

Tien jaar toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen: Observaties en ervaringen

mr. R.E. Labeur en mr. T.W.G. de Wit¹

De Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (de AIFM Richtlijn²) is sinds deze zomer tien jaar van kracht. In vervolg op het artikel naar aanleiding van het eerste lustrum van de richtlijn in 2018, blikken de auteurs in dit artikel terug op het tweede lustrum en delen hun ervaringen na nog eens vijf jaar AIFM Richtlijn.

1. Inleiding en afbakening

De AIFM Richtlijn voorziet in toezicht op beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (**abi's**). Op deze abi-beheerders (hierna kortweg als **beheerders** aangeduid) rust in beginsel een vergunningplicht voor het aanbieden van abi's aan investeerders gevestigd in de Europese Economische Ruimte (**EER**) en/of het beheren van een EER abi, tenzij de beheerder gebruik kan maken van een uitzondering of vrijstelling. Een abi is in de AIFM Richtlijn ruim gedefinieerd en omvat in beginsel iedere collectieve beleggingsinstelling, met uitzondering van zogenoemde instellingen voor collectieve belegging in effecten (**icbe**)³. We gaan in dit artikel niet in op de basisbeginselen van de AIFM Richtlijn of op de belangrijkste vereisten die daarin zijn opgenomen, maar verwijzen daarvoor naar ons eerdere artikel van vijf jaar geleden.⁴

Naast de AIFM Richtlijn, moeten beheerders nog aan allerlei andersoortige financiële toezichtregels voldoen. Vaak zijn dat regels met een breed cross-sectoraal bereik, waardoor naast beheerders ook allerlei andere type financiële marktdeelnemers binnen de reikwijdte van die regels vallen. We denken hierbij met name aan Wet ter voorkoming van

witwassen en financieren van terrorisme (**Wwft**)⁵, de Prospectusverordening⁶, de recent aangenomen en aanstaande Digital Operational Resilience Act (**DORA**)⁷, de Sustainable Finance Disclosure Regulation (**SFDR**)⁸ en Taxonomie Verordening⁹ en, voor de niet-institutionele markt, de zogenoemde **PRIIPs Verordening**¹⁰. Afhankelijk van het beleggingsbeleid van een abi zijn aanvullende regels van toepassing, zoals de Verordening Marktmissbruik¹¹ of EMIR (de *European Market Infrastructure Regulation*)¹². De toename aan regels voor beheerders bovenop de AIFM Richtlijn is heel bepalend voor de fondsbeheersector. Dit artikel gaat echter niet over toezicht op beheerders in brede zin, maar spitst zich echt alleen op de AIFM Richtlijn toe.

1. Rosemarijn Labeur en Tim de Wit zijn advocaat bij Finnius in Amsterdam.
2. Richtlijn 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 2011, L 174).
3. Icbe's en hun beheerders vallen binnen het bereik van een andere Europese richtlijn. De laatste twee icbe-richtlijnen zijn de vierde icbe-richtlijn (2009/65/EG) die een wijziging en tegelijkertijd een herschikking bevat van de voorafgaande drie richtlijnen en de vijfde icbe-richtlijn (2014/91/EU) die de vierde icbe-richtlijn aanvult en wijzigt op bepaalde onderwerpen.
4. R.E. Labeur en T.W.G. de Wit, 'Vijf jaar toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen: Observaties en ervaringen', *FR* 2018, nr. 11, p. 538-549.

5. Zie onder meer: T.W.G. de Wit, 'De Wwft voor asset managers', *FR* 2020, nr. 3, p. 82-92.
6. Verordening (EU) 2017/1129 van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten.
7. Verordening (EU) 2022/2554 van 14 december 2022 betreffende digitale operationele weerbaarheid voor de financiële sector. Zie hierover onder meer: T.W.G. de Wit en G. Verschuuren, 'ICT-risicobeheer met DORA', *FR* 2023, nr. 5, p 161-170.
8. Verordening (EU) 2019/2088 van 27 november 2019 betreffende informatievervalsing over duurzaamheid in de financiële dienstensector. Zie hierover onder meer: R.E. Labeur, 'Vermogensbeheerders & duurzaamheids transparantie', in: M.J. van Loopik en I.P. Palm-Steyerberg (red.), *The Twin Transition: Digital & Sustainable Finance*, Deventer: Wolters Kluwer 2022.
9. Verordening (EU) 2020/852 van 18 juni 2020 betreffende de totstandbrenging van een kader ter bevordering van duurzame beleggingen.
10. Verordening (EU) nr. 1286/2014 van 26 november 2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten (PRIIP's). Zie hierover onder meer: R.J. Boogaard, 'PRIIPs Verordening en beleggingsinstellingen', *FR* 2021, nr. 1/2, p. 33-42.
11. Verordening (EU) Nr. 596/2014 van 16 april 2014 betreffende marktmissbruik.
12. Verordening (EU) Nr. 648/2012 van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters.

We hebben in dit artikel gekozen voor een algemene reflectie op een aantal in het oog springende onderwerpen op het gebied van marktontwikkelingen (paragraaf 2), kwalificatievraagstukken (paragraaf 3), markttoegang (paragraaf 4), doorlopende eisen (paragraaf 5) en toezicht en handhaving (paragraaf 6) die voor de praktijk van groot belang zijn gebleken. We lopen op deze manier op een beschouwende wijze door de laatste vijf jaar AIFM Richtlijn heen. Dit artikel biedt dus alleen een terugblik, maar zoals in onze afsluiting (paragraaf 7) zal blijken, staan er genoeg nieuwe ontwikkelingen op stapel voor de AIFM Richtlijn om separate artikelen aan te wijden.

2. Marktontwikkelingen

Sinds het vorige lustrum hebben de financiële markten niet stilgestaan. De ontwikkelingen hebben ook hun weerslag gehad op het toezicht op beheerders. We benoemen hieronder de meest in het oog springende marktontwikkelingen en de impact daarvan op beheerders.

Een uitzonderlijke ontwikkeling is het effectueren van Brexit en daarmee het vertrek van het Verenigd Koninkrijk (VK) uit de Europese Unie (EU). Het VK heeft van oudsher een omvangrijke en belangrijke *asset management* industrie en daarmee was ook de Financial Conduct Authority (FCA) een belangrijke toezichthouder binnen de EU, die in onze ervaring regelmatig als inspirator diende voor de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Zo waren er bijvoorbeeld ook bepaalde uitwisselingen tussen de teams van de FCA en de AFM. De AFM moet het nu, althans formeel gezien, zonder de FCA doen, zowel in haar dagelijkse toezichtpraktijk als binnen het gremium van de European Securities and Markets Association (ESMA). Toezichthouders als de Franse Autorité des Marchés Financiers (AMF) en de Duitse Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hebben een dikkere vinger in de pap. Het is voor ons nog niet vast te pinnen op concrete gevolgen voor de praktijk, maar we zagen de AFM bijvoorbeeld de laatste tijd al geregeld samen optreden met de AMF op meer beleidsmatige onderwerpen.¹³

We zagen daarnaast de opkomst (en gedeeltelijke ondergang) van allerlei soorten en maten digitale valuta (kortweg: **crypto**) en de reacties daarop vanuit financiële toezichthouders in binnen- en buitenland. Met die opkomst werden ook al snel de eerste abi's opgericht met een beleggingsfocus op crypto. Beheerders van deze crypto-abi's opereren tot dusver in Nederland binnen het zogenoemde registratieregime (AIFM Registratieregime) uit hoofde van artikel 2:66a Wet op het financieel toezicht (Wft). Zij vallen weliswaar niet binnen het bereik van de AIFM

Richtlijn, maar wel binnen aanverwante toezichtregels zoals de Wwft. De AFM merkte dat het register van vrijgestelde fondsbeheerders zich rap vulde met crypto-abi's. Dit was voor de AFM kennelijk reden om deze beheerders nog maar even nadrukkelijk te wijzen op hun verplichtingen op grond van de Wwft.¹⁴ Ook liet de AFM in een publicatie doorschemeren dat beheerders van crypto-abi's niet zonder meer in aanmerking komen voor een AIFM vergunning, verwijzend naar stringente regels omtrent waardering en ten aanzien van de bewaarneming van activa.¹⁵ Dat zal wellicht voor beheerders een drempel hebben opgeworpen om de stap naar het vergunningregime te zetten. Verder hebben de cryptomarkten zich de afgelopen jaren ook gekenmerkt door onrust, met flinke koersschommelingen en een aantal partijen die onbetrouwbaar zijn gebleken. Afgaande op het AFM-register is er tot dusver nog geen beheerder van crypto-abi's met een AIFM vergunning.

Sinds het vorige lustrum kwam er ook een pandemie ten tonele die alweer verdween. De coronacrisis hakte er flink in op de financiële markten, met stevige koersdalingen en zeer volatiele markten. Even was er ook de vrees dat open-end abi's zouden bezwijken onder de vele terugtreedverzoeken in kort tijdsbestek (hetgeen in feite een soort *bankrun* betekent voor deze abi's) en/of dat activa tegen marktongunstige prijzen verkocht moesten worden om toch zoveel mogelijk beleggers tegemoet te kunnen komen. Dat lijkt achteraf gezien meegevallen te hebben, hoewel centrale banken wel op verschillende manieren hebben geïntervenieerd op de kapitaalmarkten, waardoor ook de druk op met name geldmarktfondsen afnam.¹⁶ ESMA waarschuwt ook al geruime tijd voor dergelijke liquiditeitsrisico's. De door haar vastgestelde Richtsnoeren voor *Liquidity Stress Testing*¹⁷ konden direct aan het werk gezet worden. Het bleek in ieder geval een realiteitscheck voor de markt. Beheerders van open-end abi's doen er goed aan de nodige *liquidity management tools* (LMTs) te implementeren in hun fondsvoorwaarden zodat ze deze tot hun beschikking hebben indien nodig en op voorhand voor beleggers duidelijk is wat

13. Zie onder meer het position paper van de AFM en AMF over verbeteringen voor het grensoverschrijdend toezicht van 22 december 2021, te vinden via: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/december/afm-amf-beter-grensoverschrijdend-toezicht>.

