

Rondom het nieuws Haast met herziening Venture Capital Verordening

mr. R.E. Labeur en mr. T.W.G. de Wit¹

Op 14 juli jl. publiceerde de Europese Commissie een voorstel voor herziening van de Europese *Venture Capital Funds* en *Social Entrepreneurship Funds* verordeningen². Het bleek de laatste daad van EU commissaris Jonathan Hill, die naar aanleiding van Brexit zijn ontslag indiende. In deze bijdrage komen de door de Commissie voorgestelde wijzigingen van de Venture Capital Verordening aan bod. Wij juichen de voorgenomen wijzigingen vooral toe: eindelijk een herziening die *meer* in plaats van *minder* mogelijkheden beoogt te bieden.

1. Inleiding

Jonathan Hill gaf op 13 juli jl. zijn laatste speech als commissaris van de EU. Waar de gevolgen van Brexit – anders dan schommelende valuta- en aandelenkoersen – nog voor velen onduidelijk zijn, is dat voor de positie van Jonathan Hill wel anders. Op 25 juni jl. diende hij, als een direct gevolg van Brexit, zijn ontslag in bij de voorzitter van de Europese Commissie, Jean Claude Juncker. Volgens de Brit was het na Brexit niet langer correct dat hij als EU commissaris zou aanblijven alsof er niets was gebeurd. Hill was namens het Verenigd Koninkrijk de meest senior diplomaat en verantwoordelijk voor de ‘zware’ - en overigens voor de Britten zeer belangrijke - portefeuille: ‘Financiële Stabiliteit, Financiële Diensten en Kapitaalmarktenunie’. Wat hier verder ook van zij, Jonathan Hill kondigde op 13 juli jl. zijn laatste daad als EU commissaris als volgt aan:

‘Tomorrow, as my last announcement, I will be coming forward with proposals to strengthen venture capital markets in Europe. They’re important for smaller companies in their start up-phase, and to retain talent and entrepreneurship in Europe, rather than seeing it go to America in search of financing. So we’ll be proposing a revision of the EuVECA regulation to increase the range of businesses in which ventu-

*re capital funds can invest and opening up the EuVECA label to more fund managers. (...)*³

In deze paar zinnen schuilt een groot aantal interessante knelpunten die kennelijk door de Europese Commissie in de markt zijn geconstateerd. Om ze te benoemen: (i) kleine ondernemingen hebben moeite om financiering aan te trekken en talent te behouden; (ii) de concurrentie van de Verenigde Staten is groot op *venture capital* gebied; (iii) het type ondernemingen waarin durfkapitaalfondsen (hierna: EuVECA fondsen) mogen investeren sluit niet aan bij de wensen van de markt; en (iv) verhandeling van EuVECA fondsen vindt nog niet op de schaal plaats die de Commissie graag zou zien. In deze bijdrage plaatsen we de uitspraken van Hill in juridisch perspectief. We schetsen eerst kort de verschillende mogelijkheden die op dit moment bestaan voor actieve verhandeling⁴ binnen de EU van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen die niet als icbe⁵ kwalificeren. Daarna zoomen we

3. *Speech by Commissioner Jonathan Hill at the European Parliament on the Capital Markets Union*, Brussel, 13 juli 2016.

4. We laten het principe van *reverse solicitation* dus buiten beschouwing. Bij *reverse solicitation* is EU-regelgeving over verhandeling van beleggingsinstellingen niet van toepassing, omdat het initiatief voor de belegging in die situatie van de belegger uitgaat en niet van de beheerder. De reikwijdte van dit concept wordt overigens per lidstaat verschillend uitgelegd.

5. Instelling voor collectieve belegging in effecten (ofwel *undertaking for collective investment in transferable securities*, hierna: UCITS) die onder de reikwijdte van de UCITS-richtlijnen valt. Een beleggingsinstelling kwalificeert alleen als icbe als zij uitsluitend in effecten belegt, kapitaal aantrekt van het publiek (dus ook retailbeleggers), een wettelijke vorm van risicospreiding toepast en open-end is. Alle beleggingsinstellingen die niet als icbe kwalificeren – en in Nederland is dat de overgrote meerderheid – kwalificeren als alternatieve beleggingsinstelling in de zin van de AIFMD,

1. R.E. Labeur en T.W.G. de Wit zijn advocaat in Amsterdam.

2. Verordening (EU) nr. 345/2013 van het Europees Parlement en de Raad inzake Europese durfkapitaalfondsen (EuVECA) (PB L 115 van 25.4.2013, p. 1-17) en Verordening (EU) 346/2013 van het Europees Parlement en de Raad inzake Europese sociaalondernemersfondsen (EuSEF) (PB L 115 van 25.4.2013, p. 18-38).

in op de huidige Venture Capital Verordening: hoe zit die in elkaar? Vervolgens bespreken we de door de Europese Commissie voorgestelde wijzigingen en de achtergrond daarvan. In het slotwoord geven we onze zegen aan het voorstel van de Commissie.

