen van besluiten door de algemene vergadering als bedoeld in art. 2:105 (216) BW. De beheerder dient er dus voor te zorgen dat de beleggingsinstelling niet in die zin op de door het gehouden (meerderheid) van de aandelen stemt. Gebeurt dat wel, dan zal dat volgens de toelichting op het concept-wetsvoorstel³² niet leiden tot nietigheid van het besluit. In het wetsvoorstel tot vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht behoeft het besluit van de aandeelhoudersvergadering om dividend uit te keren nog goedkeuring van het bestuur, die de besluitvorming aan een liquiditeitstoets moet onderwerpen.³³ Wat dat betekent

31 P. 150.

32 P. 150.

33 Zie Kamerstukken 31058 A, waarover verder mijn RVO nr. 170.

voor art. 4:37w is niet duidelijk. Art. 30 lid 1 onder b van de Richtlijn bepaalt dienaangaande dat indien de abi-beheerder namens de abi stemrecht heeft in vergaderingen van bestuursorganen van de onderneming hij niet mag stemmen voor een uitkering. Ook niet als de uitkering de liquiditeitstoets van het nieuwe art. 2:216 BW met glans zou doorstaan? Dat lijkt mij nauwelijks aanvaardbaar. Enige afstemming lijkt mij hier gewenst. De rol van het bestuur komt eveneens aan de orde als het gaat om inkoop van aandelen. De aandeelhoudersvergadering hoeft slechts machtiging te verlenen, art. 2:98 lid 4 BW en art. 2:207 lid 2 onder d BW. Opnieuw zal ook hier de Flex-BV de nodige veranderingen brengen. Opvallend is verder dat art. 30 van de Richtlijn in lid 2 wel maatstaven voor het beoordelen van de onttrekkingen formuleert. Lid 2 onder a vertoont gelijkenis met de balanstest van art. 2:105 en 2:216 lid 2 BW. Lid 2 onder b als ik het goed zie in de kern genomen ook zij het dat voor uitkering van winst deze gerelateerd moet zijn aan resultaat van het laatste boekjaar vermeerderd met overgebrachte winst en verminderd met onttrekkingen ten laste van reserves en met overgebrachte verliezen. De toelichting op het concept wetsvoorstel wijst daar ook op en zegt dat het bevorderen van de besproken vermogensonttrekkingen alleen toegestaan is als aan bepaalde, met de tweede EU-richtlijn over kapitaalbescherming overeenstemmende voorwaarden is voldaan. Dat kapitaalbeschermingsrecht in de Flex-BV in de nabije toekomst in belangrijke mate wordt afgeschaft lijken de auteurs van het concept wetsvoorstel en de toelichting daarop zich niet te realiseren. Of gaan we straks op dit front twee verschillende BV-regimes creëren: een flex-regime voor de gewone BV en een tweede-richtlijn-regime voor BV's waarin beleggingsinstellingen een controlerend belang hebben verworven.

11. Besluit

Met name ten aanzien van de maatregelen die asset stripping beogen tegen te gaan lijkt het er op dat de voorgestelde regeling in belangrijke mate zijn doel voorbij is geschoten. De economische crisis vormde de aanzet voor de Richtlijn, die een onderdeel vormt van een programma van de Europese Commissie om systeemrisico's op de financiële markten tegen te gaan. De AIFM's zijn een grote speler op de markten voor financiële instrumenten en beheersing van daaruit voortvloeiende risico's vergt, zo was de gedachte, regelgeving op Europees niveau. Dit lijkt op een - overigens niet gearticuleerde - uit een grote angst voor sprinkhanen of *raiders* voortvloeiend verbod op *asset stripping* dat aanschurkt tegen het kapitaal- en vermogensbeschermingsrecht van de tweede EG-richtlijn. Hoe een en ander zal aansluiten bij het wetsvoorstel Flex-BV dat thans bij de Eerste Kamer ligt, en waarin in belangrijke mate gesneden wordt in dit soort voorschriften, is onduidelijk.

Maar dat geldt voor meer onderdelen van de Richtlijn. Duidelijk is dat de Richtlijn en haar implementatie een behoorlijke impact zal krijgen. Inpassing van de verschillende voorschriften in ons recht zal de nodige hoofdbrekens kosten. Waarbij men zich de vraag kan stellen of weer niet opnieuw met het spreekwoordelijke kanon op een mug wordt geschoten. Maar de Richtlijn staat onherroepelijk vast, dus

Nederland moet wel mee.³⁴ De Richtlijn schrijft wel voor dat in 2017 moet worden geëvalueerd in hoeverre de doelstellingen van de AIFM Richtlijn zijn bereikt en wat de gevolgen van de regeling zijn voor beleggers, voor de AIMF's en voor de AIF's. Het zal mij benieuwen.

34 Vgl. W.J. Oostwouder, Corporate Governance, de financiële crisis en het subsidiariteitsbeginsel, O7F 2011/4, p. 5 e.v.

De AIFM Richtlijn en derde landen

Prof. mr R.P. Raas

1. Inleiding

Beter een goede buur dan een verre vriend, moet de Europese Commissie hebben gedacht toen zij op 30 april 2009 een voorstel voor een richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen het licht deed zien.¹ Dat voorstel bevatte een voor beheerders en beleggingsinstellingen uit niet-EU/EER lidstaten bepaald ongunstig regime. In de uiteindelijke richtlijntekst zijn onder invloed van stevig lobbywerk de scherpe kantjes er wel wat van afgevijld, maar van een warm welkom van beheerders en beleggingsinstellingen van buiten de EU/EER is geen sprake. In deze bijdrage staan de AIFM-voorschriften en beperkingen ten aanzien van beheerders en fondsen uit dergelijke derde landen centraal.

