

## LEGAL UPDATE

### Aanbevelingen van ESMA voor herziening AIFM-richtlijn

Datum: 1 september 2020

De AIFM-richtlijn (*Alternative Investment Fund Managers Directive*, de "**Richtlijn**") bevat Europese regelgeving voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen ("**abi's**"), zoals private equity-, vastgoed- of aandelenfondsen. De Richtlijn is op 22 juli 2013 in werking getreden in Nederland. Het doel van de Richtlijn is om beheerders van abi's te onderwerpen aan Europese geharmoniseerde regelgeving.

De Europese Commissie is de Richtlijn aan het herzien. In dat kader heeft de Europese Commissie op 10 juni 2020 een [rapport](#) gepubliceerd. In navolging daarop publiceerde de AFM op 17 juni 2020 aanbevelingen voor de herziening in een [position paper](#). Ook de *European Securities and Markets Authority* ("**ESMA**") heeft op 19 augustus 2020 een [brief](#) gepubliceerd met haar aanbevelingen. De aanbevelingen zien voornamelijk op beheerders van abi's, maar ook de beheerders van UCITS worden door ESMA aangehaald. In deze Legal Update bespreken we de belangrijkste aanbevelingen van ESMA voor de markt.

### Harmonisatie van de Richtlijn en het UCITS regime

ESMA ziet de herziening van de Richtlijn als een mogelijkheid om meer harmonisatie te creëren met de toepasselijke regelgeving op een UCIT (*Undertaking for Collective Investment*). Een UCIT valt niet onder de werking van de Richtlijn en is een andere soort beleggingsinstelling dan de abi. Hoewel een UCIT wel degelijk verschilt van een abi, verdient het volgens ESMA aanbeveling om de regelgeving zo veel als mogelijk in overeenstemming met elkaar te brengen. Het streven is om een lastenverlichting voor beheerders van zowel abi's als UCITS te bewerkstelligen en de wijzen waarop toezicht wordt gehouden op deze beheerders met elkaar in lijn te brengen.

### Individueel beleggingsmandaat en MiFID II

Een abi is een instelling voor collectieve belegging. De Richtlijn staat het ook toe dat beheerders van abi's (en beheerders van UCITS op grond van de UCIT-richtlijn) beleggingsportefeuilles beheren op individuele basis via een mandaat. ESMA geeft aan dat tussen de lidstaten verschillende opvattingen bestaan over welke activiteiten een abi mag verrichten onder de Richtlijn, voornamelijk wanneer het gaat om een individueel beleggingsmandaat. Zo geeft ESMA het voorbeeld dat door de kruisverwijzingen tussen de Richtlijn en MiFID II onduidelijkheid kan ontstaan of de regels van MiFID II (de richtlijn die van toepassing is op beleggingsondernemingen) ook moeten worden nageleefd in het geval van advisering (als bedoeld in MiFID II) over bijvoorbeeld vastgoed. Dit zou opmerkelijk zijn aangezien vastgoed niet kwalificeert als een financieel instrument en MiFID II om die reden niet van toepassing is.

### Uitbesteding

In de praktijk besteden beheerders van abi's hun taken grotendeels uit aan derden binnen of buiten de groep van de abi. De beheerders van abi's hebben slechts een controlerende taak (voornamelijk gericht op risicobeheer) en het dagelijks beheer is in handen van gedelegeerde partijen. Het is waarschijnlijk dat de uitbesteding van het portefeuillebeheer aan entiteiten gevestigd buiten de Europese Unie toeneemt gelet op de Brexit. Het gevolg hiervan is dat gedelegeerde partijen een groot deel van de vergoedingen van beheerders ontvangen. Hoewel delegatie kan leiden tot meer efficiëntie, leidt dit ook tot meer toezichtrisico's. De gedelegeerde partijen zijn vaak niet direct onderworpen aan de Richtlijn, wat kan zorgen voor toezichtsarbitrage en een gebrek aan bescherming van beleggers binnen de Europese Unie. ESMA geeft de aanbeveling om de Richtlijn aan te passen om ervoor te zorgen dat ook

gedelegeerde partijen onderworpen zijn aan een standaard set aan regelgeving van de Richtlijn, ongeacht de vergunning of locatie waar zij zich bevinden. Op welke manier ESMA dit precies wil bewerkstelligen, licht zij niet toe. Daarnaast beveelt ESMA aan de grenzen aan het delegeren van taken bij het beheren van abi's verduidelijken.

ESMA wenst specifiekere voorwaarden voor zogenaamde *white label service providers*. Een *white label service provider* is een vergunninghoudende beheerder van een beleggingsinstelling die fondsen de mogelijkheid biedt om beheerd te worden onder zijn vergunning. Het portefeuillebeheer wordt uitbesteed aan de initiatiefnemers van de fondsen. Ook is het mogelijk dat de initiatiefnemers zijn aangewezen als beleggingsadviseur of dat informeel de instructies van de initiatiefnemers worden opgevolgd. In de situatie dat de initiatiefnemer de portefeuille beheert of als beleggingsadviseur is aangesteld, kunnen volgens ESMA aanzienlijke belangenconflicten ontstaan. ESMA geeft aan dat het de vraag is of zulke constructies in lijn zijn met de regelgeving rondom de abi en de UCIT. Mocht dit wel het geval zijn, vraagt ESMA om geharmoniseerde regelgeving.