2. Verhandeling van beleggingsinstellingen binnen de EU

2.1. Verhandeling door EU-beheerders aan professionele beleggers

De verhandeling en het beheren van beleggingsinstellingen die niet als icbe kwalificeren, is sinds 22 juli 2013 onderworpen aan de Europese Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (Alternative Investment Fund Managers Directive, hierna: AIFMD).⁶ Afhankelijk van *aan wie* deelnemingsrechten worden aangeboden, voorziet de AIFMD in maximumharmonisatie of minimumharmonisatie. Voor beheerders van beleggingsinstellingen die alleen rechten van deelneming aanbieden aan *professionele beleggers*, is de AIFMD een maximumharmonisatierichtlijn. Dit betekent dat EU-beheerders⁷ van dit type beleggingsinstellingen in elke lidstaat aan dezelfde eisen moeten voldoen. Dit wordt getoetst door de toezichthouder waar de beheerder gevestigd is (de *home country regulator*). Deze toezichthouder is ook bevoegd de vergunning aan de beheerder voor het beheren en verhandelen van beleggingsinstellingen te verlenen. Vanwege deze maximumharmonisatie is het een vergunninghoudende EU-beheerder toegestaan om na het doorlopen van een notificatieprocedure in de *home country* de deelnemingsrechten in een EU-beleggingsinstelling aan te bieden aan professionele beleggers in andere lidstaten, zonder dat in die lidstaten aan additionele eisen moet worden voldaan. Dit staat bekend als het Europees paspoortstelsel.⁸ Overigens blijkt dat sommige lidstaten (zoals Duitsland en Denemarken) in weerwil van deze dwingende systematiek soms toch nog aanvullende eisen opleggen, zoals uitgebreide informatieverstrekking aan de *host country* toezichthouder of hoge kosten voor een notificatieprocedure. Daar

heeft de praktijk het op dit moment helaas mee te doen.

2.2. Verhandeling door EU-beheerders aan niet-professionele beleggers

Voor beheerders die rechten van deelneming aanbieden aan *niet-professionele beleggers*, is de AIFMD een minimumharmonisatierichtlijn. Dat betekent dat lidstaten aanvullende nationale regels mogen stellen. Nederland heeft – net als veel andere lidstaten – vanuit het oogpunt van beleggersbescherming van deze mogelijkheid gebruik gemaakt voor zover deelnemingsrechten onder de ‘EUR 100.000-drempel’ worden aangeboden aan niet-professionele beleggers. Voor deze beheerders geldt een AIFMD top-up regime. De EUR 100.000-drempel zorgt ervoor dat het top-up regime *niet* van toepassing is voor zover een vergunning- of paspoorthoudende beheerder deelnemingsrechten aanbiedt aan niet-professionele beleggers als die deelnemingsrechten (a) slechts kunnen worden verworven tegen een tegenwaarde van ten minste EUR 100.000 per deelnemer of (b) een nominale waarde per recht hebben van ten minste EUR 100.000.⁹ De beleggers die boven deze drempel blijven wordt ook wel *high net worth individuals* genoemd. Een EU-beheerder die niet-professionele beleggers in andere EU-lidstaten wil bereiken, heeft dus aan de in zijn *home country* verkregen vergunning niet automatisch genoeg en zal in elke lidstaat moeten nagaan welke additionele eisen er eventueel worden gesteld.

2.3. Verhandeling door niet-EU-beheerders en verhandeling van niet-EU beleggingsinstellingen

Het zogenoemde derdelandenregime van de AIFMD is wel al in de richtlijn opgenomen, maar is nog niet geactiveerd. Het is nog niet duidelijk wanneer dat wel het geval zal zijn.¹⁰ Dit betekent in de eerste plaats dat de AIFMD nu nog niet voorziet in een uniform regime voor niet-EU beheerders die deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen in de EU willen aanbieden. Art. 42 AIFMD bevat het zogenoemde nationale private placement regime voor deze niet-EU beheerders. Dat houdt in dat randvoorwaarden voor implementatie worden gegeven, maar lidstaten aanvullende eisen mogen opleggen. Dit systeem leidt tot een lappendeken, omdat de lidstaten in de praktijk heel verschillend met art. 42 AIFMD om blikken te gaan. Nederland is een van de

waarover meer in onderdeel 2 van deze bijdrage.

6. Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad (PB L 174 van 1.7.2011, p. 1-73).

7. Dat wil zeggen beheerders die hun statutaire zetel in een EU-lidstaat hebben.

8. Art. 32 AIFMD voorziet in het ‘instellingenpaspoort’ waarmee beheerders met een AIFMD-vergunning verkregen in hun *home country* deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen mogen verhandelen met professionele beleggers binnen de hele EU. In art. 33 AIFMD is het ‘beheerderspaspoort’ opgenomen waarmee een vergunninghoudende beheerder uit de ene lidstaat beleggingsinstellingen voor professionele beleggers kan beheren die zijn gevestigd in een andere lidstaat. In dit artikel concentreren we ons op grensoverschrijdende verhandeling.

