

# Rondom het nieuws

## *Veel ontwikkelingen voor kleine beheerders*

*mr. R.E. Labeur en mr. T.W.G. de Wit<sup>1</sup>*

De Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFM-Richtlijn) voorziet in een vrijstelling van het volledige richtlijntoezicht voor beheerders die beperkte vermogens beheren. Als aan een aantal voorwaarden is voldaan, moeten deze 'kleine beheerders' zich alleen registreren bij de bevoegde toezichthouder in het land van vestiging. De AIFM-Richtlijn blijft voor het overige buiten toepassing. Dat betekent echter niet dat de beheerder zich helemaal niet om compliance met toezicht-rechtelijke wet- en regelgeving hoeft te bekommeren. In dit artikel worden vier relevante ontwikkelingen voor de kleine beheerder belicht: (i) de beoogde uitbreiding van de reikwijdte van het registratieregime naar niet-Nederlandse beheerders, (ii) de mogelijke impact van de herziening van de AIFM-Richtlijn, (iii) de zich steeds verder ontwikkelende integriteitsregelgeving en (iv) de toepasselijkheid van de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR).

### 1. Introductie

De AIFM-Richtlijn<sup>2</sup> voorziet in een vrijstelling<sup>3</sup> van het volledige richtlijntoezicht voor beheerders die beleggingsportefeuilles van beperkte omvang beheren. Als aan een aantal voorwaarden is voldaan, moeten deze 'kleine beheerders' zich op grond van de AIFM-Richtlijn alleen registreren bij de bevoegde toezichthouder in het land van vestiging (in Nederland: de Autoriteit Financiële Markten (AFM)). De AIFM-Richtlijn blijft voor het overige buiten toepassing. Deze vrijstelling is beschikbaar voor beheerders waarvan de activa onder beheer, kort gezegd, op geaggregeerd niveau niet meer bedragen dan EUR 500 miljoen, of in geval van een leveraged of open-end fonds, EUR 100 miljoen.<sup>4</sup> De AIFM-Uitvoeringsverordening<sup>5</sup> geeft regels voor de berekening van deze drempelwaarden. In de ESMA Q&A over de AIFM-Richtlijn is de interpretatie van ESMA opgenomen ten aanzien van de vraag wanneer een

beheerder geacht wordt gebruik te maken van hefboomfinanciering (leverage) op fondsniveau.<sup>6</sup>

Daarnaast heeft de Nederlandse wetgever bepaald dat de beheerder deelnemingsrechten in de beheerde alternatieve beleggingsinstellingen (abi's, hierna ook wel aangeduid als beleggingsfondsen) uitsluitend mag aanbieden aan (i) uitsluitend professionele beleggers, (ii) minder dan 150 personen, (iii) met een minimale tegenwaarde van EUR 100.000 of (iv) met een minimale nominale waarde van EUR 100.000. Verder is een keuze van de Nederlandse wetgever geweest dit regime op dit moment alleen open te stellen voor beheerders met zetel in Nederland. In onderdeel 2 van dit artikel komt de voorgenomen wijziging op dit vlak aan de orde.

Een registratie in de zin van de AIFM-Richtlijn geeft vooralsnog geen recht op een Europees paspoort. Dat betekent dat de registratie in het ene land niet zomaar gebruikt kan worden om de abi ook in andere EU-lidstaten aan te bieden. Dit kan alleen op grond van een volledige vergunning in de zin van de AIFM-Richtlijn. Per lidstaat zal daarom moeten worden nagegaan welke eisen de betreffende lidstaat aan kleine beheerders stelt.<sup>7</sup> In onderdeel 3 van dit artikel komt naar voren of er kans is op verandering van dit systeem.

Kleine beheerders staan dus niet onder toezicht uit hoofde van de AIFM-Richtlijn. Dat ontslaat dit type beheerders echter niet van elke vorm van toezicht.

1. Rosemarijn Labeur en Tim de Wit zijn advocaat bij Finnius in Amsterdam.
2. Richtlijn 2011/61/EU.
3. De kenmerken van deze vrijstelling zijn eerder behandeld in: R.E. Labeur en T.W.G. de Wit, 'Vijf jaar toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen: Observaties en ervaringen', FR 2018-11, p. 538-549. In dat artikel worden tevens ervaringen uit de praktijk en knelpunten met betrekking tot deze vrijstelling op uitvoerige wijze besproken.
4. De vrijstelling voor kleine beheerders is bekend onder verschillende namen. In Nederland wordt vaak gesproken van (i) de de minimis vrijstelling (verwijzend naar de drempels voor het beheerde vermogen, (ii) het light-regime of (iii) het registratieregime. Internationaal wordt ditzelfde regime vaak aangeduid als het 'small managers regime', het 'sub-threshold regime', of de 'Article 3 (2) exemption'.
5. Verordening (EU) nr. 231/2013.