14. Zie de AFM publicatie 'Beheerders van beleggingsinstellingen in beeld inzake de Wwft en Sw' van 21 april 2023, te vinden via: www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2023/april/beheerders-in-beeld.

15. Zie de brief van de AFM over het beheren van beleggingsinstellingen in crypto's van 13 juni 2018, te vinden via: https://www.afm.nl/~/_/profmedia/files/doelgroepen/aifm/brief-crypto.pdf.

16. Report from the Commission to the European Parliament and the Council on the adequacy of Regulation (EU) 2017/1131 of the European Parliament and of the Council on money market funds from a prudential and economic point of view COM(2023) 452 definitief, 20 juli 2023, par. 2.3.

17. ESMA Richtsnoeren betreffende liquiditeitsstresstests in instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) en alternatieve beleggingsinstellingen (abi's), ESMA 34-39-897, 16 juli 2020.

zij kunnen verwachten in tijden van stress. De herziening van de AIFM Richtlijn gaat dit naar alle verwachting ook nadrukkelijk afdwingen.¹⁸ Te midden van al dit tumult riep de AFM fondsbeheerders overigens ook nog op te waken over hun *business continuity plans*.¹⁹

Daarnaast benoemen we het conflict tussen Oekraïne en Rusland en de gevolgen daarvan voor de financiële markten en, meer specifiek, abi's. Ook hier zagen we in onze praktijk dat – met name in de eerste weken/maanden na de inval – liquiditeit bij abi's een belangrijk aandachtspunt vormde in het toezicht uit hoofde van de AIFM Richtlijn. Dit gold nadrukkelijk voor abi's met activa in portefeuille die gerelateerd aan Rusland waren, zoals in Rusland beursgenoteerde aandelen. Vanwege de acute en omvattende sancties tegen Rusland, speelden hier al snel problemen in verband met waardering en onmogelijkheid van verkoop van die activa. Zogenaemde *side pockets* boden een helpende hand. De wereldwijde energiecrisis, de hoge inflatie en de stijgende rentes vormden bovendien een forse rem op de economische groei, waardoor kapitaal ophalen en vasthouden voor abi's een grotere uitdaging werd. Wij hebben zelf nog minder direct de gevolgen van de oorlog tussen Israël en Hamas op het toezicht op de fondsenmarkt waargenomen. Het ligt echter in de rede dat liquiditeitsrisico's ook hier voor zowel De Nederlandsche Bank (DNB) als de AFM een aandachtspunt blijven, evenals cyberrisico's die worden verhoogd als gevolg van de betreffende oorlogen en geopolitieke spanningen.²⁰

Tot slot kan de *Twin Transition* hier niet onvermeld blijven, wat voor de financiële sector staat voor digitalisering en verduurzaming. Beide onderwerpen kennen inmiddels hun specifieke, sector overstijgende, regelgeving die ook op beheerders van toepassing (zullen) zijn. We noemden in de inleiding voor wat betreft de digitalisering al DORA en ten aanzien van de verduurzaming de SFDR en Taxonomie Verordening. Toch laat de *Twin Transition* het toezicht uit hoofde van de AIFM Richtlijn zelf ook niet ongemoeid. De met digitalisering gepaard gaande

afhankelijkheid van IT en daaraan gekoppelde cyberrisico's worden door zowel de AFM als DNB onderkend en meegenomen in het toezicht op de sector.²¹ Datzelfde geldt voor de aandacht van deze toezichthouders voor de integratie van duurzaamheidsrisico's, zowel op beheerdersniveau vanuit prudentieel perspectief²², als op productniveau.²³ Dit toezicht wordt dus vanuit de AIFM Richtlijn vooral op de risicobeheerfunctie toegespitst. De nadruk op onder meer integratie van duurzaamheidsrisico's in de bedrijfsvoering van beheerders, is inmiddels ook expliciet in de op de AIFM Richtlijn gebaseerde gedelegeerde verordening (**AIFM Verordening**) opgenomen.²⁴ Op 1 augustus 2022 werd daartoe een gedelegeerde verordening van kracht die de AIFM Verordening heeft aangevuld²⁵ met eisen aan beheerders voor wat betreft het in aanmerking nemen van duurzaamheidsrisico's in verschillende onderdelen van de bedrijfsvoering, waaronder in het due diligence proces ten aanzien van beleggingen en het belangenconflictenbeleid.

3. Kwalificatievraagstukken

De definitie van abi is ruim geformuleerd en omvat overeenkomstig artikel 4 lid 1 AIFM Richtlijn (i) instellingen voor collectieve belegging, met inbegrip van beleggingscompartimenten daarvan, die (ii) bij een reeks beleggers (iii) kapitaal ophalen om dit (iv) overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen, die niet vergunningplichtig zijn als instelling voor collectieve belegging in effecten (**icbe**). Aan deze verschillende elementen is door ESMA nadere invulling gegeven in de Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD²⁶ (**Richtsnoeren**). ESMA geeft een ruime interpretatie aan deze elementen. In onze ervaring hanteert de AFM de Richtsnoeren nauwgezet in haar toezicht.

Opvallend genoeg hadden wij de afgelopen vijf jaar nog veel kwalificatievraagstukken aan de hand. Kort gezegd is de vraag die dan voorligt: kwalificeert een vehikel als abi of niet? Die vraag wordt veelal geïnitieerd door banken waar een onderneming een bankrekening aanhoudt of wil openen. Met het strenge toezicht vanuit DNB op naleving van anti-witwasregelgeving, hebben banken strikte cliëntonderzoekmaatregelen geïmplementeerd. Dat leidt er dan toe dat een vehikel waar bij de bank twijfel bestaat of

18. Voorstel voor een Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van de Richtlijnen 2011/61/EU en 2009/65/EG wat betreft delegatieregelingen, liquiditeitsrisicobeheer, toezichtrapportage, verlening van bewaaren bewaarnemingsdiensten en leninginitiatie door alternatieve beleggingsfondsen COM(2021) 721 final, 25 november 2021.

19. Zie het AFM nieuwsbericht 'AFM vraagt beleggingsondernemingen om blijvende aandacht voor de gevolgen van coronacrisis op de bedrijfsvoering' van 17 mei 2021, te vinden via: www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/mei/bo-sectorbrief-corona-bedrijfsvoering.

20. Zie onder meer DNB's publicatie 'Toezicht in beeld' van november 2022, p. 5, te vinden via: www.dnb.nl/publicaties/publicaties-dnb/toezicht-vooruitblik/toezicht-in-beeld-2022-2023/, en de AFM Strategie 2023-2026 van januari 2023, p. 26-27, te vinden via: www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2023/januari/afm-agenda-2023.

21. Zie voetnoot 20 en bijvoorbeeld AFM Trendzicht 2023, d.d. 3 november 2022, p. 24.

22. Zie de door DNB gepubliceerde Gids voor de beheersing van klimaat- en milieurisico's, maart 2023.

23. Zie de door de AFM gepubliceerde Principes voor Informatiebeveiliging, d.d. 19 december 2019, een meer recent bijvoorbeeld de AFM Agenda 2022, p. 23.

24. Gedelegeerde Verordening (EU) 231/2013.

25. Zie Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/1255.

26. ESMA Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD, ESMA 2013/611, 13 augustus 2013.

een vergunning- en/of prospectusplicht van toepassing is, aan de bank moet aantonen, onderbouwd met een juridische analyse, dat (i) er geen toepassing van financieel toezicht is of (ii) dat het vehikel voldoet aan de toepasselijke markttoetredingsregels.

Niet zelden leiden dergelijke kwalificatievraagstukken tot hoofdbreken vanwege de ruime interpretatie die ESMA geeft aan de verschillende elementen. Er worden niet of nauwelijks voorbeelden gegeven van uitzonderingen op de definitie van een abi, terwijl er in de praktijk wel veel voorbeelden van vehikels zijn waarvan wij menen dat kwalificatie als abi niet aansluit bij het doel en de ratio van de AIFM Richtlijn en toezicht niet of nauwelijks iets toevoegt voor deelnemers in dat vehikel of beheersing van systeemrisico's. Zo hebben wij de afgelopen jaren geregeld vraagstukken aan de hand gehad waar deze kwalificatie niet evident was. Denk daarbij bijvoorbeeld aan club deals voor zogenoemde single investment vehikels, (andere) structuren die op joint ventures lijken maar ook kenmerken van abi's vertonen, vehikels waar het onderscheid tussen ondernemen of beleggen niet evident is, en zeker ook instellingen die uitsluitend binnen heel beperkte kring kapitaal ophalen, maar die formeel toch onder de reikwijdte van het abi-element aantrekken van 'extern kapitaal' vallen als de kring van investeerders niet zuiver uit bloed- en aanverwanten bestaat. Ook in deze kwalificatiegevallen is het overigens een gemis dat de FCA niet langer een binnen de EU bevoegde toezichthouder is. De FCA sprak zich in het verleden namelijk nadrukkelijker dan in ieder geval de AFM uit over de kwalificatie van bepaalde structuren onder de AIFM Richtlijn.²⁷ Naar ons oordeel deed dat meer recht aan de verschillende type vehikels die actief zijn op de markt.