9. Ingevolge art. 4:37p Wet op het financieel toezicht.

10. Voor deze activatie is een besluit van de Europese Commissie nodig. Zie hierover uitgebreid: R.E. Laheur, ‘Rondom het nieuws-Uniform derdelandenregime AIFMD: Nog een lange weg te gaan’, *FR* 2015, nr. 10, p. 391-395. Zie daarnaast het recente finale advies van de *European Securities and Markets Authority* (hierna: ESMA) in dit verband: ‘ESMA’s advice to the European Parliament, the Council and the Commission on the application of the AIFMD passport to non-EU AIFMs and AIFs’, van 18 juli 2016, ESMA 2016/1140.

landen die het artikel vrijwel één-op-één heeft geïmplementeerd, maar dat is zeker niet het geval in alle lidstaten. Daarom moet een niet-EU-beheerder op dit moment nog in elke lidstaat nagaan wat de mogelijkheden zijn voor marketing van hun beleggingsinstellingen en daarbij niet vreemd moet opkijken als blijkt dat verhandeling in een bepaalde lidstaat niet, of haast niet, te doen blijkt te zijn (zoals in Italië, Spanje en Frankrijk).

In de tweede plaats voorziet de AIFMD nu ook nog niet in een eenduidig stelsel voor het aanbieden van deelnemingsrechten in niet-EU beleggingsinstellingen door EU-beheerders in de Europese lidstaten, of van deelnemingsrechten in EU feeder-beleggingsinstellingen met een master-beleggingsinstelling waaraan een niet-EU element zit (ofwel de master zelf is niet in de EU-gevestigd ofwel de beheerder van de master heeft een statutaire zetel buiten de EU). Art. 36 AIFMD bevat een regime voor het verhandelen door EU-beheerders van deelnemingsrechten in deze situatie, maar lidstaten mogen tot op heden nog zelf kiezen of, en zo ja hoe, ze dit artikel implementeren. Dus een EU-beheerder die grensoverschrijdend een niet volledige EU-fondsstructuur wil aanbieden, moet nu nog in elke lidstaat nagaan of de lidstaat die verhandeling toestaat en, zo ja, onder welke voorwaarden. Nederland heeft overigens voor implementatie van deze paspoortoptie gekozen en legt daarbij bovendien geen extra eisen op.

2.4. Verhandeling door kleine beheerders

Voor kleine beheerders die onder bepaalde drempels vallen, bevat art. 3 lid 2 AIFMD een uitzondering op het reguliere vergunningregime. Het gaat daarbij om beheerders die (i) rechtstreeks, of (ii) door middel van een onderneming waarmee de beheerder is verbonden door (a) een gezamenlijke bedrijfsvoering, (b) een gezamenlijke zeggenschap-suitoefening of (c) een gekwalificeerde deelneming, portefeuilles van beleggingsinstellingen beheren waarvan het totaal aan beheerde activa niet groter is dan (i) EUR 100 miljoen of (ii) EUR 500 miljoen. Ten aanzien van de drempel van EUR 500 miljoen geldt als extra eis dat de betreffende beleggingsinstellingen geen gebruik mogen maken van hefboomfinanciering en dat in die beleggingsinstellingen geen recht tot inkoop of terugbetaling van deelnemingsrechten kan worden uitgeoefend gedurende een periode van vijf jaar. Die periode vangt aan op het tijdstip waarop de deelnemingsrechten in de verschillende beleggingsinstellingen voor het eerst zijn verworven.

Uit overweging 17 van de AIFMD volgt de reden voor deze vrijstelling, namelijk dat wordt aangenomen dat de werkzaamheden van de afzonderlijke beheerders die onder die drempels vallen geen significante gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit. Daarom geldt voor deze beheerders geen vergunningplicht. Omdat niet valt uit te sluiten dat de geaggregeerde werkzaamheden van deze beheerders systeemrisico's kunnen veroorzaken, bepaalt art. 3 AIFMD dat deze kleine beheerders

zich wel in de home country moeten registreren. Verder moeten geregistreerde kleine beheerders periodiek aan de lokale toezichthouder rapporteren over onder meer de belangrijkste concentraties van de door hen beheerde beleggingsinstellingen. En daarmee houden de aanwijzingen van de AIFMD met betrekking tot deze kleine beheerders op. Kleine beheerders zijn dus verder op de eigen nationale regimes van elke lidstaat aangewezen voor de mogelijkheden en beperkingen tot verhandeling aan de aldaar gevestigde beleggers.¹¹ Nederland legt bijvoorbeeld de beperking op dat alleen een in Nederland gevestigde beheerder van het bovengenoemde registratieregime¹² gebruik kan maken. Daarnaast gelden in Nederland beperkingen ten aanzien van de beleggers die mogen worden benaderd. Tenzij die groep onder de 150 personen blijft, mogen beleggingsinstellingen van Nederlandse kleine beheerders namelijk alleen worden aangeboden aan ofwel professionele beleggers, ofwel aan *high net worth individuals* die boven de hiervoor al genoemde¹³ EUR 100.000 drempel investeren.