6. ESMA Questions and Answers. Application of the AIFMD. Section VII: Calculation of leverage, ESMA34-32-352, laatste update van 4 december 2019.
7. Voor specifieke beleggingsinstellingen, te weten de zogenoemde venture capital en social entrepreneurship fondsen, is het voor een geregistreerde beheerder overigens in beginsel wel mogelijk om een paspoort op het niveau van de abi te verkrijgen, mits zij aan bepaalde voorwaarden voldoen en goedkeuring krijgen van de AFM.

Zo is op alle kleine beheerders de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (**Wwft**) en Sanctiewet 1977 (**Sanctiewet**) onverkort van toepassing. De ontwikkelingen op het gebied van deze integriteitsregelgeving worden in onderdeel 4 van dit artikel besproken. Daarnaast moeten kleine beheerders die abi's aan niet-professionele beleggers<sup>8</sup> aanbieden aan de informatieverstrekkingsregels uit de PRIIPs Verordening<sup>9</sup> en de zogenoemde Wet oneerlijke handelspraktijken (**Wet Ohp**)<sup>10</sup> voldoen. Afhankelijk van het beleggingsbeleid kunnen daarnaast andere regels voor de kleine beheerder van belang zijn, zoals de Verordening Markt-misbruik<sup>11</sup> die van toepassing is wanneer de geregistreerde beheerder namens een fonds investeert in beursgenoteerde financiële instrumenten of de Benchmark verordening<sup>12</sup> die van toepassing is wanneer de beheerder gebruik maakt van benchmarks. Of de Verordening inzake informatieverschaffing over duurzaamheid (de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR)) vanaf 10 maart 2021 ook door kleine beheerders in acht moet worden genomen, wordt in onderdeel 5 van dit artikel besproken.

## 2. Toegang andere EU-beheerders tot het Nederlandse registratieregime?

De Nederlandse wetgever heeft er in eerste instantie voor gekozen het registratieregime alleen van toepassing te laten zijn op Nederlandse beheerders. Het betreft beheerders met, kort gezegd, statutaire zetel in Nederland. Dat levert een beperking op voor buitenlandse fondsbeheerders. Het lijkt erop dat deze beperking deels gaat verdwijnen, al moet daarop nog wel gewacht worden tot 1 januari 2022. Op 6 november 2020 heeft de Minister van Financiën namelijk de Wijzigingswet Financiële Markten 2022 ter consultatie aan de markt voorgelegd.<sup>13</sup> Eén van de daarin opgenomen wijzigingen voorziet erin dat ook kleine beheerders met vestigingsplaats in een andere EU-lidstaat gebruik kunnen maken van het registratieregime, maar alleen voor zover de rechten van deelneming in de abi in Nederland worden aangeboden aan professionele beleggers in de zin van de AIFM-Richtlijn. Onder professionele beleggers

worden institutionele partijen verstaan, zoals banken, verzekeraars en pensioenfondsen, en ondernemingen die aan bepaalde omvangcriteria voldoen. Investeerders die meer dan EUR 100.000 inleggen (semi-professionele investeerders), vallen niet zonder meer onder deze categorie.<sup>14</sup> Wij vragen ons daardoor af in hoeverre de markt met deze verruiming iets opschiet. In onze ervaring richt een substantieel deel van de kleine beheerders zich juist op deze groep semi-professionele investeerders. Beheerders van beleggingsfondsen die gericht zijn op de institutionele markt, hebben vaak een vergunning in de zin van de AIFM-richtlijn. Niet alleen omdat hun beheerd vermogen de drempels van het registratieregime overschrijdt, maar soms ook omdat professionele beleggers dat van deze beheerders verwachten. Met de vergunning kan een Europees paspoort worden verkregen. Toegang tot het Nederlandse registratieregime is voor die groep dus niet relevant. De beoogde aanpassing van het registratieregime draagt daarom niet voldoende bij aan een gelijk speelveld voor kleine beheerders, nu die groep zich (in onze ervaring en blijkens het register van de AFM voor vrijgestelde beheerders) vooral op de semi-professionele markt richt.