Wij menen dat de markt gebaat zou zijn bij meer toegespitste interpretaties vanuit de toezichthouders over de kwalificatie van een abi. Met name zou het welkom zijn meer concrete voorbeelden of situaties te schetsen waarin *geen* sprake is van een abi. Wij menen ook dat de AIFM Richtlijn daar aanknopingspunten voor biedt, zeker ten aanzien van de invulling van het element 'ophalen van kapitaal'. Het zijn met name de ESMA Richtsnoeren die daar nu aan in de weg staan, die door de AFM strikt worden nageleefd in de praktijk. Voor de markt biedt een eerdere uitspraak van de rechtbank Rotterdam, waarin heel kort gezegd werd geoordeeld dat de Richtsnoeren niet doorslaggevend hoeven zijn, te weinig houvast om op te vertrouwen.²⁸ De AFM zal er niet happig op zijn deze interpretaties beschikbaar te stellen, nu ze daarmee mogelijk ESMA voor de voeten loopt en het primair uitleg van EU-recht betreft. Bij voorkeur komt deze nadere uitleg dus van ESMA of de Europese Commissie.

27. Zie de FCA Perimeter Guidance Manual, Chapter 16, Scope of the Alternative Investment Fund Managers Directive.

28. Rb. Rotterdam 26 april 2017, ECLI:NL:RBROT:2017:3150.

4. Markttoegang

4.1. Introductie

In deze paragraaf staan we stil bij enkele ervaringen en ontwikkelingen ten aanzien van markttoegang door beheerders. Veel van de door ons vastgestelde ervaringen bij het vijfjarig jubileum van de AIFM Richtlijn zijn nog onverkort van toepassing. Die herhalen we hier niet.

4.2. Vergunninghouders

Voor het toezicht uit hoofde van de AIFM Richtlijn zijn de vergunninghouders de belangrijkste groep beheerders. Dit zijn beheerders die over een vergunning beschikken van de AFM op grond van artikel 2:65 van de Wft. Zij moeten onverkort aan alle vereisten uit de AIFM Richtlijn voldoen. Op het moment van schrijven van dit artikel zijn er – blijkens het AFM-register²⁹ – inmiddels 107 vergunninghouders actief in Nederland.³⁰ Dat zijn er per saldo slechts elf meer dan vijf jaar geleden.

We zien de laatste jaren met name veel beheerders met private equity strategieën het register van vergunninghouders betreden. Als belangrijke redenen zien wij (i) dat deze groep beheerders veelal gebruik kunnen maken van de EUR 500 miljoen drempel van activa onder beheer van het AIFM Registratieregime (want closed-end en geen hefboomfinanciering op fondsniveau, waarover hierna meer) en dus langer binnen dat regime konden blijven opereren en (ii) de interesse vanuit investeerders voor deze strategie als asset class en de daarmee gepaard gaande exponentiële groei van het aantal private equity fondsen dat de afgelopen jaren werd opgehaald in de markt.³¹ Dit is bijvoorbeeld anders dan bij beheerders van vastgoedfondsen (vaak met hefboomfinanciering op fondsniveau) of beheerders van fondsen met een meer traditionele beleggingsfocus zoals beursgenoteerde aandelen of obligaties (vaak open-end). Zij dienen vanaf EUR 100 miljoen aan activa onder beheer al een vergunning aan te vragen. Velen van hen moesten de stap naar vergunning een tijd geleden al maken.

Het vergunningaanvraagtraject wordt nog altijd als zwaar, kostbaar en tijdrovend gezien door marktpartijen. Een veel gehoorde verzuchting in de markt zijn de doorlooptijden bij de AFM. De formele behandeltermijn is dertien weken en de AFM kan die termijn eenmalig oprekken met dertien weken. Dat laatste gebeurt eerder als regel dan als uitzondering, maar

29. Zie de website van de AFM: www.afm.nl, 'Voor de sector', 'Registers', 'Vergunningenregisters', 'Beleggingsinstellingen', eerste Excel-bestand.

30. Er zijn drie vergunninghouders waarvan de vergunning is ingetrokken en de activiteiten gericht zijn op afwikkeling. Die zijn niet in dit overzicht meegenomen.

31. T.W.G. de Wit e.a., 'Het structureren van een venture capital fonds', TOP 2022, nr. 3, p. 16-23.

ook met die 26 weken is een vergunningaanvrager er vaak nog niet. Wij geven marktpartijen mee dat de behandeltermijn in het beste geval negen maanden in beslag neemt en in de meer uiterste gevallen vijftien maanden of zelfs langer. Vanzelfsprekend komt een dergelijke lange behandeltermijn met de nodige uitdagingen. Zo weten marktpartijen op voorhand niet precies wanneer de organisatie klaar moet zijn voor vergunningverlening (denk bijvoorbeeld aan de benoeming van een bewaarder en het 'vergunning-proof' draaien van alle interne processen), zijn bepaalde voorgenomen strategieën en fondslanceringen wellicht alweer achterhaald, en is ook onduidelijk wanneer (marketing) gesprekken gevoerd kunnen worden met buitenlandse investeerders. Teneinde het proces zoveel mogelijk te bespoedigen, is het in ieder geval van belang een complete en volledige vergunningaanvraag in te dienen. Dat klinkt als een open deur, maar gaat in de praktijk toch nog vaak mis.

De AFM rekent toezichtkosten voor de behandeling van een vergunningaanvraag. Dat was altijd een vast bedrag per vergunningaanvraag. Sinds 1 januari 2019 worden echter variabele kosten in rekening gebracht. De AFM rekent met EUR 200 per uur, met een maximum van EUR 100.000.³² In de toelichting bij deze wetswijziging wordt opgemerkt dat een vergunningaanvraag tot dat moment gemiddeld EUR 45.000 kostte.³³ Ook in dit opzicht loont het dus een zo compleet, consistent en volledig mogelijke aanvraag in te dienen, want dat voorkomt vragen – en dus tijdsbesteding – vanuit de AFM.

4.3. Vrijgestelde beheerders

Het AIFM Registratieregime voorziet op grond van artikel 2:66a van de Wft in een vrijstelling van de vergunningplicht en doorlopende eisen uit de AIFM Richtlijn. Deze vrijstelling is in de markt onder verschillende namen bekend en vormt de implementatie van artikel 3(2) AIFM Richtlijn. In internationaal verband wordt veelal gesproken over het 'sub-threshold regime' en in nationaal verband over het 'light-regime'. Dit regime is in Nederland nog altijd ontzettend populair. Op dit moment zijn er – blijkens het AFM-register³⁴ – 751 beheerders actief die opereren binnen het AIFM Registratieregime.

In het overzicht met ervaringen van vijf jaar geleden identificeerden wij al dat het AIFM Registratieregime weliswaar voorziet in een uitzondering van de vergunningplicht en doorlopende regels van

de AIFM Richtlijn, maar dat vrijgestelde beheerders onverkort aan diverse aanverwante toezichtregels moeten voldoen.³⁵ Die ontwikkelingen zetten de afgelopen vijf jaar door met de introductie van de SFDR en de Taxonomie Verordening. Goed nieuws voor de vrijgestelde beheerders is dat zij buiten het toepassingsbereik van DORA blijven.³⁶ De AFM vroeg in 2021 aandacht voor compliance met toezichtregels door de vrijgestelde beheerder en kondigde aan actiever toezicht te gaan houden.³⁷ Marktpartijen merken daar met name iets van bij de registratie van nieuwe beheerders en abi's bij de AFM. Waar dat voorheen uitmondde in geruisloze registratie, zien we steeds vaker dat de AFM vragen stelt bij een voorgenomen registratie. De aankondiging heeft voor zover wij kunnen overzien nog niet geleid tot marktonderzoeken naar compliance met doorlopende toezichtregels, anders dan uit hoofde van de Wwft, waar de AFM haar pijlen wel net zo goed ook richt op de vrijgestelde beheerder.

Inmiddels staat het Nederlandse AIFM Registratieregime ook open voor beheerders die in een andere lidstaat actief zijn binnen de daar geldende implementatie van het AIFM Registratieregime. Sinds 1 januari 2023 is het dergelijke beheerders op grond van artikel 2:66a lid 8 Wft toegestaan deelnemingsrechten in de door hen beheerde abi's aan te bieden aan uitsluitend professionele beleggers. Zijn dienen zich voor het overige gelijkelijk aan alle regels en voorwaarden van het AIFM Registratieregime te houden, inclusief registratie bij de AFM. Afgaande op het register van de AFM³⁸, lijkt deze optie nog niet erg populair te zijn onder buitenlandse beheerders. De meest recente inschrijvingen zijn vrijwel uitsluitend van beheerders met als rechtsvorm een Nederlandse besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid.

Vragen die spelen in de praktijk van beheerders die actief zijn binnen het AIFM Registratieregime zijn de volgende:

Hefboomfinanciering (ook wel leverage)

De kwalificatie als hefboomfinanciering is waarschijnlijk een van de heetste hangijzers binnen het AIFM Registratieregime. De kwalificatie van hefboomfinanciering maakt voor een beheerder namelijk het verschil tussen het mogen toepassen van de drempel van EUR 100 miljoen of EUR 500 miljoen aan totaal beheerd vermogen. Daarom komt er aan die kwalificatie veel gewicht toe. De AIFM Richtlijn en, met name, de AIFM Verordening blinken niet uit

32. R.E. Labeur, 'Uurtje factuurtje', *FR* 2019, nr. 5, p. 233-234.

33. Staatscourant 10 december 2018, nr. 68836, p. 14.

34. Zie de website van de AFM: www.afm.nl, 'Voor de sector', 'Registers', 'Vergunningenregisters', 'Beleggingsinstellingen', tweede Excel-bestand.

35. R.E. Labeur en T.W.G. de Wit, 'Vijf jaar toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen: Observaties en ervaringen', *FR* 2018, nr. 11, par. 4.3.

36. Artikel 2 lid 3 sub a DORA.

37. Zie de AFM Sectorbrief light-beheerders van 15 april 2021, te vinden via: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/april/sectorbrief-relevante-regelgeving-light-beheerders>.