### **Grensoverschrijdende activiteiten en bijkantoren**

Beheerders van abi's kunnen grensoverschrijdend activiteiten verrichten (denk aan marketingactiviteiten of beheerdersactiviteiten) in een andere lidstaat op basis van een Europees paspoort of door een bijkantoor op te richten. ESMA geeft in haar brief aan dat onduidelijkheid bestaat over welke nationale toezichthouder verantwoordelijk is voor het houden van toezicht in deze situaties. Het is bijvoorbeeld onduidelijk of de toezichthouder van de lidstaat van herkomst toezicht moet uitoefenen op een bijkantoor of de toezichthouder van waar het bijkantoor is gevestigd. Verder bestaat geen heldere procedure voor de situatie dat een abi een bijkantoor wil sluiten en wordt er geen register bijgehouden van bestaande bijkantoren.

De huidige Richtlijn bevat bovendien geen geharmoniseerde regelgeving voor het intrekken van een Europees paspoort. In dat kader wijzen we u ook graag op de [Richtlijn voor grensoverschrijdende distributie van collectieve beleggingsfondsen](#) ("**Richtlijn grensoverschrijdende distributie**"). De Richtlijn grensoverschrijdende distributie voorziet in een regeling om een Europees paspoort in te trekken, ook wel de-notificatie genoemd. In de situatie dat een beheerder zijn activiteiten in een lidstaat wil stopzetten, heeft de beheerder het Europees paspoort niet langer nodig en kunnen toezichtkosten worden bespaard. De Richtlijn grensoverschrijdende distributie is op 1 augustus 2019 in werking getreden. Lidstaten hebben tot uiterlijk 1 augustus 2021 om de Richtlijn grensoverschrijdende distributie te implementeren in nationale wetgeving.

### **"Semiprofessionele" belegger**

In de huidige Richtlijn is geen definitie opgenomen van "semiprofessionele" belegger. ESMA signaleert dat de definitie van professioneel belegger op verschillende manieren wordt uitgelegd. Om dit te voorkomen, stelt ESMA voor om meerdere categorieën van beleggers te introduceren met bijpassende regelgeving per categorie met het oog op beleggersbescherming. Activiteiten die worden verricht onder een Europees paspoort zouden alleen moeten zijn toegestaan in relatie tot professionele beleggers, aldus ESMA.

### **Kader voor verstrekken van leningen**

ESMA geeft voorts de aanbeveling om een specifiek kader te creëren voor het verstrekken van leningen onder de Richtlijn. ESMA heeft in april 2016 al een [advies](#) uitgebracht over het creëren van een Europese basis voor het verstrekken van leningen door beleggingsinstellingen. Het advies bevat aanbevelingen over verschillende onderwerpen, zoals de vergunningverlening voor beleggingsinstellingen die leningen verstrekken, de verschillende soorten beleggingsinstellingen die leningen verstrekken, het type beleggers aan wie de leningen mogen worden verstrekt en de organisatorische en prudentiële vereisten voor beleggingsinstellingen die leningen verstrekken. ESMA beoogt een duurzame rol voor leningsfondsen creëren. De aanbeveling van ESMA houdt in dat de

beleggingsinstellingen alleen *closed-end* mogen zijn en dat een belegging in dergelijke beleggingsinstellingen alleen open staat voor professionele en semiprofessionele beleggers.

## **Definities abi en reverse solicitation**

ESMA adviseert enkele sleuteldefinities in de Richtlijn aan te passen, zodat de onzekerheid over de interpretatie en het toepassingsgebied van de Richtlijn afneemt. De huidige definities zijn te vaag en niet specifiek genoeg, waardoor verschillende interpretaties ontstaan op nationaal niveau. De definitie van abi moet nader worden ingekleurd door middel van de [richtsnoeren](#) van de ESMA inzake sleutelbegrippen van de Richtlijn. Het gaat in ieder geval om de volgende begrippen: (i) het algemeen of zakelijk bedrijfsdoel met betrekking tot vastgoedprojecten, (ii) gemeenschappelijk rendement (*pooled return*) en (iii) beleggingsbeleid.

Ook benadrukt ESMA dat de definitie van *reverse solicitation* opheldering behoeft. *Reverse solicitation* houdt in dat een belegger op zijn eigen initiatief een abi benaderd met de intentie om te beleggen. Indien sprake is van *reverse solicitation* hoeft een beheerder van een abi niet te beschikken over een vergunning, Europees paspoort of registratie. Zodra sprake is van *marketing* (in het Nederlands: verhandeling), is dit wel vereist. De interpretatie van het begrip *marketing* loopt uiteen. Van belang is om de scheidslijn tussen *reverse solicitation* en *marketing* te verscherpen, om zo beleggers beter te kunnen beschermen. De Richtlijn grensoverschrijdende distributie (zie hierboven) beoogt bij te dragen aan het verduidelijken van het onderscheid door een geharmoniseerde definitie van *pre-marketing* te introduceren.

ESMA roept de Europese Commissie op om haar aanbevelingen in acht te nemen bij de herziening van de Richtlijn. Het is voor nu nog even koffiedik kijken hoe de herziening precies vorm gaat krijgen. Wij houden u uiteraard op de hoogte.

Dit is een Legal Update van Micky Peters.

Voor meer informatie:

Micky Peters  
+31 30 25 95 652  
[mickypeters@vbk.nl](mailto:mickypeters@vbk.nl)