2. Fortress Europe: het richtlijnvoorstel

Hoofdstuk VII van het richtlijnvoorstel uit 2009 bevatte vijf artikelen gewijd aan het beleid ten aanzien van derde landen. Lidstaten kunnen beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (“AIF-beheerders”) die in derde landen zijn gevestigd een vergunning verlenen om rechten van deelneming in een alternatieve beleggingsinstelling (“AIF”) aan (professionele²) beleggers aan te bieden, mits aan de volgende voorwaarden is voldaan:³

- a. de prudentiële vereisten die het desbetreffende derde land aan AIFs oplegt en het doorlopend toezicht op dergelijke fondsen moet ten minste gelijkwaardig zijn aan de bepalingen van de richtlijn en moet effectief worden gehandhaafd;
- b. het desbetreffende derde land moet AIF-beheerders uit de Gemeenschap een toegang tot de markt verlenen die vergelijkbaar is met de toegang die de Gemeenschap verleent aan AIF-beheerders uit dat derde land;

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/.../EG, COM(2009)207 final.

² De reikwijdte van de AIFM Richtlijn is beperkt tot het verhandelen van deelnemingsrechten in fondsen en het beheren van dergelijke fondsen die uitsluitend bestemd zijn voor professionele beleggers. De richtlijn beoogt niet de voorschriften voor aanbieding van AIFs aan niet-professionele beleggers te harmoniseren.

³ Art. 39 Richtlijnvoorstel.

- c. de AIF-beheerder moet bepaalde informatie verstrekken aan de toezichthouder van de lidstaat waarin hij een vergunning aanvraagt;
- d. er moet een *memorandum of understanding* of andere samenwerkingsovereenkomst zijn tussen de toezichthouder van de lidstaat van ontvangst en de toezichthouder van het land van herkomst van de AIF-beheerde; en
- e. het derde land moet met de lidstaat waarin de vergunning wordt aangevraagd een belastingverdrag hebben gesloten dat voldoet aan de normen van het OESO-Modelverdrag en een doeltreffende informatieuitwisseling in fiscale aangelegenheden waarborgt.

Daarnaast komen in het Commissievoorstel AIF-beheerders met zetel in een derde land niet in aanmerking voor een Europees paspoort. Dat betekent dat een dergelijke beheerder in iedere lidstaat waarin de beheerder actief wenst te zijn een aparte vergunning moet aanvragen, of moet besluiten de Europese markt voortaan links te laten liggen.

Ten aanzien van AIFs uit derde landen bepaalde het richtlijnvoorstel dat een AIF-beheerder dergelijke fondsen slechts mag aanbieden aan (professionele) beleggers in een lidstaat indien het derde land met die lidstaat een belastingverdrag heeft gesloten dat voldoet aan de normen van het OESO-Modelverdrag en dat een doeltreffende informatieuitwisseling in fiscale aangelegenheden waarborgt.

3. Verzet

Het aan fondsen en fondsbeheerders uit derde landen gewijde onderdeel van het richtlijnvoorstel stuitte op zware kritiek. En niet alleen van de betrokken fondsen en fondsbeheerders. Ook institutionele beleggers in de EU roerden zich. Zij vreesden in hun hoedanigheid van belegger voor een verschraling van het aanbod indien zij niet langer een beroep kunnen doen op succesvolle fondsen en fondsbeheerders die buiten de EU gevestigd zijn. Met name voor pensioenfondsen, verzekeraars, beleggingsfondsen die doorbeleggen in andere beleggingsfondsen en andere institutionele beleggers met een wereldwijd beleggingsprofiel kan het beschikbare aanbod van fondsen en fondsbeheerders binnen de EU te beperkt zijn voor een optimaal samengestelde beleggingsportefeuille.

Het verzet bleek niet voor niets. Op 19 oktober 2010 stemde de Europese Raad in met een regeling die AIF-beheerders met zetel in of buiten de EU gedurende vijf jaar toestaat om AIFs met zetel in een derde land te blijven aanbieden aan (professionele) beleggers in Europa onder de bestaande vrijstellingen naar nationaal recht. Die nationale vrijstellingen (de zogenaamde ‘private placement regimes’) kennen doorgaans een vrijstelling van de vergunningplicht en van (het merendeel van) de doorlopende verplichtingen die van toepassing zijn op het aanbieden van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling of het beheren van een dergelijke beleggingsinstelling indien de rechten van deelneming uitsluitend worden aangeboden aan professionele beleggers. In Nederland is een dergelijke uitzondering opgenomen in artikel 1:12 lid 1 sub b Wft.

4. Compromis

Het bereikte compromis is terug te vinden in de artikelen 42, 67 en 68 van de AIFM Richtlijn.⁴ Daaruit blijkt dat het derdelandenregime van de richtlijn pas op zijn vroegst in 2018 wordt ingevoerd. Tot die tijd – dat wil zeggen: vanaf 22 juli 2013 (de datum waarop de richtlijn geïmplementeerd moet zijn⁵) tot medio 2018 – mogen de lidstaten AIF-beheerders uit derde landen toestaan om op hun grondgebied aan professionele beleggers rechten van deelneming in door hen beheerde AIFs te verhandelen. Indien een lidstaat van die mogelijkheid gebruik wenst te maken, gelden wel steeds de volgende voorwaarden:

- de niet-EU AIF-beheerder moet de informatieverplichtingen van de artikelen 22, 23 en 24 van de richtlijn naleven. Deze bepalingen verplichten de AIF-beheerder kort samengevat om (i) voor iedere AIF die hij beheert een jaarverslag ter beschikking te stellen, (ii) de in artikel 23 genoemde informatie ter beschikking te stellen aan beleggers en die informatie waar nodig te actualiseren, en (iii) de in artikel 24 genoemde gegevens te verstrekken aan de bevoegde toezichthouder van de lidstaat of lidstaten waar de AIF wordt verhandeld;
- de niet-EU AIF-beheerder moet, indien van toepassing, de artikelen 26 t/m 30 van de richtlijn naleven. Deze artikelen bevatten informatieverplichtingen en beperkingen voor AIFs die hetzij individueel hetzij gezamenlijk met anderen zeggenschap verwerven over een niet-beursgenoteerde onderneming. Van zeggenschap in de zin van deze bepalingen is sprake indien méér dan 50% van het stemrecht in de niet-beursgenoteerde onderneming kan worden uitgeoefend;
- tussen (i) de toezichthouders van de lidstaat waar de AIF wordt verhandeld, (ii) indien van toepassing: de toezichthouder van de desbetreffende EU AIF en (iii) indien van toepassing: de toezichthoudende autoriteit van het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd bestaat een adequate, met de internationale normen strokende samenwerkingsregeling voor toezicht op systeemrisico's die een efficiënte informatieuitwisseling garandeert; en
- het derde land waar de niet-EU AIF of de niet-EU AIF-beheerder is gevestigd is niet als *non-cooperative country or territory* (NCCT) aangemerkt door de Financial Action Task Force (FATF).⁶

Vanaf 2018 geldt alleen het Europese regime, en mogen de lidstaten geen nationale vrijstellingen meer toepassen. Voor het daadwerkelijk afschaffen van de nationale *private placement* regimes is echter nog wel een formeel besluit van de Europese Commissie nodig. Artikel 68 van de richtlijn bevat de procedure voor het nemen van

4 Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van de Richtlijnen 2003/4/EG en 2009/65/EG en van de Verordeningen (EG) nr. 1060/2009 en (EU) nr. 1095/2010, *Pb EU* 2011, L174/1.