38. Zie voetnoot 34.

in helderheid omtrent de kwalificatie van hefboomfinanciering. Het blijkt in de praktijk toch nog geregeld lastig vast te stellen wanneer sprake is van het vergroten van de blootstelling van een abi³⁹ en er dus sprake zou zijn van hefboomfinanciering op fondsniveau. De Q&A van ESMA onder de AIFM Richtlijn⁴⁰ biedt voor deze analyses overigens wel enig houvast. Deze Q&A biedt private equity beheerders een – veel gebruikte en voor de praktijk erg belangrijke – uitzondering voor de kwalificatie van hefboomfinanciering.⁴¹ De uitzondering vloeit voort uit artikel 6 lid 3 AIFM Verordening. Kort gezegd kan gesteld worden dat wanneer private equity fondsbeheerders financiering aantrekken op het niveau van de portfoliobedrijven, die financiering niet kwalificeert als hefboomfinanciering op fondsniveau en daarmee buiten de reikwijdte van de AIFM Richtlijn valt. Deze uitzondering werd in de Nederlandse markt, mede op basis van signalen vanuit de AFM, ook toegepast door beheerders van vastgoedfondsen. Met die praktijk heeft de Europese Commissie echter korte metten gemaakt. In de Q&A van ESMA onder de AIFM Richtlijn is op 13 juni 2023 een antwoord opgenomen van de Europese Commissie (dus niet van ESMA zelf) waarin ze, kort gezegd, aangeeft dat vastgoedfondsen die direct of indirect vastgoed aankopen, niet van dezelfde uitzondering gebruik kunnen maken.

Combineren van uitzonderingsgronden

Een andere vraag die vaak opkomt, is of het mogelijk is de zogenoemde EUR 100.000-uitzondering en <150-persoonen uitzondering te combineren binnen één abi. Ter achtergrond: een beheerder kan gebruikmaken van het AIFM Registratieregime indien de deelnemingsrechten in abi's worden aangeboden aan een specifiek type beleggers, namelijk als ze:

- i. kwalificeren als professionele beleggers; of
- ii. minimaal EUR 100.000 committeren; of
- iii. deelnemingsrechten kopen met een nominale waarde van EUR 100.000; of
- iv. worden aangeboden aan minder dan 150 personen.

Het zou voor beheerders aantrekkelijk zijn de uitzonderingen te combineren op een manier dat je ten aanzien van één abi bijvoorbeeld eerst maximaal 149 kleine investeerders benadert en vervolgens deelnemingsrechten aanbiedt voor minimaal EUR 100.000. Deze combinatie is onder de Prospectusverordening toegestaan. In een nieuwsbrief van 2016⁴² gaf de AFM echter aan dat het combineren van deze vrijstellingsgronden voor de toepassing van artikel 2:66 Wft niet mogelijk is. Toch is daar de afgelopen jaren

verwarring over ontstaan en zijn andersluidende interpretaties gaan rondzingen. We hebben recent vernomen dat het standpunt van de AFM echter blijft dat dit niet mogelijk is.⁴³ Wij kunnen dit standpunt goed volgen gelet op de beleggersbeschermingsratio en wettekst van artikel 2:66a Wft.

Gezamenlijke activa onder beheer

Artikel 2:66a lid 1 Wft bevat een ontwijkingsoepaling ten behoeve van het berekenen van de drempels van het AIFM Registratieregime. Hieruit volgt dat een beheerder ook de activa onder beheer moet meenemen van een beheerder met wie hij is verbonden door een gezamenlijke bedrijfsvoering, een gezamenlijke zeggenschapsuitoefening of een gekwalificeerde deelneming. Het is echter met name niet duidelijk wat verstaan moet worden onder 'gezamenlijke bedrijfsvoering'. Moet hier bijvoorbeeld alleen de bedrijfsvoering in de zin van de feitelijke leiding onder verstaan worden? In dat geval zou sprake zijn van gezamenlijke bedrijfsvoering bij eenzelfde bestuursamenstelling bij twee of meer beheerders. Wij vinden het echter aannemelijk dat hier een wat ruimere betekenis aan gegeven moet worden door ook de bedrijfsvoering in bredere zin, dus de dagelijkse gang van zaken, hieronder te verstaan. Dat betekent dat bijvoorbeeld ook gekeken moet worden naar personele bezetting, IT-systemen, huisvesting, naamgeving, etc. Hier is vrijwel geen toelichting over beschikbaar en daar is wel behoefte aan vanuit de markt. Het zou prettig zijn als de AFM deze toelichting zou kunnen bieden, zodat beheerders beter kunnen toetsen wanneer voor hen een vergunning vereist is.

De drempels in zicht (of al voorbij)

Beheerders die richting de grenzen van het AIFM Registratieregime bewegen moeten tijdig hun strategie bepalen; zij moeten activiteiten afbouwen, afstoten of een eigen vergunning aanvragen binnen 30 kalenderdagen na structurele overschrijding van het toegestane maximale beheerd vermogen.⁴⁴ Artikel 2:66a lid 4 Wft bepaalt dat artikel 2:65 Wft, waarin de vergunningplicht is vastgelegd, niet van toepassing is op een beheerder die een vergunningaanvraag heeft ingediend, tot de dag waarop het besluit op de vergunningaanvraag is genomen. Het volgt uit de memorie van toelichting dat dit artikel bewerkstelligt dat een beheerder zijn activiteiten kan voortzetten tot de dag waarop is beslist op de vergunningaanvraag.⁴⁵ Voorheen stelde de AFM zich op het standpunt dat een beheerder die activa onder beheer heeft boven de relevante drempels, hangende de ingediende vergunningaanvraag

39. Zie artikel 6 e.v. AIFM Verordening.

40. ESMA Questions and Answers Application of the AIFMD, ESMA 34-32-352, 14 juni 2023, section VII, vragen 1-3.

41. ESMA Questions and Answers Application of the AIFMD, ESMA 34-32-352, 14 juni 2023, section VII, vraag 1.

42. <https://afm.m13.mailplus.nl/archief/mailling-500800.html>.

43. Een beheerder kan uiteraard van meerdere uitzonderingsvoorwaarden gebruikmaken, maar dan vereist dit dat de beheerder ook tegelijkertijd aan beide voorwaarden moet voldoen (bijvoorbeeld: een aanbod aan minder dan 150 personen én voor minimaal EUR 100.000). Daar schiet een beheerder weinig mee op.

44. Zie artikel 4 lid 2 AIFM Verordening.

45. *Kamerstukken II 2011/12, 33235, nr. 3, p. 57 (MvT)*.

geen nieuwe abi's binnen het AIFM Registratieregime meer kon lanceren. Dat werkte in de praktijk zeer beklemmend gezien de vaak erg lange behandeltermijn van een vergunningaanvraag, waardoor zelfs de continuïteit van de beheerder in gevaar zou kunnen komen. Dat is wat ons betreft niet wenselijk. Inmiddels lijkt de AFM hier een genuanceerder standpunt over in te nemen. Het lanceren van nieuwe abi's boven de drempels, lijkt nu hangende de vergunningaanvraag toch te zijn toegestaan. De beheerder moet er daarbij wel voor waken dat de abi materieel aan de AIFM Richtlijn voldoet indien voorzienbaar is dat de abi nog wordt aangeboden na vergunningverlening. Ook loopt de beheerder een risico dat de AFM bepaalde wijzigingen vereist in de fondsdocumentatie alvorens de abi goed te keuren onder het vergunningregime. Beheerders doen er verstandig aan de fondsdocumentatie daar zodanig op in te richten dat die ruimte tot latere wijzigingen er ook is.

Tot slot nog een laatste observatie ten aanzien van het AIFM Registratieregime. Wij vinden het enigszins opvallend dat de drempels van EUR 100 miljoen respectievelijk EUR 500 miljoen met de jaren niet verhoogd zijn. De herziening van de AIFM Richtlijn was daar een uitgelezen mogelijkheid voor. Ter illustratie, met inflatie rekening gehouden zouden deze drempels, vastgesteld in 2011, inmiddels ongeveer EUR 132,5 miljoen respectievelijk EUR 663 miljoen bedragen. Zeker voor beheerders die vanaf EUR 100 miljoen al een vergunning moeten aanvragen, had een verhoging van de drempel wat lucht kunnen bieden. We zien geregeld dat marktpartijen die rond die drempel schommelen qua omvang van de organisatie nog niet klaar zijn voor een stap naar het vergunningregime en ook dat de opbrengsten die voortvloeien uit de activa onder beheer nog niet voldoende zijn om de investeringen in de organisatie te maken die daarvoor nodig zijn.

4.4. Derde landen

Over het regime voor beheerders gevestigd buiten de Europese Economische Ruimte (**EER**) kunnen we vrij kort zijn. Nog altijd is er voor deze beheerders geen toegang tot het derdenlandpaspoort binnen de AIFM Richtlijn⁴⁶. Zij dienen dus te vertrouwen op het National Private Placement Regime (**NPPR**) van iedere lidstaat, welke de lokale implementatie vormt van artikel 42 AIFM Richtlijn. Een terugkerende verzuchting is dat het onhandig is dat de AFM geen openbaar register bijhoudt van beheerders die in Nederland actief zijn binnen het NPPR. Zo kunnen Nederlandse investeerders en hun dienstverleners (zoals beleggingsadviseurs) niet controleren of de betreffende abi wel in Nederland mag worden aangeboden.