Wij kunnen de redenatie van de wetgever ten aanzien van de toegang voor slechts een beperkte groep buitenlandse beheerders niet goed volgen. In de concept-Memorie van Toelichting wordt het volgende opgemerkt:

*“De mogelijkheid daartoe wordt beperkt tot beheerders van beleggingsinstellingen die rechten van deelneming aan professionele beleggers aanbieden, omdat de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen alleen op die beheerders ziet. Op grond hiervan kan worden aangenomen dat in de lidstaat van herkomst van de buitenlandse beheerder dezelfde regels als in Nederland van toepassing zijn. De regels voor beheerders van beleggingsinstellingen die rechten van deelneming aan niet-professionele beleggers aanbieden, zijn niet Europees geharmoniseerd. Om die reden wordt voorgesteld om buitenlandse beheerders die rechten van deelneming aan niet-professionele beleggers aanbieden, geen gebruik te kunnen laten maken van het lichtere regime.”*

Het feit dat de AIFM-Richtlijn geharmoniseerde regels brengt voor beheerders van abi's voor professionele beleggers, maakt niet veel uit voor kleine beheerders die op grond van het registratieregime nu juist buiten het toepassingsbereik van de AIFM-Richtlijn blijven. Geregistreerde kleine beheerders van abi's voor professionele beleggers zullen dus in de lidstaat van herkomst niet onder dat geharmoniseerde raamwerk vallen, maar enkel onder eventuele nationale aanvullende regels die de betreffende lidstaat aan kleine beheerders stelt (*if any*). Het beroep op harmonisatie snijdt in dit geval dus geen

8. Let op: Hieronder vallen ook high-net-worth investors/semi-professionele investeerders die meer dan EUR 100.000 inleggen.

9. Verordening (EU) Nr. 1286/2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten. Zie daarover tevens de bijdrage van R.J. Boogaard elders in deze editie.

10. Titel 3, afdeling 3A van Boek 6 BW.

11. Verordening (EU) nr. 596/2014 betreffende markt-misbruik.

12. Verordening (EU) 2016/1011 betreffende indices die worden gebruikt als benchmarks voor financiële instrumenten en financiële overeenkomsten of om de prestatie van beleggingsfondsen te meten.

13. Te raadplegen via: <https://www.internetconsultatie.nl/wijzigingswetfm2022>.

14. Zie tevens voetnoot 8.

hout. De minister had bij het formuleren van het voorstel naar onze mening beter kunnen aansluiten bij de AFM Wetgevingsbrief 2020 waarin de AFM de wens tot aanpassing van het Nederlandse registratieregime heeft opgenomen.<sup>15</sup> De AFM signaleert het huidige ongelijke speelveld en de in de markt veelgehoorde vraag waarom bijvoorbeeld kleine Franse of Duitse beheerders in Nederland niet op een vergelijkbare wijze markttoegang hebben. De AFM merkt ook terecht op dat de huidige situatie leidt tot terughoudendheid bij toezichthouders uit andere lidstaten voor het verlenen van markttoegang aan Nederlandse kleine beheerders. De AFM heeft daarbij ook oog voor de belangen van de retailbelegger, maar zoekt de oplossing daarvoor in een andere hoek:

*“Indien het “light” regime tevens open komt te staan voor buitenlandse beheerders dan biedt dat de mogelijkheid voor buitenlandse beheerders om de Nederlandse retailmarkt te betreden zonder enige waarborg om de belangen van de retailbelegger te beschermen. Om die reden is het wenselijk om bij het openstellen van het “light” regime voor buitenlandse beheerders, tevens te bekijken in hoeverre de mogelijkheid om aan te bieden aan minder dan 150 personen behouden moet blijven voor buitenlandse en Nederlandse beheerders.”*

Deze oplossing ligt wat ons betreft veel meer voor de hand dan de beperking van het Nederlandse registratieregime tot buitenlandse beheerders van abi's voor professionele beleggers. De oplossing van de AFM doet in de eerste plaats recht aan een gelijk speelveld voor kleine beheerders. Daarnaast zou het schrappen van de <150 personen uitzondering ertoe leiden dat kleine retail-investeerders de passende bescherming krijgen die een vergunninghoudende beheerder moet bieden. Het recht op die bescherming zou niet afhankelijk moeten zijn van de grootte van de groep waarin de kleine retail-investeerder zich bevindt.<sup>16</sup> Het is jammer dat de minister in de concept-Memorie van Toelichting geen aandacht heeft besteed aan het besluit niet mee te gaan in dit redelijke voorstel van de AFM. Misschien dat dit als gevolg van bilateraal overleg tussen deze instanties nog komt in de definitieve stukken.