5 Art. 66 lid 1 AIFM Richtlijn.

6 Ten tijde van het ter perse gaan van deze bijdrage zijn er geen landen aangemerkt als NCCT. De volgende staten zijn aangemerkt als staten met een verhoogd risico: Iran, Noord-Korea, Cuba, Bolivia, Ethiopië, Kenia, Myanmar, Nigeria, São Tomé en Príncipe, Sri Lanka, Syrië en Turkije.

dat besluit, en de voorwaarden waaronder de Europese Commissie haar besluit kan nemen. Een belangrijke rol is weggelegd voor de European Securities and Markets Authority (ESMA), die onder andere een advies dient uit te brengen over de afschaffing van de nationale *private placement* regimes.

Onderdeel van het compromis ten aanzien van de behandeling van AIFs en AIF-beheerders uit derde landen is ook de introductie van een Europees paspoort voor AIF-beheerders met zetel in een derde land.⁷ In het oorspronkelijke richtlijnvoorstel ontbrak een dergelijke mogelijkheid. Uiterlijk twee jaar na de uiterste implementatiedatum van de richtlijn – derhalve op 22 juli 2015 – moet ESMA een advies aan het Europees Parlement, de Raad en de Commissie bezorgen over de invoering van een Europees paspoort voor de verhandeling van niet-EU AIFs door EU AIF-beheerders in de lidstaten en het beheer of verhandeling van AIFs door niet-EU AIF-beheerders.

Als ESMA van mening is dat er geen significante belemmeringen met betrekking tot beleggersbescherming, marktverstoring, mededinging en het toezicht op systeemrisico's zijn die de introductie van een dergelijk paspoort zouden moeten beletten, dan zal zij positief adviseren.⁸ Vervolgens is de Commissie weer aan zet. Binnen drie maanden moet de Commissie een besluit nemen over de introductie van het paspoort voor niet-EU AIF-beheerders en voor de verhandeling van niet-EU AIFs door EU AIF-beheerders, en over de datum waarop de paspoortregeling van kracht wordt. Het Europees Parlement en de Raad hebben echter op grond van art. 58 van de richtlijn het recht om bezwaar te maken tegen het besluit van de Commissie. Indien een dergelijk bezwaar wordt ingediend, dan moet de Commissie een nieuw besluit nemen.⁹

AIFs en AIF-beheerders uit derde landen zullen dus nog ten minste twee jaar na de implementatiedatum van de richtlijn moeten wachten voordat zij gebruik kunnen maken van de in de richtlijn opgenomen paspoortfaciliteit. Tot die tijd (en zelfs daarna, tot medio 2018) kunnen zij echter gebruik blijven maken van de verschillende *private placement* regimes in de individuele lidstaten. Overigens kunnen beleggers, fondsen en fondsbeheerders tevens een beroep (blijven) doen op de zogenaamde *initiative test*. De AIFM Richtlijn verbiedt niet de huidige in de meeste lidstaten (inclusief Nederland) bestaande toezichtspraktijk dat dienstverlening door een niet-EU AIF of AIF-beheerder aan een belegger in de EU niet wordt gezien als vergunningplichtige dienstverlening in de desbetreffende lidstaat indien die belegger geheel op eigen initiatief contact heeft gezocht met het fonds of de fondsbeheerder buiten de EU. Voorwaarde is wel dat het initiatief niet is voortgekomen door marketing of andere inspanningen in de desbetreffende lidstaat door de beheerder of door het fonds. In dat geval kan immers niet meer worden gezegd dat het initiatief volledig bij de belegger lag.

⁷ Zie o.a. de artt. 39-47 Richtlijn.

⁸ Art. 67 lid 4 Richtlijn.

⁹ Art. 67 lid 6 Richtlijn.

5. Implementatie in Nederland

In augustus 2011 verscheen een consultatieversie van het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM Richtlijn. In het wetsvoorstel is ook aandacht besteed aan de wijze waarop de Nederlandse wetgever invulling beoogt te geven aan de bevoegdheid onder de richtlijn om AIFs en AIF-beheerders uit derde landen tot 2018 geheel of gedeeltelijk vrij te stellen van een vergunningplicht of van doorlopende verplichtingen.

Van de thans bestaande uitzonderingen op de vergunningplicht en (delen van) het doorlopend toezicht voor beleggingsinstellingen wordt op de volgende uitzonderingen het meest frequent een beroep gedaan:

- de uitzondering voor aanbiedingen aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers;¹⁰
- de uitzondering voor aanbiedingen waarbij de minimuminleg per belegger ten minste € 100.000 is;¹¹
- de uitzondering voor aanbiedingen aan minder dan 100 personen die geen gekwalificeerde belegger zijn;¹² en
- de uitzondering voor beleggingsinstellingen met zetel in een ‘aangewezen staat’.¹³ Als aangewezen staat zijn thans aangemerkt Frankrijk, Guernsey, Ierland, Jersey, Luxemburg, Malta, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten (alleen voor beleggingsinstellingen die bij de Securities and Exchange Commission zijn geregistreerd).

In het consultatiewetsvoorstel wordt voorgesteld om van de door de richtlijn geboden ruimte om nationale plaatsingsregimes te handhaven, gebruik te maken door aan te knopen bij de bestaande uitzondering voor beleggingsinstellingen met zetel in een aangewezen staat. Slechts indien een AIF of AIF-beheerder zijn zetel heeft in een aangewezen staat, komt het fonds of de beheerder in aanmerking voor een uitzondering. De andere drie hiervoor genoemde uitzonderingen komen in het wetsvoorstel te vervallen.