Kleine beheerders die grensoverschrijdend kapitaal willen ophalen hebben in beginsel twee opties. Ofwel ze kiezen voor de opt-in mogelijkheid die art. 3 lid 4 AIFMD biedt en vragen op basis daarvan een AIFMD-vergunning aan in de home country, om deze te kunnen paspoorten naar de andere lidstaten. Dat is in verband met kosten, gemiddelde doorloopnelheid van een vergunningaanvraag en de toepasselijke AIFMD-vergunningvereisten een nogal verstrekkende keuze waar in onze ervaring in de praktijk, begrijpelijkerwijs, weinig gebruik van wordt gemaakt. Ofwel kleine beheerders kiezen voor slechts een registratie in de home country en accepteren dat zij voor het grensoverschrijdend kapitaal ophalen worden gehinderd door de noodzakelijke rondgang langs de lidstaten voor een onderzoek naar de (on)mogelijkheden daarvoor in de betreffende lidstaat. Een belangrijke keerzijde van het registratieregime is namelijk dat er geen paspoortstelsel aan verbonden is. Dat is ook logisch, omdat het inhoudelijk toezicht op de kleine beheerder door de home country nu juist ontbreekt en de andere lidstaten er dus ook niet op kunnen vertrouwen dat de betreffende beheerder geen ongewenste inbreuk zal veroorzaken op hun financiële markt. Daarom mag iedere lidstaat ook eigen aanvullende eisen stellen aan binnenkomende kleine beheerders. Het Nederlandse regime voor kleine beheerders illustreert dat dit inderdaad ook gebeurt binnen de EU. De Europese Commissie heeft erkend dat deze uiteenlopende nationale maatregelen belemmeringen opwerpen voor de nagestreefde interne markt. Om dit probleem in ieder geval voor EuVECA fondsen op te lossen, is op 22 juli 2013 tege-

11. Zie in dit verband ook overweging 59 AIFMD.

12. Ook wel bekend als het 'light-regime', het 'de-minimis' regime of het 'sub-threshold regime'.

13. Zie onder 'Verhandeling door EU-beheerders aan niet-professionele beleggers' voor een uitleg over de toepassing van deze drempel.

lijk met de AIFMD de Venture Capital Verordening in werking getreden. Dat biedt een derde optie voor een specifieke groep kleine beheerders om binnen de EU beleggers te kunnen benaderen.

3. Huidige Venture Capital Verordening¹⁴

De Venture Capital Verordening voorziet in de mogelijkheid voor kleine beheerders die onder het registratieregime vallen om, naast die registratie, voor een of meer door hen beheerde belegginstellingen een zogenoemd 'EuVECA-label' aan te vragen. Dat label werkt vervolgens als een Europees paspoort voor de betreffende beleggingsinstelling; met het verkregen label kunnen de deelnemingsrechten in het betreffende EuVECA fonds in de andere lidstaten worden aangeboden zonder dat de lidstaten daaraan extra voorwaarden kunnen stellen. De Europese Commissie vindt het belangrijk om EuVECA fondsen op deze manier toegang tot de EU-kapitaalmarkt te verschaffen, omdat durfkapitaal onder meer bijdraagt aan de economische groei, werkgelegenheid, ondernemerschap en innovatie.¹⁵

Het EuVECA-label is niet zomaar te verkrijgen. De beheerder en de beleggingsinstelling moeten aan de voorwaarden (ofwel: kwaliteitseisen) voldoen die in de Venture Capital Verordening zijn opgenomen. De belangrijkste voorwaarde van de Venture Capital Verordening is dat de EU-beleggingsinstelling die voor het label in aanmerking wil komen, kort gezegd, voor ten minste 70% van het totale kapitaal¹⁶ (na aftrek van kosten en (quasi)kasgeld) moet beleggen in aandelen of quasi-aandeelinstrumenten van niet-genoteerde kleine en middelgrote ondernemingen, die geen financiële onderneming of instelling voor collectieve belegging zijn. De omvang van de onderneming wordt afgebakend doordat de onderneming minder dan 250 personen in dienst mag hebben en ofwel de jaaromzet beperkt moet zijn tot EUR 50 miljoen ofwel het jaarlijks balanstotaal niet meer is dan EUR 43 miljoen. Dit worden in de Venture Capital Verordening 'in aanmerking komende beleggingen' genoemd. De daaraan gekoppelde voorwaarde is dat niet meer dan 30% van de totale kapitaalbreng en het niet-gestorte toegezegde kapitaal¹⁷ mag worden belegd in onder-