Een relevante ontwikkeling binnen het NPPR is dat de beheerders met ingang van Q3 2023 rapportages moeten indienen bij de AFM. Die verplichting gold altijd al, maar was door de toezichthouders opgeschort. De AFM heeft ook aangegeven dat deze beheerders vanaf 2024 zullen gaan meelopen in de zogenoemde Data Quality Engagement Framework (**DQEF**)-controle, waarmee de AFM de datakwaliteit controleert.⁴⁷

4.5. Reverse solicitation

Overweging 70 van de AIFM Richtlijn bevestigt dat de richtlijn niet van toepassing is op de situatie waarin een professionele belegger op eigen initiatief in een EER abi belegt, of in een elders gevestigde abi die onder beheer staat van een EER beheerder. Van deze reverse solicitation uitzondering wordt veelvuldig gebruik gemaakt, zowel door beheerders uit derde landen als door beheerders uit de EER die beleggers toestaan te beleggen in hun fondsen zonder dat daar een Europees paspoort aan ten grondslag ligt, en/of aan nationale top-up regels wordt voldaan in het geval niet-professionele beleggers betrokken zijn. Het concept wordt niet door alle lidstaten op dezelfde manier toegepast, waardoor het onduidelijk is wanneer een beheerder wel of niet gerechtvaardigd op deze uitzondering mag vertrouwen.⁴⁸ De Europese Commissie had in de zomer van 2021 een rapport moeten uitbrengen over het gebruik van reverse solicitation, waarin tot uitdrukking zou moeten komen in welke mate van reverse solicitation gebruik wordt gemaakt, alsook de geografische spreiding daarvan — ook in derde landen — en de gevolgen daarvan voor de paspoortregeling onder de AIFM Richtlijn. Het rapport is echter nog steeds niet uitgebracht. Dat komt omdat het ESMA niet lukt de Europese Commissie van de nodige informatie te voorzien.⁴⁹ Er bestaat immers geen verplichting voor beheerders om aan de bevoegde toezichthouder te rapporteren of een belegger geïnvesteerd heeft op basis van reverse solicitation of niet. De bevoegde toezichthouder in de lidstaat van herkomst zal zich er in de praktijk ook niet snel om bekommeren of er buitenlandse investeerders deelnemen in de abi, nu dit in beginsel niet binnen haar mandaat valt. Dat maakt het vergaren van voldoende data voor het onderzoek lastig. De indruk die ESMA van de toezichthouders heeft gekregen is wel dat reverse solicitation op grote schaal ingezet wordt om markttoetredingsbepalingen (een paspoort of NPPR-regime) te omzeilen. ESMA heeft de Europese Commissie wat

46. R.E. Labeur en T.W.G. de Wit, 'Vijf jaar toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen: Observaties en ervaringen', FR 2018, nr. 11, p. 538–549, par. 2.5.

47. Zie het AFM nieuwsbericht 'AFM wijst beheerders en dertelandenbeheerders op AIFMD-rapportage' van 8 november 2022, te vinden via: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2022/november/derde-land-beheerder-aifmd>.

48. Dit is ook de constatering van ESMA in haar brief aan de Europese Commissie in het kader van de AIFMD-herziening van 18 augustus 2020: ESMA34-32-550, p. 13.

49. Zie de brief van ESMA aan de Europese Commissie van 17 December 2021, ESMA34-45-1485.

suggesties gedaan om toch aan data te komen, maar er is (althans publiekelijk) nog geen duidelijke route voorwaarts bepaald. Zodra die er is, kan dat naar onze inschatting zomaar eens flinke impact hebben op de huidige market practice.

4.6. Pre-marketing

Een belangrijke wijziging van de AIFM Richtlijn zelf, betreft de toevoeging van de regels voor pre-marketing die sinds 6 november 2021 van kracht zijn.⁵⁰ De regels zijn in de AIFM Richtlijn gevoegd door middel van de Richtlijn met betrekking tot de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging, beter bekend als de *Cross Border Distribution Directive (CBDD)*.⁵¹ Deze richtlijn gaat gepaard met een verordening, waarin dezelfde soort rechtstreeks werkende regels over pre-marketing van EuVECA en EuSEF fondsen zijn opgenomen (de *Cross Border Distribution Regulation (CBDR)*).⁵² Deze verordening is overigens al sinds 2 augustus 2021 van toepassing. We richten ons hierna op de pre-marketing bepalingen in de richtlijn, die in artikel 1:1 Wft en artikel 2:69 Wft zijn geïmplementeerd.

Het doel van de CBDD is om de bestaande drempels bij de grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen te verlagen. Omdat in veel lidstaten een andere invulling van het begrip marketing (in Nederlandse terminologie ‘aanbieden’) wordt gehanteerd, was het voor beheerders voorheen niet duidelijk genoeg wanneer een vergunningplicht/notificatieplicht in een bepaalde lidstaat ontstond. Daarom bevatten de CBDD een definitie van pre-marketing; uit deze definitie volgt dan min of meer automatisch wanneer sprake van marketing is. Pre-marketing doet zich voor in de volgende gevallen:

- Er is sprake van directe of indirecte verstrekking van informatie of van een mededeling over beleggingsstrategieën of beleggingsideeën door of namens de AIFM;
- met de bedoeling na te gaan of deze beleggers belangstelling hebben voor een nog niet opgerichte abi, of voor een opgerichte abi die nog niet bij de bevoegde toezichthouder is aangemeld;
- waarbij de informatie of mededeling in geen geval neerkomt op een aanbod aan of plaatsing bij potentiële beleggers om te beleggen in de abi, wat inhoudt dat de te verstrekken informatie aan potentiële beleggers niet:
 - a. voldoende is om beleggers in staat te stellen zich ertoe te verbinden rechten van deelneming in een abi te verwerven;
 - b. neerkomt op inschrijfformulieren of soortgelijke documenten in ontwerp vorm of definitieve vorm; en

- c. neerkomt op definitieve oprichtingsdocumenten, een prospectus of aanbiedingsdocumenten van een nog niet opgerichte abi.

De Europese wetgever heeft de pre-marketing fase aan bepaalde waarborgen onderworpen. Voor dit artikel is het meest relevant te noemen de meldplicht bij de bevoegde toezichthouder binnen 2 weken na aanvang van de pre-marketing activiteiten. Daarnaast geldt de belangrijke eis dat de AIFM alleen een derde (zoals een placement agent) voor de pre-marketing mag inschakelen als die derde, kort gezegd, een vergunning als bank of beleggingsonderneming heeft.⁵³ Dat is wat ons betreft merkwaardig, nu de gewone marketingfase deze eis niet kent en er in die fase dus wel gebruik kan worden gemaakt van onge-reguleerde placement agents.

Hoewel bedoeld is meer duidelijkheid te scheppen ten aanzien van de pre-marketingfase, leiden de nieuwe pre-marketingregels toch ook weer tot nieuwe vragen. De regels strekken zich niet uit tot pre-marketing aan zogenoemde niet-professionele beleggers. Dat roept de vraag op of dit betekent dat pre-marketing aan niet-professionele beleggers door vergunninghoudende AIFMs:

- i. in het geheel niet is toegestaan;
- ii. is toegestaan zonder dat de voorwaarden van artikel 2:69 Wft in acht hoeven te worden genomen; of
- iii. is toegestaan met inachtneming van de voorwaarden van artikel 2:69 Wft, op basis van een analoge toepassing en de ratio van de pre-marketingregels zoals opgenomen in de CBDD en de CBDR.

Naar onze mening vertegenwoordigt de benadering zoals opgenomen onder (iii) de meest redelijke uitleg.

Tot slot is vermeldenswaardig dat de pre-marketingregels niet alleen zien op grensoverschrijdende pre-marketing door beheerders, maar ook op pre-marketing in de eigen jurisdictie. De naam van de CBDD en de CBDR heeft wat dat betreft tot veel verwarring geleid, ook op het gebied van de aanvullende reclame-regels die in de verordening zijn opgenomen (waarover meer in onderdeel 5.2 van dit artikel).

4.7. Extra mogelijkheden door add-ons

De AIFM Richtlijn voorziet in feite in het basisraamwerk voor alle abi's niet zijnde icbe's. Voor bepaalde type abi's, zijn daarnaast 'add-ons' mogelijk. Dit houdt in dat deze abi's – mits zij voldoen aan strenge eisen ten aanzien van het beleggingsbeleid en de bedrijfsvoering in bredere zin – een specifiek label kunnen aanvragen bij de bevoegde toezichthouder. We

50. Artikel 4(aea) en artikel 30a AIFM Richtlijn.

51. Richtlijn (EU) 2019/1160.

52. Zie over dit type fondsen onderdeel 4.7 van dit artikel.

53. Zie ook: C.J. Groffen, 'EU harmonisatie van pre-marketing en afmelding van beleggingsfondsen', *FR* 2021, nr. 1/2, p. 29-32.

onderscheiden inmiddels vier van dergelijke add-ons, te weten: het EuVECA-label⁵⁴ voor abi's die beleggen in mkb-ondernemingen, het EuSEF-label voor abi's die beleggen in ondernemingen met een sociale impact⁵⁵, het MMF-label voor abi's die kwalificeren als geldmarktfonds⁵⁶ en het ELTIF-label voor abi's die beleggen in illiquide activa⁵⁷. Alle labels bieden een specifiek paspoort waarmee beheerders uitgebreidere marketingmogelijkheden tot hun beschikking krijgen. Het gaat het bestek van dit artikel te buiten deze labels tot in detail te bespreken. We benoemen twee observaties.

Met name het EuVECA label bleek de afgelopen jaren in Nederland ontzettend populair onder private equity beheerders.⁵⁸ Zowel vrijgestelde beheerders als vergunninghouders komen in aanmerking voor dit label. Als het label eenmaal is toegekend door de AFM, kunnen beheerders hiermee grensoverschrijdend binnen de EER deelnemingsrechten in het EuVECA fonds aanbieden aan professionele beleggers en beleggers die minimaal EUR 100.000 committeren. Dit is een erg aantrekkelijk voordeel van het label en verklaart ongetwijfeld het succes van de laatste jaren.

ELTIF staat voor European Long Term Investment Fund en is met name relevant voor abi's die investeren in illiquide activa, zoals vastgoed, private ondernemingen en infrastructuur. Het ELTIF label biedt de mogelijkheid van een retail Europees paspoort. Dat is uniek voor abi's, nu de AIFM Richtlijn uitsluitend voorziet in een geharmoniseerd paspoort met betrekking tot professionele beleggers. Het ELTIF label blijkt in de Nederlandse praktijk evenwel nog niet erg populair.⁵⁹ Op een aantal lidstaten na, is Nederland daarin ook niet uniek. De Europese Commissie wil daar verandering in brengen. Om die reden is een herziening van de ELTIF Verordening aangenomen die met ingang van 10 januari 2024 in werking treedt. De herziening voorziet op onderdelen in een verlichting van de vele regels die beheerders van

ELTIFs moeten naleven en introduceert ook nieuwe regels.⁶⁰ Het zou mooi zijn als het ELTIF label net zo veel tractie gaat krijgen als het EuVECA label kreeg na de herziening.