Dit is een belangrijke verslechtering ten opzichte van de huidige situatie. AIFs en AIF-beheerders kunnen nu nog gebruik maken – en doen dat in de praktijk ook veelvuldig – van de uitzonderingen voor aanbiedingen aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers of aanbiedingen met een inleg van ten minste € 100.000. Met de afschaffing van deze uitzonderingen zijn AIFs en AIF-beheerders na inwerkingtreding van de implementatiewet aangewezen op de aangewezen-statenregeling indien zij aan een vergunningplicht willen ontkomen. Bovendien bepaalt artikel 2 lid 2 van het Besluit aangewezen staten Wft dat de aangewezen-statenregeling niet van

10 Art. 1:12 lid 1 sub b Wft.

11 Art. 4 lid 1 sub a en b, 15 en 34 Vrijstellingsregeling Wft.

12 Art. 1:12 lid 1 sub a Wft.

13 Zie m.n. art. 2:66 Wft en het Besluit aangewezen staten Wft.

toepassing is op aanbiedingen van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling waaraan in de desbetreffende staat beperkingen zijn gesteld met betrekking tot de personen aan wie de rechten van deelneming mogen worden aangeboden. In de meeste gevallen zullen AIFs beleggingsinstellingen zijn die (ook) in het land van herkomst uitsluitend openstaan voor institutionele beleggers.

Het wetsvoorstel gaat op dit punt verder dan de richtlijn eist. De richtlijn verplicht niet tot het al in 2013 afschaffen van artikel 1:12 Wft en art. 4 Vrijstellingsregeling Wft. Deze bepalingen kunnen blijven bestaan tot het moment in 2018 waarop de Commissie besluit de nationale plaatsingsregimes definitief af te schaffen.

In de reacties van marktpartijen naar aanleiding van het consultatievoorstel is uitvoerig stelling genomen tegen de voorgestelde versoering van het Nederlandse plaatsingsregime. In een schriftelijke bespreking van de reacties op het consultatievoorstel¹⁴ heeft het Ministerie van Financiën inmiddels aangegeven dat binnen het Nederlandse derdelandenbeleid de uitzondering voor het aanbieden aan uitsluitend gekwalificeerde beleggers toch zal worden gehandhaafd. Wel zullen de hiervoor besproken minimumvereisten van artikel 42 van de richtlijn als voorwaarde aan de uitzondering worden toegevoegd.

6. Vereisten voor AIFs en AIF-beheerders met zetel in derde land: zeven situaties

AIF-beheerders die in de EU actief willen zijn, moeten voldoen aan de vereisten voor vergunningverlening en de doorlopende verplichtingen opgenomen in de richtlijn. Deze vereisten en verplichtingen zijn te vinden in de hoofdstukken II (“Vergunningverlening aan ABI-beheerders”), III (“Voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening door ABI-beheerders”), IV (“Transparantievoorschriften”) en V (“Beheerders die bijzondere soorten ABI’s beheren”). Daarnaast bevat hoofdstuk VII aanvullende voorschriften voor vergunningverlening aan AIF-beheerders met zetel in een derde land.

De richtlijn onderscheidt in hoofdstuk VII (“Bijzondere regelgeving met betrekking tot derde landen”) zeven verschillende situaties waarin AIFs of AIF-beheerders met zetel in een derde land in aanraking kunnen komen met een vergunningplicht en doorlopende verplichtingen:

1. een EU AIF-beheerder beheert een AIF met zetel in een derde land (zonder dat de deelnemingsrechten in de AIF in de EU worden verhandeld);
2. een EU AIF-beheerder beheert een AIF met zetel in een derde land en maakt voor de verhandeling daarvan in de EU gebruik van een Europees paspoort voor de AIF;

¹⁴ Te raadplegen op www.internetconsultatie.nl.

3. een EU AIF-beheerder beheert een AIF met zetel in een derde land en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan zonder gebruikmaking van een Europees paspoort;
4. een AIF-beheerder met zetel in een derde land beheert een EU AIF en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan met gebruikmaking van een Europees paspoort;
5. een AIF-beheerder met zetel in een derde land beheert een AIF met zetel in een derde land en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan met gebruikmaking van een Europees paspoort;
6. een AIF-beheerder met zetel in een derde land beheert een AIF met zetel in een andere lidstaat dan de referentielidstaat; en
7. een AIF-beheerder met zetel in een derde land beheert een AIF met zetel in een derde land en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan zonder gebruikmaking van een Europees paspoort.

De mate waarin de AIF of AIF-beheerder met verplichtingen uit de richtlijn wordt geconfronteerd verschilt in elk van deze situaties. De vereisten die in deze situaties op grond van de richtlijn gelden, worden hierna achtereenvolgens toegelicht.

EU AIF-beheerder beheert een niet-EU AIF zonder dat de deelnemingsrechten in de EU worden verhandeld.

Deze situatie wordt geregeld in artikel 34 van de richtlijn. Een vergunninghoudende EU AIF-beheerder mag niet-EU AIFs beheren, mits alle toepasselijke voorschriften opgenomen in de hoofdstukken II-V van de richtlijn worden nageleefd. De niet-EU AIF hoeft echter niet te voldoen aan de in artikel 21 van de richtlijn opgenomen vereisten die worden gesteld aan de bewaarder van een AIF. Ook is de verplichting van artikel 22 van de richtlijn ten aanzien van het ter beschikking stellen van een jaarverslag van de AIF niet van toepassing. Daarnaast geldt dat tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de AIF-beheerder en het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd een adequate samenwerkingsregeling bestaat die ten minste een efficiënte informatieuitwisseling garandeert.