Marktpartijen hadden tot 18 december 2020 om te reageren op de consultatie. Er zijn geen partijen die in een formele consultatiereactie de zorg hebben geuit dat het open stellen van het Nederlandse registratieregime voor slechts buitenlandse beheerders die abi's aanbieden aan professionele beleggers, te beperkt is om een gelijk speelveld voor kleine beheerders in de EU te creëren. Dat is ook niet zo gek, omdat het voor de (buitenlandse) doelgroep niet makkelijk zal zijn geweest kennis te nemen van het bestaan van de consultatie en de Nederlandstalige inhoud daarvan.

15. De AFM Wetgevingsbrief 2020 is te raadplegen op [ww.w.afm.nl](http://ww.w.afm.nl).

16. Zie in gelijke zin: C.J. Groffen, 'De kleine beheerder in de knel', FR 2019/10, p. 514.

### 3. Herziening AIFM-Richtlijn

Op dit moment wordt de AIFM-Richtlijn geëvalueerd door de Europese Commissie. Artikel 69(1) AIFM-Richtlijn bepaalt namelijk dat de Europese Commissie uiterlijk op 22 juli 2017 moest starten met een evaluatie van de toepassing en het toepassingsgebied van de AIFM-Richtlijn. Die datum ligt alweer een tijd achter ons. De evaluatie moet een algemeen overzicht omvatten van de werking van de voorschriften van de AIFM-Richtlijn en van de ervaring die met de toepassing ervan is opgedaan. Uiteindelijk kan dat ertoe leiden dat de AIFM-Richtlijn op een aantal specifieke onderdelen zal worden aangepast.

Op 22 oktober 2020 lanceerde de Europese Commissie haar langverwachte publieke consultatie in het kader van de evaluatie.<sup>17</sup> De consultatie bestaat uit 102 vragen aan de hand waarvan marktpartijen hun input kunnen geven voor de consultatie. De onderwerpen hebben ook betrekking op de kleine beheerder. De Europese Commissie stelt vragen over de noodzaak/wenselijkheid tot het instellen van een Europees paspoort voor kleine beheerders.<sup>18</sup> Daarnaast stelt de Europese Commissie de open vraag of aanpassingen in de regulering van kleine beheerders wenselijk zijn.<sup>19</sup> Belanghebbenden kunnen tot 29 januari 2021 reageren op de consultatie.

De bovengenoemde consultatie werd voorafgegaan door een brief van ESMA d.d. 18 augustus 2020 met 19 aanbevelingen aan de Europese Commissie voor de evaluatie van de AIFM-Richtlijn.<sup>20</sup> Ten aanzien van kleine beheerders stelt ESMA dat verduidelijkt moet worden welke bevoegdheden de lidstaten hebben om aanvullende eisen te stellen aan kleine beheerders die gebruik maken van het registratieregime (zoals de huidige Nederlandse eis dat de beheerder statutair in Nederland gevestigd moet worden). Verder is voor kleine beheerders relevant dat ESMA vindt dat hefboomfinanciering dat niet op fondsniveau, maar op het niveau van een SPV is gestructureerd, ook gerapporteerd zou moeten worden. Kleine beheerders kunnen geraakt worden door een eventuele wijziging van de definitie of interpretatie van hefboomfinanciering die er zou kunnen komen als deze aanbeveling wordt opgevolgd. Dat zou er namelijk toe kunnen leiden dat (i) niet de drempel van EUR 500 miljoen geldt maar die van 100 miljoen en/of (ii) de drempel van EUR 100 miljoen mogelijk veel sneller bereikt wordt door fondsbeheerders, zoals private equity fondsbeheerders en bepaalde vastgoed fondsbeheerders, die hefboomfinanciering op portefeuilleniveau aantrekken en niet

17. Het consultatiedocument is te raadplegen via: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Alternative-Investment-Fund-Managers-review-of-EU-rules/public-consultation>.

18. Questions 17&18.

19. Questions 18.1 en 18.2.

20. De brief is te raadplegen via: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-recommends-priority-topics-in-aifm-review>.

op fondsniveau. Die vorm van hefboomfinanciering wordt nu in beginsel nog niet gezien als hefboomfinanciering voor de berekening van de drempels. Tot slot valt op dat ESMA aandacht besteedt aan de noodzaak van verduidelijking/uniformering van het in de praktijk gehanteerde concept van semi-professionele investeerder. ESMA is daarbij ferm in de stelling dat het Europees paspoort alleen zou moeten blijven gelden voor beheerders die zich op de markt van 'echte' professionele beleggers richten. De uitkomst van de bovengenoemde inventarisatie van de Europese Commissie ten aanzien van een Europees paspoort voor kleine beheerders, is in het licht van deze stellingname door ESMA extra interessant. De Europese Commissie heeft zich voorgenomen om een voorstel voor herziening van de AIFM-Richtlijn te publiceren in het derde kwartaal van 2021. Wij zijn met name erg benieuwd in hoeverre de Europese Commissie de aanbevelingen van ESMA zal opvolgen en zo ja, in welke mate. Kleine beheerders zullen met spanning moeten afwachten of het registratieregime in haar huidige vorm zal blijven bestaan.