nemingen die niet kwalificeren als in aanmerking komende belegging. Verder is *leverage* op het niveau van het EuVECA fonds niet toegestaan. Leningen op het niveau van het EuVECA fonds mogen alleen worden aangegaan als deze gedekt zijn door niet-gestort toegezegd kapitaal. Dit alles volgt uit de (vaak lange en ingewikkelde) definities en uit art. 5 Venture Capital Verordening. Art. 6 Venture Capital Verordening bevat een beperking voor beheerders aan wie zij EuVECA fondsen onder het paspoortstelsel mogen aanbieden. Dat betreft (i) professionele beleggers in de zin van MiFID¹⁸ (denk hierbij bijvoorbeeld aan financiële ondernemingen) en (ii) beleggers die minimaal EUR 100.000 beleggen en daarbij verklaren dat ze zich bewust zijn van de risico's die aan de belegging zijn verbonden. De bestuursleden, directeuren of werknemers van de beheerder die zich bezig houden met portfolio-beheer mogen wel mee-investeren in het EuVECA fonds zonder de EUR 100.000 drempel in acht te nemen.

De andere voorwaarden doen sterk denken aan een groot aantal van de voorwaarden die ook in de AIFMD zijn opgenomen. De AIFMD-achtige voorwaarden uit de Venture Capital Verordening zijn wel wat minder vergaand. Het gaat om eisen aan de bedrijfsvoering, in welk kader een beheerder een organisatorisch handboek zal moeten opstellen waarin de door de Verordening voorgeschreven procedures en maatregelen zijn opgenomen. Daarbij moet de beheerder bijvoorbeeld aandacht besteden aan belangenconflicten, delegatievoorschriften- en beperkingen, *due diligence* ten aanzien van de beleggingen van het EuVECA fonds, waardering van activa en uiteraard de billijke behandeling van beleggers.¹⁹ Daarnaast moet de beheerder een informatie memorandum opstellen voor beleggers dat aan de minimumeisen van de Venture Capital Verordening voldoet.²⁰ Ook worden er eisen aan het jaarverslag gesteld.²¹ Daarnaast bevat de Venture Capital Verordening een grondslag voor een door de toezichthouder uit te voeren betrouwbaarheidstoets van de beleidsbepalers van de beheerder.²² De AFM voert met het oog daarop de betrouwbaarheidstoets uit ten aanzien van (i) de dagelijks beleidsbepalers van de beheerder (in de praktijk meestal de bestuurders) en (ii) de (mede)beleidsbepalers (in de praktijk de natuurlijke personen die bestuurder zijn van de >50% aandeelhouders van de beheerder). Een in de praktijk lastig voorschrift van de Venture Capital Verordening is dat beheerders te allen tijde 'voldoende' eigen vermogen moeten hebben en 'toereikende en passende' personeel en technische middelen moeten aanwenden voor

14. Zie hierover tevens: M.S.A. van Dam en C.W.M. Lieverse, 'Rondom het nieuws - De Venture Capital Verordening', *FR* 2013/6, p. 201-204 en M. Scheele, 'Europees paspoort voor beheerders van European Venture Capital Funds en Social Entrepreneurship Funds per 22 juli 2013', *OR* 2013/92.

15. Zie overwegingen 1 en 13 Venture Capital Verordening.

16. In de Venture Capital Verordening wordt daaronder verstaan: het totaalbedrag van de kapitaalbreng en het niet-volgestort toegezegd kapitaal.

17. Het ligt in de rede dat het hier niet (slechts) gaat om kapitaal in vennootschapsrechtelijke zin, zoals niet volgestorte aandelen, maar ook om toezeggingen in

breder zin, namelijk zonder dat er al een uitgifte tegenover staat.

18. Richtlijn 2004/39 EU van het Europees Parlement en de Raad (*PB L* 145 van 30.4.2004, p. 1).

19. Zie art. 7, 8, 9 en 11 Venture Capital Verordening.

20. Zie art. 13 Venture Capital Verordening.

21. Zie art. 12 Venture Capital Verordening.

22. Zie art. 14 lid 2 onder a) Venture Capital Verordening.

het beheer van EuVECA fondsen.²³ Voor beheerders is het op dit moment nogal gissen wat de bevoegde toezichthouder hierbij van hen praktisch gezien verlangt; dit kan leiden tot frustratie en discussie. Het is dan ook niet verwonderlijk dat juist dit een van de punten is waaraan bij de herziening van de Venture Capital Verordening aandacht zal worden besteed.