EU AIF-beheerder beheert een niet-EU AIF en verhandelt de deelnemingsrechten met gebruikmaking van een paspoort

Op grond van artikel 35 van de richtlijn moet de EU AIF-beheerder aan alle vereisten uit de richtlijn voldoen, met uitzondering van de voorschriften van hoofdstuk VI (“Rechten van EU ABI-beheerders om in de Unie EU-ABI’s te verhandelen en te beheren”). De voorschriften uit dat hoofdstuk gelden immers alleen als gebruik wordt gemaakt van een paspoort voor een EU AIF. In plaats daarvan gelden de notificatieprocedures van 35 lid 3 (indien de AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de niet-EU AIF in zijn lidstaat van herkomst wil verhandelen) en lid 5 (indien de AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de niet-EU AIF (ook) in andere lidstaten wil verhandelen). De kennisgeving moet in beide gevallen worden gericht aan de toezichthouder van de lidstaat van herkomst van de AIF-beheerder. In de bijlagen III en IV van de richtlijn is opgenomen welke documentatie en informatie bij de kennisgeving moet worden verstrekt.

Daarnaast moet zijn voldaan aan de vereisten van artikel 35 lid 2:

- a. tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de AIF-beheerder en het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd moet een adequate samenwerkingsregeling bestaan die ten minste een efficiënte informatieuitwisseling garandeert;
- b. het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd mag niet op de FATF-lijst van niet-coöperatieve landen en gebieden staan; en
- c. het derde land heeft met de lidstaat van herkomst van de AIF-beheerder een belastingverdrag gesloten dat voldoet aan de normen van het OESO-Modelverdrag en een doeltreffende informatieuitwisseling waarborgt.

EU AIF-beheerder beheert een niet-EU AIF en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan zonder Europees paspoort

Artikel 36 van de richtlijn staat de verhandeling van niet-EU AIFs door een EU AIF-beheerder toe indien aan de volgende eisen is voldaan:

- a. de EU AIF-beheerder moet aan alle vereisten opgenomen in de hoofdstukken II-V van de richtlijn voldoen, met uitzondering van de voorschriften ten aanzien van de bewaarder in artikel 21. Wel moet de EU AIF-beheerder ervoor zorgen dat er een of meer entiteiten worden aangesteld die de bewaartaken opgenomen in de leden 7, 8 en 9 van artikel 21 voor hun rekening nemen. De AIF-beheerder mag die taken niet zelf verrichten;
- b. tussen de bevoegde autoriteiten van de lidstaat van herkomst van de AIF-beheerder en het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd moet een adequate samenwerkingsregeling bestaan die ten minste een efficiënte informatieuitwisseling garandeert; en
- c. het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd mag niet op de FATF-lijst van niet-coöperatieve landen en gebieden staan.

De afzonderlijke lidstaten waarin de EU AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de niet-EU AIF wenst te verhandelen mogen aanvullende, strengere regels stellen.

Niet-EU AIF-beheerder beheert een EU AIF en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan met gebruikmaking van een Europees paspoort

Een AIF-beheerder gevestigd in een derde land moet eerst een vergunning aanvragen voordat hij een EU AIF mag beheren en/of verhandelen in de EU. De vergunning moet worden aangevraagd bij de zogenaamde referentielidstaat. Om toezichtsarbitrage te voorkomen bevat artikel 37 lid 4 t/m 6 bevat een in vergelijking met andere richtlijnen¹⁵ uitzonderlijk gedetailleerde criteria ter bepaling van de referentielidstaat.

¹⁵ Vergelijk bijvoorbeeld de definitie van “lidstaat van herkomst” uit de Prospectusrichtlijn (2003/71/EG) en de daarin opgenomen keuzemogelijkheden voor de aanbieder van effecten.

Welke lidstaat wordt aangemerkt als referentielidstaat is onder andere afhankelijk van de lidstaat van herkomst van de AIFs die de AIF-beheerder wil verhandelen. De toezichthouder waar de vergunning wordt aangevraagd moet controleren of de AIF-beheerder de referentielidstaat juist heeft bepaald. Daarna moet de analyse van de toezichthouder (en indirect dus ook de analyse van de AIF-beheerder) worden voorgelegd aan ESMA. ESMA krijgt een maand de tijd om de analyse te beoordelen.

Een door een niet-EU AIF-beheerder aangevraagde vergunning wordt verleend indien de AIF-beheerder voldoet aan de vereisten van hoofdstuk II (“Vergunningverlening aan ABI-beheerders”) van de richtlijn. Daarnaast moet een vergunninghoudende niet-EU AIF-beheerder voldoen aan de doorlopende verplichtingen van hoofdstuk III-V van de richtlijn. In aanvulling op en in afwijking van hoofdstuk II geldt echter het volgende:

- wanneer de naleving van een bepaling uit de richtlijn onverenigbaar is met de naleving van wetgeving die geldt voor de niet-EU AIF-beheerder of de niet-EU AIF die in de EU wordt verhandeld, is de AIF-beheerder niet verplicht die richtlijn bepaling na te leven indien hij kan aantonen dat (i) het onmogelijk is de naleving van de richtlijn te combineren met de naleving van een dwingende wetbepaling die van toepassing is op de niet-EU AIF-beheerder of de niet-EU AIF die in de EU wordt verhandeld, (ii) de desbetreffende buitenlandse wetgeving voorziet in een equivalente regel die hetzelfde doel dient en die investeerders in de AIF hetzelfde beschermingsniveau biedt (te bevestigen door middel van een *legal opinion*), en (iii) die equivalente regel daadwerkelijk wordt nageleefd;¹⁶
- de niet-EU AIF-beheerder moet een wettelijk vertegenwoordiger aanstellen die verantwoordelijk is voor de contacten met de toezichthouder en het interne toezicht op de naleving van de toepasselijke voorschriften van de richtlijn. De wettelijk vertegenwoordiger moet in de referentielidstaat zijn gevestigd.¹⁷

Voor het activeren van het paspoort dient de vergunninghoudende niet-EU AIF-beheerder de notificatieprocedure van artikel 39 lid 2 (indien de AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de AIF in zijn lidstaat van herkomst wil verhandelen) of 39 lid 4 (indien de AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de niet-EU AIF (ook) in andere lidstaten wil verhandelen) van de richtlijn te volgen. De kennisgeving moet in beide gevallen worden gericht aan de referentielidstaat van de AIF-beheerder. In de bijlagen III en IV van de richtlijn is opgenomen welke documentatie en informatie bij de kennisgeving moet worden verstrekt.

¹⁶ Art. 37 lid 2 jo. lid 8 Richtlijn.