#### 4. Ontwikkelingen op het gebied van integriteitsregelgeving

De Wwft en de Sanctiewet zijn voor veel verschillende typen financiële ondernemingen relevant. Zo ook voor de kleine beheerder. De Wwft sluit namelijk aan bij de definitie van beleggingsinstelling in de zin van de Wet op het financieel toezicht (Wft),<sup>21</sup> ongeacht of voor het beheer van die beleggingsinstelling een vergunning uit hoofde van de AIFM-Richtlijn vereist is. Een kleine beheerder die onder het registratieregime opereert, valt er dus ook onder. Als een beleggingsinstelling wordt beheerd door een aparte beheerder, is die beheerder verantwoordelijk voor naleving van de Wwft door de beleggingsinstelling.<sup>22</sup> Hetzelfde geldt voor de Sanctiewet. Bepaalde onderdelen kunnen worden uitbesteed aan een derde, zoals een administrateur, maar de kleine beheerder kan niet alles uitbesteden en blijft bovendien zelf verantwoordelijk voor naleving. Integriteitsregelgeving staat al jaren flink in de schijnwerpers. De strijd tegen witwassen en naleving van de Wwft en Sanctiewet heeft de volle aandacht van nationale en Europese regelgevers, de politiek, de toezichthouders en ook de media. Wat de kleine beheerder niet helpt, is dat het gaat om 'one size fits all' regelgeving. Een bank of verzekeraar moet aan hetzelfde normenkader voldoen als een kleine beheerder. Bij de invulling van die normen mag weliswaar rekening gehouden worden met de aard en omvang van de activiteiten en met de witwasrisico's die concreet een rol kunnen spelen, maar compliance met de Wwft en Sanctiewet zal nog altijd een flinke (tijd)investering vereisen van de kleine beheerder.<sup>23</sup>

21. Zie artikel 1a lid 3 sub d Wwft.

22. Zie artikel 1a lid 6 Wwft.

23. Zie voor een overzicht van wat de Wwft concreet in de praktijk betekent voor kleine beheerders onder meer: T.W.G. de Wit, 'De Wwft voor asset managers – praktische handvatten en lessons learned voor fondsbeheerders en beleggingsondernemingen', *FR* 2020/3, p. 82 - 92.

De AFM is de bevoegde toezichthouder ten aanzien van kleine beheerders. Het Wwft toezicht van de AFM is de afgelopen jaren sterk geïntensiveerd. Marktpartijen, ook kleine beheerders, merken dat in ieder geval jaarlijks met de terugkerende Wwft Vragenlijst van de AFM. Een aantal marktpartijen merkt dat nadrukkelijker doordat zij zijn geland in een (thema)onderzoek van de AFM, zoals ten aanzien van risicomanagement<sup>24</sup> en transactiemonitoring en de meldplicht<sup>25</sup>. Tot nu toe manifesteert de AFM zich in haar toezicht uit hoofde van de Wwft niet heel specifiek ten opzichte van de kleine beheerders. Toch hebben wij in onze praktijk al voorbeelden gezien waarin de AFM onderzoek heeft gedaan bij een kleine beheerder naar, onder meer, de naleving met de Wwft en Sanctiewet.

De kleine beheerder moet de Wwft en Sanctiewet naleven en zich staande zien te houden in alle daarmee verband houdende ontwikkelingen. Om toch wat grip te houden op die ontwikkelingen noemen we hieronder de twee belangrijkste.

