

FINNIUS

Highlights uit ESMA's feedback op de AIFMD

24 augustus 2020

 6 MINUTEN

Op 18 augustus 2020 publiceerde ESMA een brief aan de Europese Commissie waarin ze verbeteringen voorstelt met betrekking tot de richtlijn voor managers van alternatieve beleggingsinstellingen, de AIFM-Richtlijn (of kortweg: de **AIFMD**). Dit deed zij in het kader van de lopende review van de AIFMD. De brief is echter ook voor beheerders van UCITS erg relevant, omdat ESMA in het merendeel van de feedback ook de UCITS-Richtlijn betreft. De brief staat boordevol interessante observaties van ESMA, die recht doen aan wat ook wij in de praktijk zien. Het is moeilijk kiezen, maar toch lichten we er vier onderwerpen uit.

1. Harmonisatie AIFMD en UCITS

ESMA constateert dat er verschillen zijn in diepgang van de regels tussen de AIFMD en UCITS. Op bepaalde onderdelen, waaronder risicobeheer en uitbesteding, is de AIFMD uitgebreider dan UCITS. ESMA stelt voor om verdere harmonisatie van de AIFMD en UCITS regelgeving te onderzoeken. Dat vinden we ten aanzien van organisatorische eisen op zich geen gekke gedachten. In potentie zou die harmonisatie echter ook kunnen betekenen dat de strengere UCITS regels in de zin van beleggingsbescherming (zoals informatieverstrekking) hun weg vinden naar de AIFMD. Dit laatste zouden we niet toejuichen, omdat het UCITS raamwerk ziet op retail beleggers en de AIFMD uitsluitend op professionele beleggers.

2. Individuele beleggingsmandaten

ESMA erkent dat er onduidelijkheid bestaat over de regels die gelden wanneer fondsbeheerder (zowel onder de AIFMD als onder de UCITS-Richtlijn) ook individuele mandaten beheert. Beide richtlijnen staan toe dat een fondsbeheerder naast het collectief beheer van beleggingsfondsen ook individuele beleggingsdiensten verlenen. Waar de fondsbeheerder zich bij dat individueel vermogensbeheer dan aan moet houden, is echter voer voor onduidelijkheid en debat.

Wij herkennen daarbij vooral de door ESMA benoemde situatie waarin een individueel mandaat ziet op een asset-class ten aanzien waarvan er op zichzelf helemaal geen regulering voor individueel vermogensbeheer bestaat. Het duidelijkste voorbeeld hiervan is vastgoed. Op het enkel beheren van een individuele directe vastgoedportefeuille voor een belegger is het financieel toezichtrecht niet van toepassing. Wordt echter individueel vermogensbeheer verricht ten aanzien van een portefeuille die uit financiële instrumenten (zoals aandelen, obligaties en deelnemingsrechten) bestaat, dan moeten de regels voor de herziene Richtlijn voor Markten in Financiële Instrumenten (MiFID II) worden nageleefd. Door de manier waarop de AIFMD en UCITS zijn opgesteld, kan de indruk echter worden gewekt dat wanneer een vastgoedfondsbeheerder daarnaast een individueel mandaat gericht op vastgoed beheert, deze beheerder daarbij eveneens

de MiFID II regels zou moeten toepassen. Dat dit niet de bedoeling kan zijn, is wat ons betreft evident. ESMA spreekt zich hier niet zo expliciet over uit, maar wij verwachten wel dat deze brief aanleiding zal zijn om de AIFMD langs ‘onze lijn’ aan te passen.

3. Uitbesteding; supporting tasks en white label beheerders

Delegatie door fondsbeheerders is van meet af aan een lastig onderwerp binnen de AIFMD. Voor marktpartijen, maar zeker ook voor toezichthouders. Er bestaan dan ook veel verschillen tussen de manier waarop nationale toezichthouders de delegatieregels toepassen. En dat komt het *level playing field* uiteraard niet ten goede. Het is voor ons dan ook geen verrassing dat signaleringen op dit gebied een relatief groot deel van de brief van ESMA beslaan. Van de 7 observaties die uitbesteding betreffen, benoemen wij er 2:

- *Supporting tasks*: De reikwijdte van de uitbestedingsregels lijkt een continu debat tussen vooral nationale toezichthouders en ESMA. ESMA heeft in haar Q&A over de AIFMD aangegeven dat op alle Annex I AIFMD-taken die aan een ander worden overgelaten, de algemene uitbestedingsregels uit de AIFMD moeten worden toegepast. Dat is ook de uitleg die in Nederland wordt gehanteerd. In onze ervaring wordt deze visie door collega's in andere lidstaten niet zo toegepast, omdat deze visie in strijd zou zijn met de richtlijn. ESMA beveelt daarom aan dat haar Q&A gecodificeerd wordt. Daarnaast benoemt zij dat in de praktijk vragen rijzen over wat ‘supporting tasks’ zijn die buiten het toepassingsbereik van de uitbestedingsregels zouden kunnen vallen. Voorbeelden van kennelijke verschillen in inzicht tussen nationale toezichthouders op dit gebied zijn legal & compliance taken verricht door groepsentiteiten, research activiteiten en risico data analyses.
- *White label service providers*: In sommige Europese lidstaten, zoals Ierland en Luxemburg, is een groot aantal vergunninghoudende fondsbeheerders actief die fondsen de mogelijkheid bieden om beheerd te worden onder hun vergunning. Het risicobeheer wordt dan door de vergunninghouder uitgevoerd en deze vergunninghouder is formeel ook verantwoordelijk voor het portefeuillebeheer (het beleggen) van het fonds. Het uitvoeren van het portefeuillebeheer wordt echter volledig uitbesteed aan de ‘fonds sponsor’; degene die het fonds commercieel gezien heeft opgezet. Het is ook mogelijk dat de fonds sponsor als *investment advisor* wordt aangesteld. Dit business model staat bekend onder namen als ‘Host-AIFM’, ‘AIFM Platform’ en ‘Rent-a Manco’. ESMA geeft aan dat niet alle nationale toezichthouders ervan overtuigd zijn dat dit business model houdbaar is onder de uitbestedingsregels van de AIFMD. De AFM behoort tot deze groep toezichthouders: dit soort commerciële platforms kent Nederland daarom niet in de vorm zoals deze in Luxemburg en Ierland opereren. ESMA laat zich niet uit over de toelaatbaarheid van dergelijke platforms, maar vraagt de Europese Commissie wel om duidelijkheid op dit vlak. Dat juichen wij toe, want de verschillende visies in de lidstaten hierop zijn nu wel erg groot. Dit verhoudt zich slecht met de mate van maximum harmonisatie

die wordt nagestreefd. De meest concrete zorg van ESMA ten aanzien van platforms richt zij op de belangenconflicten die gepaard gaan met dit business model. Zij vraagt de Europese Commissie daar speciale aandacht aan te besteden, mocht de EC van mening zijn dat platforms op zichzelf wel zijn toegestaan als business model.

4. Definitie van AIF

Als laatste valt ons op dat ESMA constateert dat bepaalde definities, waaronder die van 'alternatieve beleggingsinstelling', te vaag en niet concreet genoeg zijn. Zij stelt bijvoorbeeld voor de definitie van *joint venture* te concretiseren. Wij delen die visie van ESMA. In de praktijk is het vaak niet eenvoudig vast te stellen of een investeringsvehikel kwalificeert als beleggingsinstelling in de zin van de AIFMD, of juist buiten de AIFMD valt omdat het een joint venture betreft. Dat speelt bijvoorbeeld geregeld bij partijen die een voortrekkersrol vervullen in clubdeals. Deze clubdeals begeven zich geregeld op het snijvlak van de kwalificatie als zuivere joint venture (niet gereguleerd onder de AIFMD) en beleggingsinstelling (wel gereguleerd). Hoewel intuïtief veel van deze clubdeals zeker buiten de reikwijdte van de AIFMD vallen, is dat op papier soms nog lastig rond te krijgen gelet op de definitie en richtsnoeren die nu beschikbaar zijn. En dat is dan weer bezwaarlijk voor een bank die mede in het kader van het eigen cliëntenonderzoek bij het openen van een bankrekening een zorgplicht ervaart ten aanzien van de toezichtrechtelijke status van een rekeninghouder. De neiging kan dan bestaan om bij twijfel en tijdsdruk maar het 'zekere voor het onzekere' te nemen en uit te gaan van een kwalificatie als beleggingsinstelling. Wij vinden echter dat met die kwalificatie niet te lichtvoetig moet worden omgegaan. Het geeft een vertekend beeld van het aantal 'beleggingsinstellingen' dat actief is. Daarnaast brengt de kwalificatie, ook voor beheerders die van het volledige AIFMD-regime zijn vrijgesteld, een aanzienlijke compliance-last met zich, met name op het gebied van anti-witwaswetgeving en informatieverstrekkingseisen. Hopelijk gaan de door ESMA voorgestelde verbeteringen daar bijdragen aan een duidelijkere lijn ten aanzien van joint ventures/clubdeals.

Op dit moment leidt de brief van ESMA nog niet tot concrete wijzigingen in wet- en regelgeving. Maar hopelijk neemt de Europese Commissie de voorgestelde verbeteringen van ESMA ter harte en leidt dit tot wijzigingen die in het belang zijn van de markt. Wij kijken hier uiteraard met belangstelling naar uit.

Specialisten



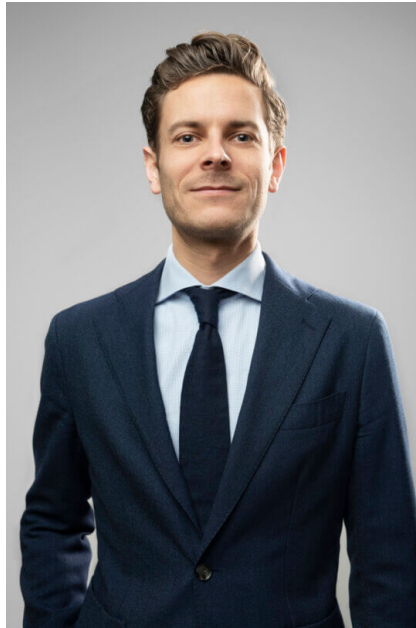
Rosemarijn Labeur

T +31 (0)20 767 01 80

T +31 (0)20 767 01 86 (direct)

M +31 (0)6 31 67 03 94

rosemarijn.labeur@finnius.com



Tim de Wit

T +31 (0)20 767 01 80

T +31 (0)20 820 80 32 (direct)

M +31 (0)6 11 00 45 26

tim.de.wit@finnius.com