Het regime dat in de Venture Capital Verordening is opgenomen, kan het beste worden samengevat als een AIFMD-light regime. Het is verwarrend dat die term in de markt en door de AFM (ook) al wordt gebruikt voor het registratieregime dat in art. 3 lid 3 AIFMD is opgenomen. Dat registratieregime vertoont, behalve de rapportageverplichtingen, namelijk helemaal geen gelijkens met de verplichtingen die verder in de AIFMD zijn opgenomen. De term light-regime past daarom veel beter bij de Venture Capital Verordening. Een belangrijk verschil tussen de AIFMD en de Venture Capital Verordening is dat een AIFMD-vergunning aan de beheerder wordt verleend, terwijl het EuVECA-label aan een beleggingsinstelling wordt toegekend. Het label is op dit moment nog niet als 'extra feature' te verkrijgen voor EuVECA fondsen die door een beheerder met AIFMD-vergunning worden beheerd. Dat is overigens anders als een kleine beheerder ooit onder het registratieregime is gestart met het aanbieden van EUVECA-gelabelde beleggingsinstellingen en vervolgens een AIFMD-vergunning aanvraagt als gevolg van overschrijding van de de-minimis drempels. Alleen in dat geval mag een vergunde beheerder ook het EUVECA-label nog blijven voeren voor EuVECA fondsen die dat label eerder al hadden verkregen.²⁴

Tot slot signaleren wij dat het beheerders die een aanvraag willen doen voor een EuVECA-label niet erg helpt dat de Venture Capital Verordening de toezichthouders geen beslistermijn oplegt. Uiteraard moeten toezichthouders de tijd hebben om een aanvraag zorgvuldig te kunnen behandelen en om vast te stellen of wel aan alle kwaliteitseisen wordt voldaan. De toezichthouder staat er immers jegens beleggers en toezichthouders in alle lidstaten voor in dat het EuVECA fonds van de beheerder het EuVECA-label waard is. Het verkrijgen van het label kan in de praktijk echter wel veel geduld vergen van beheerders, die staan te popelen om de kansen die zij zien in de markt aan te grijpen en bang zijn het momentum te verliezen. Op dit moment hebben zij geen enkele indicatie over wanneer een beslissing over de aanvraag wordt genomen, laat staan dat zij dit desgewenst zouden kunnen afdwingen. Het is daarom goed dat de herziene Venture Capital Verordening deze lacune naar verwachting zal adresseren.

23. Zie art. 10 lid 1 Venture Capital Verordening.

24. Zie art. 2 lid 2 Venture Capital Verordening.

4. Voorstel Venture Capital Regulation II

4.1. Aanleiding voor herziening

Op 14 juli jl. publiceerde de Europese Commissie een voorstel²⁵ voor wijzigingen van de Venture Capital Verordening en Social Entrepreneurship Verordening (hierna: het Voorstel). In deze bijdrage beperken wij ons tot de Venture Capital Verordening.²⁶ Aan het Voorstel is een consultatie²⁷ van de Commissie voorafgegaan, welke dateert van 30 september 2015 (hierna: de Consultatie). Interessant is dat een algehele herziening van de Venture Capital Verordening pas gepland stond voor juli 2017. De Commissie hecht kennelijk dermate belang aan een verdere ontwikkeling van de Venture Capital Verordening dat ze die herziening naar voren gehaald heeft.

In de Toelichting bij het Voorstel en de *Frequently asked questions*²⁸ lezen we terug wat de aanleiding van het Voorstel is. De Commissie hecht waarde aan een door innovatie gedreven economie. Een belangrijke motor daarvoor zijn onder meer start-ups en innovatieve mkb'ers. Voor de groei, ontwikkeling en het succes van deze ondernemingen is het volgens de Commissie van vitaal belang dat ze toegang hebben tot financiering. De Commissie constateert dat banken over het algemeen in een minder sterke positie zijn om durfkapitaal te verstrekken, omdat dit type financiering een voortdurende kapitaalintensieve en gespecialiseerde analyse en ondersteuning vraagt. Zodoende is een goed werkende *venture capital* markt van groot belang. Terloops merkt de Commissie op dat het gat tussen de Europese en de Amerikaanse *venture capital* markt alleen maar groter wordt – die van de Verenigde Staten is inmiddels vijf keer groter. Voor de Commissie reden te meer om de Venture Capital Verordening te onderwerpen aan een herziening.

De meest belangrijke voorgestelde wijzigingen laten zich als volgt samenvatten:

25. Voorstel voor een Verordening van het Europees Parlement en de Raad tot wijziging van Verordening (EU) nr. 345/2013 betreffende Europese durfkapitaalfondsen en Verordening (EU) nr. 346/2013 betreffende Europese sociaalondernemerschapsfondsen (COM(2016) 461 final).

26. Op dit moment zijn er 70 Venture Capital Fondsen geregistreerd, waarvan 6 in Nederland. Er zijn op dit moment slechts 4 sociaalondernemerschapsfondsen geregistreerd, waarvan 3 in Duitsland en 1 in Frankrijk. De impact van de EuSEF Verordening op de Nederlandse markt is op dit moment dus gering.

27. *Consultation Document – Review of the European Venture Capital Funds (EuVECA) and European Social Entrepreneurship Funds (EuSEF) Regulations*, raadpleegbaar via de door de Europese Commissie ingerichte website die ziet op Venture Capital.

28. *Capital Markets Union: new rules to boost funding for venture capital and social enterprises - Questions & Answers*, Brussels, 14 July 2016, raadpleegbaar via de door de Europese Commissie ingerichte website die ziet op Venture Capital.