5. Ontwikkelingen doorlopende verplichtingen

Een aantal doorlopende verplichtingen uit hoofde van de AIFM Richtlijn is de afgelopen jaren nader ingevuld door ESMA. Deze komen hierna aan bod.

5.1. Toezicht op kosten en regels voor prestatievergoedingen

Een van de doelen waarop ESMA haar pijlen heeft gericht, is het beter beschermen van retail beleggers tegen onnodige kosten. Daartoe heeft zij op 4 juni 2020 een *supervisory briefing*⁶¹ aan de nationale toezichthouders gestuurd, die moet bijdragen aan overeenstemming in de manier waarop in de verschillende lidstaten toezicht wordt gehouden op kosten. Deze supervisory briefing volgde op het jaarlijkse statistische rapport van ESMA over de kosten en prestaties van retail beleggingsproducten.⁶² Uit dit rapport bleek dat deze kosten een aanzienlijke impact hebben op het rendement voor beleggers. ESMA heeft daarom de door beheerders te rekenen kosten en vergoedingen, en met name of deze eerlijk en proportioneel zijn, als toezichtprioriteit aangemerkt voor de lokale toezichthouders. Wij hebben bij individuele fondsmeldingen gemerkt dat de AFM deze supervisory briefing direct in haar toezicht heeft toegepast en kritische vragen heeft gesteld over de voorgenomen kostenstructuren van abi's. Dit voorjaar is ook de door ESMA voor de Europese Commissie bestemde *Opinion On undue costs of UCITS and AIFs* verschenen⁶³, die voortborduurde op de voorgenoemde supervisory briefing. De opinie moet bijdragen aan de (verstrekken!) regels die over *undue costs* (oneerlijke kosten) in de aanpassingen van de AIFM Richtlijn en AIFM Verordening zullen worden opgenomen als gevolg van de Retail Investment Strategy (RIS). De RIS bestaat uit een wetgevingspakket waarmee Europese wet- en regelgeving op het gebied van beleggersbescherming op een aantal punten zal worden gewijzigd. Op 24 mei 2023 heeft de Europese Commissie de finale versie van dit wetgevingspakket – de Retail Investment Package (RIP) – aangenomen.⁶⁴ De RIP bevat onder meer voorstellen met betrekking tot de AIFM Richtlijn.

54. Verordening (EU) Nr. 345/2013 van 17 april 2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen (**EuVECA Verordening**). De EuVECA Verordening is gewijzigd door Verordening (EU) 2017/1991 en Verordening (EU) 2019/1156. Zie ook: T.W.G. de Wit e.a., 'Het structureren van een venture capital fonds', TOP 2022, nr. 3, p. 16-23.

55. Verordening (EU) Nr. 346/2012 van 17 april 2013 inzake Europese sociaalondernemerschapsfondsen (**EuSEF Verordening**). De EuSEF Verordening is gewijzigd door Verordening (EU) 2017/1991 en Verordening (EU) 2019/1156.

56. Verordening (EU) 2017/1131 van 14 juni 2017 inzake geldmarktfondsen.

57. Verordening (EU) 2015/760 van 29 april 2015 betreffende Europese langetermijnbeleggingsinstellingen. De ELTIF Verordening wordt gewijzigd door Verordening (EU) 2023/606 die op 10 januari 2024 in werking treedt.

58. R.E. Labeur en T.W.G. de Wit, 'Rondom het nieuws – Haast met herziening Venture Capital Verordening', FR 2016, nr. 9, p. 363-369.

59. In het ESMA-register zijn geen in Nederland gevestigde ELTIFs opgenomen. Dit wordt bevestigd door de AFM in: P. Sie, 'Voor particuliere beleggers blijft de drempel naar private markten hoog', FD 6 oktober 2023.

60. S.N. Hooghiemstra, 'ELTIF 2.0 – Challenges & Opportunities', FR 2023, nr. 7/8, p. 231-237.

61. ESMA Supervisory briefing On the supervision of costs in UCITS and AIFs, ESMA 34-39-1042, 4 juni 2020.

62. ESMA Annual Statistical Report: Performance and costs of retail investment products in the EU 2019, ESMA 50-165-731, 10 januari 2019.

63. ESMA Opinion On undue costs of UCITS and AIFs, ESMA 34-45-1747, 17 mei 2023.

64. [https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM\(2023](https://ec.europa.eu/transparency/documents-register/detail?ref=COM(2023)

Op 5 januari 2021 zijn verder de ESMA 2021 richtsnoeren voor prestatievergoedingen in instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) en bepaalde abi's⁶⁵ van kracht geworden. Dat heeft voor sommige beheerders geleid tot aanpassing van prestatievergoedingen en/of het uitkeringsbeleid ten aanzien van bestaande prestatievergoedingen voor fondsen die nog niet voldeden aan deze ESMA-richtsnoeren. De richtsnoeren zijn in Nederland van toepassing op beheerders van retail abi's, met uitzondering van i) closed-end-abi's; en ii) open-end abi's die EuVECA's, EuSEF's, private equity-abi's of vastgoed-abi's zijn.

5.2. Reclameregels

Sinds 2 februari 2022 zijn de 'ESMA Richtsnoeren betreffende publicitaire mededelingen uit hoofde van de verordening inzake grensoverschrijdende distributie van fondsen van kracht'⁶⁶ De juridische grondslag voor deze ESMA Marketing Richtsnoeren is CBDR (zie ook onderdeel 4.6 van dit artikel). Artikel 4 CBDR bevat regels voor aan beleggers gerichte publicitaire mededelingen. In de ESMA Marketing Richtsnoeren zijn regels opgenomen waar zogenaamde publicitaire uitingen over gereguleerde abi's aan moeten voldoen, en die in veel opzichten een uitbreiding vormen ten opzichte van de reclameregels die voor die tijd golden. De reikwijdte van het begrip publicitaire mededeling dat de toepassing van de voorgenoemde richtsnoeren bepaalt, is ruimer dan het begrip reclame-uiting dat in de Nederlandse toezichtregelgeving een rol speelt. Waar reclame-uitingen een wervend karakter hebben, blijkt uit de voorbeelden die in de ESMA Richtsnoeren worden gegeven, dat bijvoorbeeld ook fact sheets onder het begrip 'publicitaire mededeling' vallen. Op basis van de ESMA Richtsnoeren lijkt het daarom een veilige benadering om in beginsel elke wettelijk onverplichte uiting waarin een fonds wordt genoemd als publicitaire mededeling/reclame (ofwel: marketing materiaal) te beschouwen.⁶⁷ Het toepassen van de ESMA Marketing Richtsnoeren leidt ertoe dat de betreffende publicitaire mededelingen wel erg volledig en evenwichtig moeten zijn. Wij vragen ons af of de mate van detail in deze richtsnoeren nu wel echt nodig is voor dit type uiting. Als een belegger in een disclaimer wordt gewaarschuwd dat het om een publicitaire mededeling gaat en dat voor volledige informatie het prospectus / informatiememorandum moet worden bestudeerd, zou een volledige opsomming van risico's in een marketinguiting misschien wel achterwege kunnen blijven. ESMA wil hier echter niks van weten. Zo luidt onderdeel 14 van de

richtsnoeren bijvoorbeeld: "in publicitaire mededelingen mag niet naar de voordelen worden verwezen zonder naar de risico's te verwijzen. In het bijzonder mag een publicitaire mededeling niet alleen de voordelen beschrijven en voor de beschrijving van de risico's naar een ander document verwijzen." Dat de AFM de ESMA Marketing Richtsnoeren actief toepast in haar toezicht, blijkt wel uit de brieven die zij eerder dit jaar aan een grote groep beheerders heeft verzonden, waarin zij aandacht vraagt voor de toepasselijkheid van de richtsnoeren.

5.3. Cloud Outsourcing

Op 18 december 2020 publiceerde ESMA haar richtsnoeren inzake uitbesteding aan aanbieders van clouddiensten.⁶⁸ Het doel van de richtsnoeren is om onder meer beheerders van handvatten te voorzien indien zij diensten aan dergelijke aanbieders uitbesteden en hen te helpen om de daaraan verbonden risico's te identificeren, adresseren en monitoren. De richtsnoeren worden door beheerders in de regel meer als last dan als handvat beschouwd, omdat er veel gedetailleerde voorschriften zijn opgenomen over uitbestedingen aan cloud service providers. Daarmee wordt de reikwijdte van het begrip uitbesteding extra relevant. Het antwoord op de vraag of de uitbestedingsregels van toepassing zijn op het gebruik van clouddiensten, is niet eenvoudig te beantwoorden voor instellingen die onder toezicht van de AFM opereren. Voor instellingen onder DNB toezicht is het wel klip en klaar. DNB geeft in verschillende uitingen aan dat het gebruik van clouddiensten onder uitbesteding valt, en dat deze uitbesteding aan haar gemeld moet worden.⁶⁹ Wij zijn van mening dat beheerders niet zonder meer de uitbestedingsregels hoeven toe te passen op dienstverlening door cloud service providers (ook wel cloud computing genoemd). Wat ons betreft is de voorvraag of de cloud computing wordt ingezet ten aanzien van een activiteit die op Bijlage 1 van de AIFM Richtlijn voorkomt. Het is goed verdedigbaar dat de cloud computing alleen in dat geval als uitbesteding door de beheerder moet worden gezien. Zo zullen beheerders die van de cloud gebruik maken voor het voeren van hun participantenadministratie en/of hun investment due diligence processen wel moeten voldoen aan de voorgenoemde ESMA richtsnoeren voor uitbestedingen aan aanbieders van clouddiensten. Overigens zal DORA ook impact gaan hebben op vormen van cloud dienstverlening.⁷⁰

65. ESMA Richtsnoeren inzake prestatievergoedingen voor icbe's en bepaalde soorten abi's, ESMA 34-39-992, 5 november 2020.