Wet plan van aanpak witwassen

Nederland wil binnen Europa een voortrekker zijn in de strijd tegen witwassen en terrorismefinanciering. Als het aan minister Grapperhaus (Justitie en Veiligheid) en minister Hoekstra (Financiën) ligt, gaat Nederland daarin qua wetgeving nog een stap verder dan wat op Europees niveau is voorgeschreven. Zodoende publiceerden de beide ministers op 2 december 2019 een consultatie voor een Wet plan van aanpak witwassen.<sup>26</sup> Het consultatievoorstel voorziet onder meer in:

- i. Ten aanzien van 'hoog risico-cliënten' moet informatie worden opgevraagd over integriteitsrisico's bij Wwft-instellingen van dezelfde categorie, in het geval van kleine beheerders dus andere beleggingsinstellingen en/of hun beheerders. Op basis van de consultatietekst moet een kleine beheerder onderzoek doen of de cliënt belegt in andere beleggingsinstellingen, dat heeft gedaan of daarom heeft verzocht. Als dit het geval is moet de kleine beheerder bij die andere beleggingsinstelling navraag doen of zich integriteitsrisico's hebben voorgedaan.
- ii. De mogelijkheid om (transactie)monitoring uit te besteden aan een derde. Dit is op dit moment in beginsel niet mogelijk, omdat de bepaling die ziet op uitbesteding van het cliëntonderzoek het onderdeel 'monitoring' niet noemt in de uit te besteden onderdelen van het cliëntonderzoek. Dit kan zorgen voor lastenverlichting.

24. De algemene terugkoppeling met resultaten van het onderzoek kunt u raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), 'Actueel', '2020', 'april', 'Risicomanagement bij onderzochte beleggingsinstellingen en -ondernemingen verbeterd'.

25. De algemene terugkoppeling met resultaten van dit onderzoek kunt u raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), 'Actueel', '2020', 'april', 'Transactiemonitoring door beleggingsinstellingen en -ondernemingen moet beter'.

26. Te raadplegen via: [www.internetconsultatie.nl/wetplanvanaanpakwitwassen](http://www.internetconsultatie.nl/wetplanvanaanpakwitwassen).

- iii. In het verlengde daarvan: de mogelijkheid van gezamenlijke transactiemonitoring door Wwft-instellingen, door toe te staan dat transacties onderling worden gedeeld.

Uit het consultatieverslag<sup>27</sup> volgt dat liefst 67 reacties zijn ontvangen. In dat verslag zijn ook al een tweetal voor kleine beheerders belangrijke nuances aangebracht op het consultatievoorstel. Allereerst is ten aanzien van de onderzoeksplicht (zie onderdeel i. hierboven) aangegeven dat dit een inspanningsverplichting is en dat instellingen uitsluitend redelijke maatregelen, passend bij de soort instelling, dienen te nemen in het kader van hun onderzoeksplicht. Dat helpt al iets, want in het meest verstrekkende geval zou deze onderzoeksplicht kunnen betekenen dat een kleine beheerder bij alle andere beheerders moet onderzoeken of de cliënt daar een (bestaande of beëindigde) zakelijk relatie heeft. Dat zien wij in praktische zin niet gebeuren en zou bovendien een enorm onredelijke belasting vormen voor kleine beheerders (en overigens alle overige Wwft-instellingen). De vraag blijft natuurlijk wel wat 'redelijke maatregelen' zijn en hoe de kleine beheerder hier in de praktijk dan invulling aan moet geven. De Memorie van Toelichting zou zijn aangepast op deze onderdelen en daarbij zouden ook verschillende voorbeelden genoemd zijn. Het voorstel ligt nu bij de Raad van State. We zijn benieuwd wat dit gaat brengen zodra het wetsvoorstel wordt gepubliceerd. Ten tweede is ten aanzien van de mogelijkheid van gezamenlijke transactiemonitoring (zie onderdeel iii. hierboven) aangegeven dat deze beperkt zal worden tot banken. Daar hoeft de kleine beheerder zich dan niet om te bekommeren.

Uit een inmiddels derde voortgangsbrief Plan van aanpak witwassen van 2 december 2020, volgt dat de ministers beogen het wetsvoorstel begin 2021 naar de Tweede Kamer te zenden. We verwachten dat ze erop mikken de wet in de tweede helft van 2021 in werking te laten treden.

## 5. UBO register trusts en fondsen voor gemene rekening (FGRs)

Een andere relevante ontwikkeling raakt een specifiek deel van de kleine beheerders, namelijk zij die beleggingsinstellingen beheren die gestructureerd zijn als een FGR. Op 17 april 2020 verscheen namelijk de consultatie voor de Implementatiewet registratie uiteindelijk belanghebbenden van trusts en soortgelijke juridische constructies.<sup>28</sup> Voor dit type instellingen wordt een aparte wet voorbereid ter implementatie van het register van uiteindelijk belanghebbenden (ieder een *ultimate beneficial owner*, UBO).<sup>29</sup> In de consultatietekst wordt voorgesteld om

een FGR op gelijke wijze te behandelen als een trust (een in Angelsaksische rechtssystemen bekende figuur die we in het Nederlands recht niet kennen) en dus als 'soortgelijke juridische constructie' te beschouwen.