¹⁷ Art. 37 lid 3 Richtlijn.

Niet-EU AIF-beheerder beheert een niet-EU AIF en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan met gebruikmaking van een Europees paspoort

Indien een niet-EU AIF-beheerder deelnemingsrechten van een door hem beheerde niet-EU AIF wenst te verhandelen in de EU, moet de AIF-beheerder eerst over een vergunning als bedoeld in artikel 37 van de richtlijn beschikken (zie hiervoor). Daarnaast gelden de volgende vereisten (artikel 40 lid 2 van de richtlijn):

- a. tussen de bevoegde autoriteiten van de referentielidstaat en de toezichthoudende autoriteit van het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd moet een adequate samenwerkingsregeling bestaan die ten minste een efficiënte informatieuitwisseling garandeert;
- b. het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd mag niet op de FATF-lijst van niet-coöperatieve landen en gebieden staan; en
- c. het derde land moet met de referentielidstaat en iedere andere lidstaat waar de rechten van deelneming van de niet-EU AIF worden verhandeld een belastingverdrag hebben gesloten dat voldoet aan de normen van het OESO-Modelverdrag en een doeltreffende informatieuitwisseling waarborgt.

Voor de activering van het paspoort is vereist dat de niet-EU AIF-beheerder de notificatieprocedure van artikel 40 lid 3 (indien de AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de AIF in zijn referentielidstaat wil verhandelen) of 40 lid 5 (indien de AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de AIF (ook) in andere lidstaten wil verhandelen). De kennisgeving moet in beide gevallen worden gericht aan de referentielidstaat van de AIF-beheerder. In de bijlagen III en IV van de richtlijn is opgenomen welke documentatie en informatie bij de kennisgeving moet worden verstrekt.

Niet-EU AIF-beheerder beheert een AIF met zetel in een andere lidstaat dan de referentielidstaat

Het is een vergunninghoudende AIF-beheerder met zetel in een derde land toegestaan AIFs met zetel in een andere lidstaat dan de referentielidstaat te beheren. Daarvoor dient per lidstaat wel eenmalig de notificatieprocedure van artikel 41 lid 2 en 4 van de richtlijn te doorlopen. Die notificatieprocedure houdt in dat de niet-EU AIF-beheerder die voor het eerst in die andere lidstaat gevestigde EU-AIFs wil beheren de bevoegde autoriteiten van zijn referentielidstaat moet informeren in welke lidstaat hij AIFs wil beheren. De beheerder moet daarbij tevens een programma van werkzaamheden verstrekken waarin is opgenomen welke diensten hij wil verlenen en welke AIFs hij wil beheren. Indien de beheerder een bijkantoor wenst te openen in de andere lidstaat moeten tevens de gegevens van het bijkantoor genoemd in artikel 41 lid 3 van de richtlijn worden verstrekt.

In geval van wijziging van de verstrekte gegevens (dus ook wanneer de niet-EU AIF-beheerder nieuwe of andere EU-AIFs wil gaan beheren) moet de beheerder de bevoegde autoriteiten van de referentielidstaat ten minste één maand voordat de geplande wijziging plaatsvindt informeren.

Niet-EU AIF-beheerder beheert een niet-EU AIF en verhandelt de deelnemingsrechten daarvan zonder gebruikmaking van een Europees paspoort

Lidstaten kunnen op grond van artikel 42 van de richtlijn een niet-EU AIF-beheerder toestaan om deelnemingsrechten van een niet-EU AIF te verhandelen in die lidstaat, mits aan de volgende minimumvereisten is voldaan (zie ook hoofdstuk 4 hiervoor):

- de niet-EU AIF-beheerder moet de informatieverplichtingen van de artikelen 22, 23 en 24 van de richtlijn naleven;
- de niet-EU AIF-beheerder moet, indien van toepassing, de artikelen 26 t/m 30 van de richtlijn naleven. Deze artikelen bevatten informatieverplichtingen en beperkingen voor AIFs die hetzij individueel hetzij gezamenlijk met anderen méér dan 50% van het stemrecht in een niet-beursgenoteerde onderneming kan uitoefenen;
- tussen de toezichthouders van de lidstaat waar de AIF wordt verhandeld en de toezichthoudende autoriteit van het derde land waar de niet-EU AIF is gevestigd bestaat een adequate, met de internationale normen strokende samenwerkingsregeling voor toezicht op systeemrisico's die een efficiënte informatieuitwisseling garandeert; en
- het derde land waar de niet-EU AIF of de niet-EU AIF-beheerder is gevestigd mag niet op de FATF-lijst van niet-coöperatieve landen en gebieden staan.

De afzonderlijke lidstaten waarin de niet-EU AIF-beheerder de deelnemingsrechten van de niet-EU AIF wenst te verhandelen mogen aanvullende, strengere regels stellen.

7. Tot slot

De invoering van de omvangrijke en verstrekkende AIFM Richtlijn zal nog de nodige hoofdbrekens kosten. Ook het regime ten aanzien van derde landen is complex, en leidt onvermijdelijk tot nadere vragen. Bijvoorbeeld onder welke omstandigheden het voor een AIF-beheerder met zetel in een derde land daadwerkelijk *onmogelijk* is om naleving van de richtlijn te combineren met de naleving van een wettelijke verplichting in een derde land. Of de vraag wanneer de wetgeving die geldt voor een niet-EU AIF-beheerder voorziet in een *equivalente* regel die *hetzelfde doel* dient en die de beleggers in de desbetreffende AIF *hetzelfde beschermingsniveau* biedt, een en ander in de zin van artikel 37 lid 2 van de richtlijn. Winst is in ieder geval wel dat de ophaalbrug van fort Europa ten opzichte van het Commissievoorstel voor beheerders en fondsen uit derde landen iets is neergelaten.

Bespreking reacties consultatieversie

Van 19 augustus tot 20 september 2011 is het conceptwetsvoorstel ter consultatie aangeboden op www.internetconsultatie.nl. Op de consultatie is door verschillende partijen gereageerd. Er zijn reacties ontvangen van: AFM, DNB, Dufas (Dutch fund and asset management association), IVBN (Vereniging van Institutionele Beleggers in Vastgoed, Nederland), Loyens & Loeff N.V., de Vereniging ter behartiging van de gezamenlijke belangen van beursgenoteerde fiscale vastgoedbeleggingsinstellingen, de Pensioenfederatie, Simmons & Simmons, de NVP (Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen), De Brauw BlackstoneWestbroek, De Kamp & co, Eumedion (corporate governance forum), Holland Financial Centre en Fastnet.