4.2. Uitbreiding van het soort beheerders dat EuVECA fondsen mag verhandelen

Zoals hierboven aangegeven, staat de Venture Capital Verordening nu uitsluitend verhandeling van EuVECA fondsen toe door kleine beheerders, die op grond van art. 3, lid 3, onder a) AIFMD zijn geregistreerd in hun home country. Naar aanleiding van de Consultatie bleek dat er behoefte is aan uitbreiding van het soort beheerders dat EuVECA fondsen mag verhandelen. Daarom voorziet het Voorstel erin dat ook AIFMD-vergunninghouders straks EuVECA fondsen kunnen verhandelen binnen de EU. Dit staat AIFMD-vergunninghouders toe om een breder pallet aan producten aan te bieden aan hun cliënten uit hun eigen lidstaat én andere lidstaten. De AIFMD-vergunninghouder moet, vanzelfsprekend, blijven voldoen aan de eisen uit de AIFMD en daarnaast aan bepaalde 'top-up' verplichtingen van de Venture Capital Verordening.²⁹

Deze wijziging kunnen wij alleen maar ondersteunen. We zien namelijk niet in waarom het EuVECA label niet beschikbaar zou mogen zijn voor AIFMD-vergunninghouders, die nota bene aan strengere vereisten zijn onderworpen dan de kleine beheerders. Bijkomend voordeel voor AIFMD-vergunninghouders is dat zij EuVECA fondsen mogen aanbieden aan *high net worth individuals* (meer dan EUR 100.000) in alle lidstaten, zonder na te hoeven gaan of er in de betreffende lidstaat nog additionele verplichtingen van toepassing zijn.

4.3. Uitbreiding van in aanmerking komende activa waarin EuVECA fondsen mogen investeren.

Een tweede voorgestelde wijziging ziet op het type activa waarin EuVECA fondsen mogen investeren. Zoals hierboven aangegeven moeten EuVECA fondsen ten minste 70% van hun kapitaal³⁰ (na aftrek van kosten en (quasi)kasgeld) investeren in aandelen of quasi-aandeelinstrumenten uitgegeven door 'in aanmerking komende portefeuillemaatschappijen'. De omschrijving van deze 'portefeuillemaatschappijen' werd in de praktijk te restrictief gevonden, waardoor EuVECA fondsen moeite hadden om voldoende beleggingen te vinden die aan de criteria voldeden. De Commissie wil de markt hierin tegemoet komen en staat een investering toe in twee type ondernemingen:

29. Volgens art. 1(1) van het Voorstel, gaat het dan om art. 5 (de verplichtingen die zien op bewaking van de 70% / 30% grens, het gebruik van *leverage* en het aangaan van verplichtingen), art. 6 (het type investeerders aan wie mag worden aangeboden), art. 13, lid 1, onder c) en i) (de verplichting een beschrijving van beleggingsstrategie en beleggingsdoelstellingen beschikbaar te stellen voor investeerders) en art. 14 bis (dit is een nieuwe verplichting, die de registratieprocedure voor EuVECA fondsen van AIFMD-vergunninghouders voorschrijft).

30. Zie voetnoot 16.

- in niet-genoteerde ondernemingen met maximaal 499 werknemers³¹; of
- in kleine of middelgrote ondernemingen (mkb-ondernemingen)³² die genoteerd³³ zijn aan een mkb-groeimarkt³⁴, beide zoals gedefinieerd in MiFID II.³⁵

De beperking dat de jaaromzet beperkt moet zijn tot EUR 50 miljoen ofwel het jaarlijks balanstotaal niet meer is dan EUR 43 miljoen, wordt dus geschrapt. De eis dat de onderneming geen financiële onderneming of instelling voor collectieve belegging mag zijn, blijft bestaan. Daarnaast zullen vervolginvesteringen in ondernemingen die ná de eerste investering niet langer voldoen aan de relevante criteria – anders dan nu het geval is – ook toegestaan zijn. Ook in deze voorgestelde wijziging kunnen we ons vinden: hoe meer flexibiliteit, hoe beter. We vragen ons wel af of we na implementatie van deze wijzigingen niet beter kunnen spreken over de Venture Capital and Private Equity Verordening, gelet op het type ondernemingen dat voor investering in aanmerking komt.

4.4. Vereenvoudiging van de registratieprocedure, beperking van de daarmee verband houdende kosten en vaststelling van het minimum eigen vermogen.