66. Document van 02/08/2021 | ESMA34-45-1272 NL.

67. Zie voor een uitgebreide bespreking van deze regels: R.E. Lebeur, 'Wat valt op aan de 'marketing'regels voor fondsbeheerders vanuit praktisch perspectief', *FR* 2022/5, p. 128-132.

68. ESMA Richtsnoeren inzake uitbesteding aan aanbieders van clouddiensten, ESMA 50-164-4285, 10 mei 2021.

69. Zie onder meer: <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/thema-s/prudentieel-toezicht/governance/good-practices-beheersing-risico-s-bij-uitbesteding/>.

70. P.M. van Vliet, 'DORA en outsourcing – een vergelijking tussen DORA en de EBA/EIOPA Guidelines', *FR* 2023, nr. 5, p. 190-198.

5.4. Abi's met leverage

Op 23 juni 2021 heeft ESMA finale richtsnoeren gepubliceerd met betrekking tot hefboomfinanciering bij abi's.⁷¹ ESMA beoogt daarmee een algemeen kader te implementeren voor de bevoegde autoriteiten, aan de hand waarvan zij het niveau van leverage bij abi's kunnen controleren, en waar nodig het leverage niveau kunnen laten afbouwen. De richtsnoeren hebben betrekking op de wijze van beoordeling van leverage-gerelateerd systeemrisico en beogen een consistente aanpak bij de bevoegde autoriteiten te bewerkstelligen. Daarnaast zijn de richtsnoeren gericht op het ontwerpen van een macropudentieel kader met betrekking tot hefboomfinancieringslimieten.

6. Toezicht en handhaving

6.1. Openbaar gemaakte sancties en maatregelen

Het toezicht op beheerders specifiek uit hoofde van de AIFM Richtlijn krijgt in Nederland in de hoofdzaak gestalte door middel van vergunningaanvragen, fondsmeldingen en terugkoppelingen op individuele onderzoeken of thema-onderzoeken. Het aantal door de AFM openbaar gemaakte formele handhavingsmaatregelen⁷², zoals boetes of lasten onder dwangsom, is in deze tweede lustrumperiode relatief beperkt.⁷³ Er zijn zeven gepubliceerde sancties en maatregelen in de periode 2018 - november 2023, waarvan de meeste betrekking hadden op overtredingen begaan in de eerste vijf jaren na het van kracht worden van de AIFM Richtlijn. De drie gepubliceerde boetes betrof in twee gevallen een door de AFM geconstateerde nalatige integere bedrijfsvoering in bredere zin en in één geval nalatigheid en aanzien van het aangaan van een schriftelijke overeenkomst met de bewaarder. Daarnaast heeft de AFM twee keer een last onder dwangsom ter voorkoming van herhaling voor de periode van één jaar opgelegd aan een beheerder, omdat de AFM er onvoldoende vertrouwen in had dat de beheerder zich zou houden aan de verplichting om correcte en niet-misleidende informatie te verstrekken, danwel aan de reclameregels zou voldoen. Daarnaast is de AFM

een keer tot vergunning-intrekking over gegaan, omdat een beheerder naar het oordeel van de AFM stelselmatig en langdurig geen adequaat beleid voerde dat een integere uitoefening van haar bedrijf waarborgde. Verder heeft de AFM een keer een curator benoemd ten aanzien van het dagelijks bestuur van een beheerder ten behoeve van de vereffening van een abi.⁷⁴ DNB heeft zich daarentegen bijzonder actief getoond in het opleggen van boetes, vrijwel steeds voor te late halfjaarrapportages; in de periode 2018 - november 2023 zijn er 11 boetes aan beheerders door DNB gepubliceerd.⁷⁵ Als je kijkt naar de jaaroverzichten van ESMA over sancties en maatregelen die op grond van de AIFM Richtlijn per jaar worden opgelegd door de bevoegde hoofdtoezicht-houders in de lidstaten (voor Nederland wordt dus alleen de AFM meegenomen), dan valt op dat Nederland daar jaar in jaar uit als een van de minst actieve toezichthouders op dit vlak uit komt.⁷⁶

6.2. Themaonderzoeken & openbare terugkoppelingen AFM

In het doorlopend toezicht sprongen voor ons met name een aantal themaonderzoeken en openbare terugkoppelingen in het oog, die wij hieronder kort aanstippen.

Risicobeheer

In 2020 heeft de AFM een gedetailleerd onderzoek gedaan naar het risicobeheer onder beheerders die in 2014 van rechtswege een vergunning hebben gekregen. In dit onderzoek is gekeken in hoeverre de vereisten uit de AIFM Richtlijn met betrekking tot het risicobeheer op dat moment inmiddels werden nageleefd. Daarbij werd ook betrokken in hoeverre er opvolging was gegeven aan de bevindingen die de AFM in 2018 aan deze groep beheerders had meegegeven.⁷⁷ De uitkomsten van het onderzoek naar de risicobeheerfunctie van beheerders stemde de AFM nog niet geheel tevreden. Als aandachtspunt signaleerde de AFM bijvoorbeeld dat de aard van de potentiële belangenconflicten in het risicobeheerbeleid in een aantal gevallen nog beperkt was vastgelegd en dat het risicobeheerbeleid niet in alle gevallen doorlopend werd bijgehouden. De risicobeheerfunctie als kernonderdeel van de bedrijfsvoering blijft ook

71. ESMA Richtsnoeren inzake artikel 25 van Richtlijn 2011/61/EU, ESMA 34-32-701, 23 juni 2021.

72. Dit geeft overigens een onvolledig beeld van de complete handhavingspraktijk van de AFM, die ook bestaat uit (veelvuldige) informele maatregelen zonder publicatie, alsmede uit voornemens tot sancties of maatregelen die na diverse uitwisselingen met de betreffende onderneming kunnen zijn ingetrokken, en eventueel uit maatregelen die niet zijn gepubliceerd.

73. Op het gebied van de Wwft is wel een aantal maatregelen aan beheerders opgelegd en gepubliceerd, evenals op het gebied van naleving van de Wet oneerlijke handelspraktijken en de Prospectusverordening, maar die onderwerpen valt buiten het bestek van dit artikel, zoals in de inleiding al aangegeven.

74. De maatregelen zijn te vinden op <https://www.afm.nl/nl/sector/actueel?filter=maatregel>. De periode 2018- november 2023 beslaat pagina's 1-6 te zijn).

75. Zie het overzicht van handhavingsmaatregelen op de website van DNB: <https://www.dnb.nl/nieuws-voor-de-sector/?p=1\&l=10\&t=MTgxODk\&d=MjAyMw%252CMjAyMg%252CMjAyMQ%252CMjAyMA%252CMjAxOQ%252CMjAxOA>.

76. Zie voor een aardig totaaloverzicht het laatstelijk gepubliceerde ESMA 'Report Penalties and measures imposed under the AIFMD in 2022' van 18 juli 2023, ESMA34-1985693317-1074.

77. AFM Onderzoek beheerders met van rechtswege omgezette AIFM vergunning. Belangrijkste uitkomsten van het onderzoek en best practices, 23 januari 2018.

een belangrijk onderwerp voor de AFM bij de beoordeling van vergunningaanvragen van beheerders. De AFM kijkt met name kritisch naar de onafhankelijke werking van de risicobeheerfunctie, en naar de concreetheid van procedures en maatregelen ('wat/waar/hoe/wie/wanneer').

Het onderwerp risicobeheer komt ook consequent terug in de toezichtprioriteiten die de AFM zich stelt.⁷⁸ Dat wordt vooral gedreven door veranderende marktomstandigheden. De AFM ziet bijvoorbeeld een consolidatieslag in de sector, toenemende beleggingen in illiquide activa, technologische ontwikkelingen en cybercriminaliteit, de pensioen transitie en de duurzaamheidstransitie. Deze veranderende marktomstandigheden stellen hoge eisen aan onder meer het risicobeheer en liquiditeitsmanagement, en de AFM doet dat dus ook om de sector, in haar woorden, 'robuust en wendbaar' te houden.

Heel specifiek daarbij is de recente nadruk op duurzaamheidsrisico's, die ook in onderdeel 2 van dit artikel kort werden genoemd. Naar aanleiding van de door ons genoemde wijzigingen per 1 augustus 2022 in de AIFM Verordening, heeft de AFM een verkennend onderzoek uitgevoerd gericht op de identificatie, beoordeling, minimalisering en monitoring van duurzaamheidsrisico's door beheerders. De daaruit verkregen observaties en inzichten heeft zij gepubliceerd.⁷⁹ Daaruit volgt onder meer dat er grote verschillen bestaan in de beschikbaarheid en de kwaliteit van data en dat het verschil tussen duurzaamheidsdoelstellingen en duurzaamheidsrisico's niet voor iedere partij even duidelijk is. Het is ook onze ervaring dat marktpartijen deze concepten (duurzaamheidsambities en duurzaamheidsrisico's) vaak nog steeds niet goed van elkaar kunnen onderscheiden. Een goed begrip van wat een duurzaamheidsrisico is, vormt de start van het implementeren van alle eisen daaromtrent in de bedrijfsvoering. Een investering in die kennis moet zeker door de kleinere beheerders zonder duurzaamheidsambities naar onze mening nog worden gemaakt. De AFM heeft aangekondigd de komende tijd aandacht te blijven besteden aan duurzaamheidsrisicomanagement door beheerders, inclusief de risicobeheersing rondom het gebruik van data van externe providers. Ook ESMA stuurt een onderzoek aan naar de beheersing van duurzaamheidsrisico's door beheerders de komende tijd.⁸⁰

Uitbesteding

Enigszins in het verlengde van de focus op risicobeheer, licht de grote nadruk op uitbesteding in het toezicht van de AFM sinds het in 2018 gestarte onderzoek onder de naam 'Keten in Beeld'. In de jaren daarop zijn verschillende keren verbeterpunten voor de sector gecommuniceerd.⁸¹ Net als risicobeheer, staat uitbesteding voor de AFM sinds enkele jaren als vast onderdeel op de toezichtagenda. Het gaat er daarbij kort gezegd om dat de bedrijfsvoering van de beheerder voldoende is toegerust op het kunnen uitoefenen van controle en overzicht over de uitbestede taken. Zo is er dit jaar een gedetailleerde uitvraag gedaan onder enkele beheerders die specifiek was gericht op de monitoring van uitbesteding. De bevindingen daarvan moeten nog worden gepubliceerd. Wij merken dat uitbesteding voor marktpartijen steeds meer leidt tot kopzorgen in plaats van tot ontzorgen.