Door meerdere partijen is met betrekking tot een groot aantal onderdelen van de richtlijn aandacht gevraagd voor de uitwerking in lagere regelgeving. Deels is die uitwerking nog afhankelijk van nadere regels die met name door de Europese Commissie, naar aanleiding van het ESMA-advies, zullen worden opgesteld. Er wordt naar gestreefd om zo spoedig mogelijk helderheid te geven over de (implementatie van) deze nadere regelgeving. Een deel van de richtlijn wordt evenals genoemde nadere regelgeving geïmplementeerd op het niveau van algemene maatregel van bestuur of ministeriële regeling. Voor wat betreft deze lagere regelgeving wordt eveneens gestreefd naar het bieden van zo spoedig mogelijke duidelijkheid.

In de consultatiereacties is uitgebreid aandacht gevraagd voor de positie van (beheerders van) beleggingsinstellingen die op dit moment nog gebruik kunnen maken van een vrijstelling op grond van de Wft. Bij een deel van de thans vrijgestelde (beheerders van) beleggingsinstellingen kunnen de extra lasten die ontstaan door het toezicht en de bijbehorende verplichtingen disproportioneel zijn ten opzichte van de voordelen die behaald worden door het toezicht. Daarbij wordt dan ten eerste gedacht aan beleggingsclubs, maar ook aan bijvoorbeeld start-ups. Voor zover deze partijen alleen aanbieden aan professionele beleggers biedt de lichtere regeling in de richtlijn een oplossing. Naar aanleiding van de consultatiereacties is ervoor gekozen om de lichtere regeling, onder voorwaarden, ook toe te passen wanneer wordt aangeboden aan niet-professionele beleggers (retail). Vanuit het oogpunt van beleggersbescherming is ervoor gekozen om de lichtere regeling niet op alle beheerders die aanbieden aan retail beleggers toe te passen. Voor de toegang tot de lichtere regeling worden daarom niet alleen de grenzen uit de lichtere regeling gehanteerd portefeuille minder

dan € 100 miljoen of € 500 miljoen, zonder hefboomfinanciering), maar wordt voor aanbieden aan retail ook geëist dat niet wordt aangeboden aan meer dan 100 personen of de waarde van de deelnemingsrechten boven € 100.000 ligt. Deze additionele grenzen zijn ontleend aan de huidige vrijstellingen. Verschil met de huidige situatie is dat geen sprake meer is van een vrijstelling, maar er een lichtere regeling op deze beheerders van toepassing is op grond waarvan bepaalde meldingen moeten worden gedaan en informatie aan toezichthouders moet worden verstrekt. Deze maatregelen zijn zo vormgegeven, dat waar mogelijk de administratieve lasten zoveel mogelijk worden beperkt, terwijl anderzijds er wel voldoende beleggersbescherming is.

Verder is in de consultatiereacties veel aandacht besteed aan de mogelijkheid voor de lidstaten om een nationaal derde landenbeleid te handhaven (tot 23 juli 2018). In de consultatieversie was ervoor gekozen om het aangewezen statenbeleid te handhaven zolang de lidstaten een nationaal derdelandenbeleid kunnen houden. Vele consultatiereacties wezen er terecht op dat de lidstaten vrij zijn in de behandeling van aanbieders uit derde landen (als zij een bepaald minimum aan voorwaarden hanteren) totdat het Europese derdelandenbeleid volledig verplicht is en deze partijen uit derde landen dus ook gebruik kunnen maken van de paspoort. Het is daarom mogelijk om tot dat moment ook de huidige vrijstellingen te handhaven (waarbij als voorwaarden de minimumeisen uit de richtlijn worden toegevoegd). Met name voor Nederlandse institutionele beleggers is het belangrijk dat zij gebruik kunnen blijven maken van de diensten van beheerders van beleggingsinstellingen uit derde landen. Daarom wordt binnen het nationale derde landenbeleid de vrijstelling voor aanbieden aan alleen gekwalificeerde beleggers gehandhaafd (aangevuld met de minimumvoorwaarden).

Meerdere partijen hebben met het oog op een level playing field gewezen op het belang van een gelijkkluidend standpunt van de lidstaten over de toepasselijkheid van de richtlijn op beursgenoteerde vastgoedinstellingen en pensioenpoolingstructuren. Het belang van een level playing field op deze punten wordt onderschreven. Aan de Europese Commissie is gevraagd of beursgenoteerde vastgoedinstellingen onder de reikwijdte van de richtlijn vallen. Door ESMA zal op verzoek van de Europese Commissie in dit kader een mapping exercise worden uitgevoerd. De Europese Commissie heeft tot op heden nog geen standpunt ingenomen. De Europese ontwikkelingen op dit punt zullen nauwlettend worden gevolgd. Met betrekking tot de verschillende poolingstructuren die in de praktijk voorkomen, is niet op voorhand te bepalen of sprake is van een beleggingsinstelling. In het algemeen deel is hier nadere toelichting over opgenomen.

Een enkele partij heeft gevraagd naar de vrijstelling uit artikel 3, eerste lid, van de richtlijn (de zogenoemde intra-groep vrijstelling). Naar aanleiding van deze vraag is verduidelijkt dat de vrijstelling niet van toepassing is op een beheerder die een beleggingsinstelling beheert waarin wordt belegd door een beleggingsinstelling binnen de groep of voor zover in de beleggingsinstelling wordt belegd door een belegger van buiten de groep.

Verschillende partijen hebben opmerkingen gemaakt over verslaglegging en liquiditeitsmanagement bij vastgoedfondsen. Bij de implementatie van regels op besluitniveau zal zoveel rekening worden gehouden met deze punten. Opgemerkt dient echter te worden dat de invulling grotendeels nog afhankelijk is van de uitvoeringsmaatregelen die vastgesteld zullen worden door de Europese Commissie.