Een FGR kent geen rechtspersoonlijkheid, maar is een overeenkomst tussen beheerder, bewaarder en deelnemers. Het fonds is erop gericht vermogen bijeen te brengen om dit gezamenlijk te beleggen. Concreet zou de gelijkstelling van een FGR met een trust op basis van de consultatietekst betekenen dat *alle* investeerders in een beleggingsinstelling die als FGR is gestructureerd als UBO kwalificeren<sup>30</sup> en dus moeten worden geregistreerd bij de Kamer van Koophandel (KvK).<sup>31</sup> Dat zou, met name voor closed-end beleggingsinstellingen met veel investeerders en open-end beleggingsinstellingen waarbij (zeer) frequente toe- en uittreding mogelijk is, in praktische zin een enorme impact hebben. Hier is in de consultatiereacties dan ook uitgebreid aandacht voor gevraagd. Uit de hierboven genoemde derde voortgangsbrief Plan van aanpak witwassen van 2 december 2020, volgt dat de ministers beogen het wetsvoorstel begin 2021 naar de Tweede Kamer te zenden. We hopen ten eerste dat de wetgever deze opmerkingen ter harte zal nemen, in ieder geval voor wat betreft beleggingsinstellingen die binnen het bereik van enige toezichtregelgeving vallen (dus ook de kleine beheerder), zodat de compliance druk niet onnodig groot wordt voor deze categorie FGRs.

## 6. SFDR wel of niet van toepassing?

2021 wordt het jaar van de duurzaamheidsregels voor de financiële sector. Vanaf 2021 treden er namelijk – gefaseerd – gedetailleerde en verstrekkende Europese regels over duurzaamheid in werking. Deze regels vloeien voort uit het *EU Action Plan for Financing Sustainable Growth* (het **Action Plan**). De consensus in de markt is dat deze regels een behoorlijke impact gaan hebben op financiële marktpartijen, ook op beheerders van beleggingsinstellingen. Eerste in de rij van het Action Plan is de Sustainable Finance Disclosure Regulation (**SFDR**).<sup>32</sup> De SFDR voorziet, heel kort gezegd, in verplichte informatieverstrekking over duurzaamheid van onder meer beleggingsinstellingen. De SFDR raakt beheerders op verschillende manieren en is in principe relevant voor alle beleggingsinstellingen, ongeacht of die als duurzaam worden gepresenteerd. Met name voor beleggingsinstellingen die ESG<sup>33</sup> kenmerken promoten (de zogenoemde 'artikel 8 producten')

27. Ook te raadplegen via de link in voetnoot 27.

28. Te raadplegen via: [www.internetconsultatie.nl/ubotrust](http://www.internetconsultatie.nl/ubotrust).

29. Het UBO register voor alle overige ondernemingen en vennootschappen is reeds in werking getreden op 27 september 2020.

30. Anders dan bij de overige ondernemingen en vennootschappen geldt er geen drempel van 25%.

31. Zie voor een nadere beschouwing C.J. Groffen, 'De UBO van een fonds voor gemene rekening', *FR* 2020/11, p. 511 – 513.

32. Verordening (EU) 2019/2088 van het Europees Parlement en de Raad van 27 november 2019 betreffende informatievoorziening over duurzaamheid in de financiële dienstensector (*PbEU* 2019, L 317/1).

33. Dit staat voor *environmental, social and governance*, en is dus breder dan louter duurzaamheid op het gebied van milieu.

en beleggingsinstellingen die duurzame beleggingen tot doel hebben (de zogenoemde ‘artikel 9 producten’), is de impact van de SFDR erg groot.<sup>34</sup>

Er zijn nog verschillende onduidelijkheden ten aanzien van de SFDR waar de markt tegenaan loopt. Eén daarvan is of kleine beheerders ook binnen het bereik van de SFDR vallen. De achtergrond is als volgt. De SFDR is van toepassing op een beheerder van alternatieve beleggingsinstellingen (een ‘abi-beheerder’) in de zin van de AIFM-Richtlijn. Dat is ‘een rechtspersoon waarvan de normale werkzaamheden bestaan in het beheren van een of meer abi’s. Het gaat bij deze definitie in de AIFM-Richtlijn om de *activiteit* van het beheer van abi’s, ongeacht een eventuele vergunningplicht. Of met andere woorden: een kleine beheerder is ook ‘gewoon’ een abi-beheerder. Strikt juridisch gezien is de SFDR dus onverkort van toepassing op kleine beheerders.