Toezicht op de bewaarder

Inmiddels is de markt goed gewend aan het gegeven dat met een bewaarder van een abi niet langer wordt bedoeld op de enkele juridisch eigenaar van het fondsvermogen met een meer dienstverlenende rol, maar dat de bewaarder in de zin van de AIFM Richtlijn ten behoeve van de beleggers in het fonds een toezichthoudende rol inneemt die een belangrijke rol speelt bij onder meer de verificatie van het eigendom van activa in de beleggingsportefeuille en het acteren binnen de bandbreedtes van het beleggingsbeleid. In het verlengde van deze rol van de bewaarder heeft de Nederlandse wetgever (al in de eerste lustrumjaren van de AIFM Richtlijn) een vergunningplicht voor bewaarders geïntroduceerd.⁸² De AFM heeft als gevolg daarvan in de periode daarna diverse vergunningaanvragen van bewaarders behandeld. De aandachtspunten die daaruit naar voren zijn gekomen en die specifiek van belang zijn de prudente inrichting van de bewaardersorganisatie, heeft zij in deze tweede lustrumperiode onder de aandacht van bewaarders gebracht door middel van een sectorbrief. In 2018 heeft de AFM op deze manier aandacht gevraagd voor (i) zelfstandigheid/onafhankelijkheid van de bewaarder, vooral wanneer deze onderdeel is van een groep andere dienstverleners,

78. Zoals de meest recent gepubliceerde AFM Agenda 2023 en de AFM Strategie (2023-206) die begin 2023 tegelijk werden gepubliceerd: www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2023/januari/afm-agenda-2023.

79. 'Duurzaamheidsrisicobeheersing. Verkenning naar de beheersing van duurzaamheidsrisico's door beheerders van Nederlandse beleggingsinstellingen, te vinden via: <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2023/augustus/verkenning-duurzaamheid-risico-management>.

80. www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-and-ncas-assess-disclosures-and-sustainability-risks-investment-fund

81. Zie <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2019/nov/bi-bo-risicobeheersing-uitbesteding> en <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2021/juli/am-beheersing-uitbestedingsrisico>.

82. Artikel 2:3g Wft trad op 18 maart 2016 in werking. Een aantal type bewaarders is op grond van artikel 2:3h Wft van de vergunningplicht vrijgesteld. Het betreft de zogenoemde alternatieve bewaarders die hun rol kunnen vervullen ten aanzien van vastgoedfondsen of private equity fondsen. Een alternatieve bewaarder dient aan een aantal eisen te voldoen, waaronder de eis van een inschrijving in een wettelijk erkend beroepsregister of onderwerping aan regelgeving inzake de beroepsmoraal. Deze eisen zijn niet veranderd in de afgelopen 5 jaar.

(ii) de beheersing van (potentiële) belangenconflicten, (iii) een adequaat acceptatiebeleid van beheerders/fondsen, (iv) een adequaat uitbestedingsbeleid en (v) een adequaat notificatie- en escalatiebeleid.⁸³

Een tweede sectorbrief van de AFM volgde in 2021, naar aanleiding van de in mei 2020 door de AFM zelf geïntroduceerde halfjaarlijkse bewaardersrapportage bij alle in Nederland gevestigde bewaarders. Een van de doelen van de bewaardersrapportage is dat de AFM periodiek inzicht krijgt in de door bewaarders geconstateerde bijzonderheden en/of onregelmatigheden bij beheerders en de fondsen die zij beheren. De AFM geeft in de betreffende sectorbrief een terugkoppeling op haar bevindingen naar aanleiding van de eerste bewaardersrapportages.⁸⁴ In deze terugkoppeling vestigt de AFM de aandacht op (i) de wettelijke meldplicht van beheerders ten aanzien van materiële wijzigingen, (ii) het toespitsen van de werkzaamheden van de bewaarder op het risicoprofiel van een fonds, (iii) de toegevoegde waarde van de bewaarder bij het opmerken van verschillende soorten onregelmatigheden (bijvoorbeeld ten aanzien van waarderingen en naleving van beleggingsrestricties) en (iv) de plicht van bewaarders om zich te verzekeren van een goede informatiestroom vanuit de beheerders. De bewaarder blijft voor de AFM een belangrijk anker om de risico's in de asset management sector te beperken. Dat benoemt zij in haar Toezichtstrategie 2023-2026.⁸⁵

6.3. Prudentieel toezicht DNB

Ook DNB heeft zich de afgelopen vijf jaar meer prominent laten zien als prudentieel toezichthouder. Voor beheerders met een zogenoemde MiFID top-up kwam het IFD/IFR raamwerk⁸⁶ om de hoek kijken.

Verder heeft DNB meermaals aandacht gevraagd voor de kwaliteit van kapitaal. Meest recent deed DNB dat op 4 mei 2023 in een zogenoemde factsheet Prudentiële aandachtspunten bij aanvragen en in het doorlopend toezicht⁸⁷ (**Factsheet**). DNB constateert in de praktijk geregeld kapitaaltekorten bij be-

heerders, bijvoorbeeld omdat de instrumenten (zoals aandelen) niet voldoen aan strikte kwaliteitseisen uit hoofde van de Capital Requirements Regulation⁸⁸ (**CRR**) of dat de berekening van het minimaal vereiste eigen vermogen ontoereikend is. Overigens is opvallend dat DNB in de Factsheet op pagina 5 aangeeft welke documenten zij vereist in verband met een vergunningaanvraag van, onder meer, een beheerder uit hoofde van artikel 2:65 Wft. Die lijst komt niet overeen met de vereiste documentatie zoals opgenomen in het aanvraagformulier van de AFM. Dat leidt in de praktijk dan ook geregeld tot vragen en onzekerheid bij beheerders. De aard van de opvraagde documentatie, zoals bijvoorbeeld een door de accountant gecontroleerde winst en verliesrekening (die in het aanvraagformulier niet genoemd wordt), nogal wat impact kan hebben op de aanvrager, zeker als er tot het moment van vergunningaanvraag nog geen controleverplichting gold. De uit te vragen documentatie zou naar ons oordeel beter afgestemd kunnen worden op de verschillende type aanvragers en de informatie daaromtrent in het aanvraagformulier moet consistent zijn met de eisen van DNB. Daar ligt dus voor zowel de AFM als DNB een verbeterpunt.

7. Afsluiting

We hadden het op voorhand wellicht niet verwacht, maar er bleek toch weer het nodige op te tekenen over de afgelopen vijf jaar toezicht uit hoofde van de AIFM Richtlijn. En dan betreft dit artikel zelfs nog een selectie van onderwerpen, die wij slechts op hoofdlijnen hebben kunnen aanstippen. De komende jaren is de AIFM Richtlijn aan veranderingen onderhevig. Op de voorzienbare termijn betreft dat de inwerkingtreding van de herziening van de AIFM Richtlijn, die bekend staat als 'AIFMD 2'⁸⁹ en de wijzigingen als gevolg van de implementatie van de Retail Investment Strategie.⁹⁰ Alleen al daardoor is het een gegeven dat de volgende vijf jaren het toezicht op beheerders niet in rustiger vaarwater zal komen. Wij zullen een artikel ter ere van het derde lustrum van de AIFM Richtlijn in 2028 vast met potlood in de agenda zetten.

83. Zie de AFM Sectorbrief 'Aandachtspunten inrichting organisatie van de bewaarder' van 1 november 2018, te vinden via: <https://www.afm.nl/-/profmedia/files/doelgroepen/aifm/sectorbrief-bewaarders-nov2018.pdf>.

84. Zie de AFM Terugkoppelingbrief bewaardersrapportage van 30 juli 2021, te vinden via: www.afm.nl/nl-nl/sector/bewaarders.

85. Zie voetnoot 77.

86. Richtlijn (EU) 2019/2034 van 27 november 2019 betreffende het prudentiële toezicht op beleggingsondernemingen; Verordening (EU) 2019/2033 van 27 november 2019 betreffende prudentiële vereisten voor beleggingsondernemingen.

87. Zie de DNB Factsheet 'Prudentiële aandachtspunten bij aanvragen en in het doorlopend toezicht' van april 2023, te vinden via: <https://www.dnb.nl/voor-de-sector/openboek-toezicht/sectoren/beleggingsinstellingen/prudentieel-toezicht/factsheet-prudentiele-aandachtspunten-bij-aanvragen-en-in-het-doorlopend-toezicht/>.

88. Verordening (EU) Nr. 575/2013 van 26 juni 2013 betreffende prudentiële vereisten voor kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, meer specifiek Deel Twee, Titel I.

89. Op 6 november 2023 werd de definitieve tekst gepubliceerd: <https://www.consilium.europa.eu/media/67845/st14932-en23.pdf>.

90. Zie onderdeel 5.1 van dit artikel.