Ten aanzien van vastgoedbeleggingsinstellingen is de vraag opgekomen of het beheer van het vastgoed zelf – het zogenaamde property management – eveneens tot de taken van een beheerder moeten worden gerekend. Bij de taken van de beheerder in bijlage 1 van de richtlijn is in de Nederlandse vertaling van de richtlijn opgenomen ‘beheer van vastgoed’. De Engelse tekst spreekt over ‘real estate administration services’. Hieronder wordt bijvoorbeeld niet verstaan het dagelijks onderhoud van het vastgoed. Dergelijke onderhoudstaken kan de beheerder zelf verrichten of uitbesteden zonder toepassing van de regels in de Wft. Ook ‘real estate administration services’ kan de beheerder zelf verrichten of uitbesteden. Als de beheerder kiest voor uitbesteden zijn regels ingevolge artikel 20 van de richtlijn van toepassing.

Een groot aantal partijen heeft aandacht gevraagd voor aspecten aangaande de bewaarder. Voor bewaarders van beleggingsfondsen geldt na de implementatie niet langer de eis dat de bewaarder juridisch eigenaar moet zijn van het fondsvermogen. In de consultatie is door verschillende partijen gevraagd of deze eis ook bij fondsen voor collectieve belegging in effecten kan vervallen. Aangezien er voldoende waarborgen blijven om de belangen van onder andere de deelnemers te beschermen, is ervoor gekozen deze eis ook voor fondsen voor collectieve belegging in effecten te laten vervallen. Verder is aandacht gevraagd voor de mogelijkheid om voor bepaalde specifieke categorieën beleggingsinstellingen (kortgezegd vastgoedinstellingen en private equity instellingen onder bepaalde voorwaarden) een alternatieve bewaarder aan te stellen. Deze mogelijkheid zal worden vormgegeven in het Bgfo. Voorafgaand aan het opstellen van deze algemene maatregel van bestuur zal gesproken worden met partijen die mogelijk deze bewaarders rol kunnen vervullen.

Een aantal partijen heeft aangegeven dat de bepalingen met betrekking tot ‘asset-stripping’ uitgebreider in de wet opgenomen zouden moeten worden. In de consultatieversie werd aangekondigd dat deze bepaling uit de richtlijn grotendeels bij algemene maatregel van bestuur zou worden uitgewerkt. Naar aanleiding van de opmerkingen in de consultatie is echter de wettelijke bepaling uitgebreid.

Verschillende partijen hebben aandacht gevraagd voor de termijn waarbinnen de jaarrekening en het jaarverslag moeten worden verstrekt. De richtlijn stelt de termijn van zes maanden maar geeft lidstaten de keuze om een kortere termijn te hanteren. Bij icbe’s wordt een termijn van vier maanden gehanteerd. In de consultatieversie van dit wetsvoorstel was ook een termijn van vier maanden opgenomen. Dit blijkt echter problematisch te zijn voor een beduidend deel van markt. Daarom is ervoor gekozen om in dit wetsvoorstel een termijn van zes maanden te hanteren. Uiteraard kan de jaarrekening en het jaarverslag ook eerder worden verstrekt.

In een aantal reacties is aandacht gevraagd voor de samenhang tussen eisen met betrekking tot beheerders van beleggingsinstellingen en de eisen met betrekking tot beheerders van icbe's. Het wetsvoorstel is naar aanleiding van deze opmerkingen op enkele punten aangepast. Zo is de verplichting om staten te verstrekken ook voor beheerders van icbe's opgenomen (artikel 3:72).

Verder zijn opmerkingen gemaakt over artikel 2:67a, tweede lid, van de Wft. Beheerders mogen naast het beheren van beleggingsinstellingen ook bepaalde beleggingsdiensten verlenen. Er is op gewezen dat beheerders op grond van de richtlijn wel aan bepaalde eisen uit de richtlijn markten voor financiële instrumenten (Mifid) moet voldoen. Wanneer beheerders deze beleggingsdiensten verrichten zijn zij een beleggingsonderneming en moeten zij uit dien hoofde voldoen aan de eisen die aan beleggingsondernemingen zijn gesteld in het kader van het doorlopend toezicht en dus ook aan de eisen die in deel 4 die voortvloeien uit de Mifid.

Ook zijn opmerkingen gemaakt over het verdwijnen van de verplichting voor beheerders om jaarlijks hun eigen jaarrekening te verstrekken aan de toezichthouders. Deze verplichting is bewust niet langer opgenomen voor beheerders van beleggingsinstellingen omdat dit niet voortvloeit uit de richtlijn. In plaats daarvan bieden staten de mogelijkheid om te toetsen of beheerders aan hun prudentiële verplichtingen voldoen.

In de ZIFO-reeks verschenen:

1. **Hoe verder met collegiaal bestuur in Nederland?**
Bestuurstaak, bestuursverantwoordelijkheid en bestuurdersaansprakelijkheid volgens het nieuwe artikel 2:9 BW
prof. mr. J.B. Huizink, mr. J.M. de Jongh, prof. mr. W.J.M. van Veen, prof. mr. A.F. Verdam
2. **Boek 2 BW, statuten en aandeelhoudersovereenkomsten – stand van zaken en blik vooruit**
prof. mr. W.J.M. van Veen
3. **Wie is de aandeelhouder?**
Beschouwingen over de wenselijkheid van een centraal aandeelhoudersregister en de kenbaarheid van aandeelhouders in beursgenoteerde vennootschappen
prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. D.F.M.M. Zaman, mr. T.J.C. Klein Bronsvort, prof. mr. E.P.M. Vermeulen, prof. mr. A.F. Verdam
4. **Crisiswetgeving voor financiële instellingen en ondernemingen**
dr. A.H.E.M. Wellink, mevr. mr. C.W.M. Lieverse, prof. mr. M.W. den Boogert, mr. R.P.B. van Outersterp, prof. mr. C.E. du Perron, prof. mr. A.F. Verdam, prof. mr. G.T.M.J. Raaijmakers. Met een inleiding van Prof. mr. W.J.M. van Veen
5. **De implementatie van de AIFM Richtlijn**
mr. N.B. Spoor, mr. M. Tausk, prof. mr. J.B. Huizink, prof. mr. R.P. Raas