Interessant is echter dat in de lijst met instellingen die binnen het bereik van de SFDR vallen, ook beheerders van venture capital en social entrepreneurship fondsen expliciet worden genoemd. Dit zijn ook ‘gewoon’ abi-beheerders in de zin van de AIFM-Richtlijn, maar zij beheren specifieke type beleggingsinstellingen. Zowel kleine beheerders als vergunninghouders kunnen venture capital en social entrepreneurship fondsen beheren. Wij leiden daaruit af dat de Europese Commissie het kennelijk nodig heeft gevonden deze groep van beheerders expliciet te betrekken binnen de SFDR. Dat was niet nodig geweest als de verwijzing naar abi-beheerder *iedere* abi-beheerder zou omvatten. A contrario kan dan geredeneerd worden dat kleine beheerders niet onder de SFDR vallen.

Verder is naar onze mening relevant dat verschillende verplichtingen uit de SFDR aanknopen bij specifieke verplichtingen op grond van de AIFM-Richtlijn. Dit geldt onder meer ten aanzien van informatieverstrekking in de precontractuele fase. Artikel 6 lid 3 SFDR bepaalt dat abi-beheerders dit moeten opnemen in het prospectus zoals bedoeld in artikel 23 AIFM-Richtlijn. Die verplichting om een prospectus op te stellen is echter niet van toepassing op kleine beheerders, omdat ze zijn uitgezonderd van de AIFM-Richtlijn. Een vergelijkbare koppeling zien we bij het jaarverslag en het beloningsbeleid. In beide gevallen wordt verwezen naar een verplichting in de AIFM-Richtlijn die niet van toepassing is op kleine beheerders. Ook dit is een indicatie dat de SFDR niet van toepassing is op kleine beheerders, althans in ieder geval niet deze specifieke verplichtingen. Het kan naar onze mening zeker niet zo zijn dat deze regels uit de AIFM-Richtlijn via de achterdeur alsnog van toepassing zouden worden op kleine beheerders. Wij zien in het bovenstaande dus zeker goede argumenten om te bepleiten dat de SFDR niet van toepassing is op kleine beheerders. Kleine beheerders beschikken bovendien niet over een –

door de AIFM-Richtlijn verplicht gestelde – onafhankelijke en effectieve compliancefunctie die naleving van nieuwe wet- en regelgeving waarborgt. Compliance met de SFDR zou een onevenredig grote inspanning vereisen van kleine beheerders. De SFDR en daarin opgenomen informatieverplichtingen kan naar onze mening wel reflexwerking vinden in de eisen die op grond van de Wet oneerlijke handelspraktijken (Wet OHP) worden gesteld aan de informatieverstrekking door kleine beheerders.

Op basis van de SFDR is dus helaas niet duidelijk of kleine beheerders binnen de reikwijdte vallen. Het lijkt niet de bedoeling te zijn, maar helemaal uitsluiten kunnen we het zeker ook niet. We hebben begrepen dat deze vraag is voorgelegd aan de Europese Commissie, die daar hopelijk nog vóór inwerkingtreding van de SFDR een uitspraak over zal doen. De hoop daarop vervliegt echter wel met het verstrijken van de tijd. Kleine beheerders moeten dan dus zelf de keuze maken of ze (i) het bovenstaande pleitbaar standpunt volgen en geen actieve SFDR-compliance gaan nastreven of (ii) de veilige benadering kiezen om er vooralsnog vanuit te gaan dat de SFDR wel van toepassing is.

## 7. Besluit

Het toezicht op kleine beheerders is lang niet zo zwaar als het toezicht op vergunninghouders. Toch doet de term ‘light-regime’ naar onze mening allang geen recht meer aan de regeldruk waar kleine beheerders mee te maken hebben en de ontwikkelingen waardoor zij beïnvloed kunnen worden. In 2021 zullen kleine beheerders vooral scherp moeten zijn op naleving van de integriteitsregelgeving en de ontwikkelingen met betrekking tot de SFDR. De in dit artikel gesignaleerde openstelling van het registratieregime voor buitenlandse kleine beheerders, is voor in Nederland gevestigde kleine beheerders met name interessant vanuit concurrentieperspectief en omdat het voor hen makkelijker wordt om in andere lidstaten aan te bieden die reciprociteit eisen. Tot slot zijn de gevolgen van herziening van de AIFM-Richtlijn interessant om te blijven monitoren voor de iets langere termijn.

34. Voor een overzicht van de aanstaande duurzaamheidsregels uit hoofde van de SFDR voor beheerders van beleggingsinstellingen verwijzen we naar de bijdrage van B.T.B. Siemers elders in deze editie.