Tot slot stelt de Commissie een aantal wijzigingen voor ten aanzien van de registratieprocedure. Allereerst worden nationale toezichthouders verplicht om binnen twee maanden nadat alle relevante informatie is aangeleverd te beslissen op het verzoek tot registratie. Als de toezichthouder een verzoek wil afwijzen, moet deze afwijzing met redenen zijn omkleed en vatbaar zijn voor beroep bij de rechter (als na twee maanden nog geen besluit is genomen staat het beroep ook open tegen het niet-nemen van een besluit). Zoals hierboven weergegeven voorziet de Venture Capital Verordening momenteel niet in een beslistermijn, iets wat in de praktijk als onprettig wordt ervaren. Uiteraard blijft het maar de vraag of die twee maanden beslistermijn ook een 'harde deadline' is. Zo zal de AFM zich op het stand-

31. De grens van 250 werknemers wordt dus verhoogd tot maximaal 499 werknemers.

32. Mkb-onderneming is in MiFID II gedefinieerd als: ondernemingen die op de grondslag van de eindejaarskoersen van de voorgaande drie kalenderjaren een gemiddelde marktkapitalisatie hadden van minder dan EUR 200.000.000.

33. De Verordening staat nu geen investering toe in bedrijven die genoteerd zijn aan een gereguleerde markt of MTF.

34. Dit is een nieuwe categorie handelsfaciliteit die geïntroduceerd wordt onder MiFID II. De mkb-groeimarkt is een bepaald type multilaterale handelsfaciliteit (MTF), welke categorie al bestond onder MiFID I.

35. Richtlijn 2014/65/EU van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 betreffende markten voor financiële instrumenten en tot wijziging van Richtlijn 2002/92/EG en Richtlijn 2011/61/EU (PB L 173 van 12.6.2014, p. 349).

punt kunnen stellen dat de informatie niet compleet is, waardoor de beslistermijn niet aanvangt. De boodschap van de Commissie is echter duidelijk: het moet snel(ler).

Verder bepaalt het Voorstel dat het toezichthouders wordt verboden om vergoedingen of kosten in rekening te brengen voor de registratieprocedure. Tot op heden deed de AFM dit niet, dus voor Nederland heeft deze wijziging geen directe gevolgen. Dat neemt overigens niet weg dat het momenteel in bepaalde andere lidstaten praktijk is dat toezichthouders bij een grensoverschrijdend aanbod eenmalige vergoedingen (variërend van tussen EUR 300 en EUR 3.000) rekenen. Ook dat vindt de Commissie onwenselijk. In feite is het verbod om kosten te rekenen een nadere explicitering van wat volgens de Commissie al gold op grond van de Venture Capital Verordening, Art. 14 lid 2 van de Verordening voorziet namelijk in een verbod tot het opleggen van verplichtingen of administratieve procedures in verband met de registratie.

Tot slot draagt de Commissie ESMA op om *technical standards* te ontwikkelen waarin ESMA moet specificeren wat onder 'voldoende eigen vermogen'³⁶ moet worden verstaan. ESMA moet daarbij: (i) een onderscheid maken tussen intern en extern beheerde EuVECA fondsen; (ii) rekening houden met de omvang van de kleine beheerders, om voorwaarden te waarborgen die een neutraal effect hebben op de concurrentie tussen kleine beheerders en AIFMD-vergunninghouders; en (iii) ervoor zorgen dat de bedragen niet hoger zijn dan de volgens de AIFMD vastgestelde bedragen.

Zoals we hierboven al aanstipten, blijkt juist dit laatste punt in de praktijk een lastig onderdeel van een registratie onder de Venture Capital Verordening. Momenteel bepaalt de Verordening dat beheerders van EuVECA fondsen over 'voldoende eigen vermogen' moeten beschikken om de door hen beheerde fondsen naar behoren te beheren. Het gevaar van een dergelijke open norm is dat daaraan in de verschillende lidstaten een andere invulling wordt gegeven. Dat is ook precies wat er kennelijk gebeurt. De Consultatie liet zien dat nationale toezichthouders bij een identieke fondsomvang, een eigen vermogen vereisten variërend van tussen EUR 6.500 en EUR 125.000. Dit laatste komt zelfs overeen met de eigen-vermogens eis uit de AIFMD. Deze verschillen worden door de Commissie onwenselijk gevonden en daarom wordt ESMA opgedragen om *technical standards* te ontwikkelen voor de methoden ter bepaling van het eigen vermogen. Meer nog dan de andere twee voorgestelde wijzigingen, juichen we deze vereenvoudiging van het registratieproces toe. Het is voor kleine beheerders op dit moment onduidelijk wat onder het registratieproces bij de AFM verstaan wordt. De verplichtingen uit de Venture Capital Verordening lijken op het eerste gezicht te overzien, maar laten door hun open karakter ook veel ruimte toe tot interpretatie

en nadere invulling door de AFM. Dat is op zich nog niet zo bezwaarlijk, maar met name de onduidelikheden ten aanzien van tijd en kosten (zowel voor registratie als voor het aanhouden van 'voldoende' eigen vermogen), kunnen (juist) voor kleine beheerders onoverkomelijke knelpunten zijn. Dat de Commissie die knelpunten wil wegnemen is wat ons betreft meer dan terecht.

5. Slotwoord

Zoals aangegeven staan wij volledig achter de voorgestelde wijzigingen van de Commissie. Het is voor de markt positief dat toegang tot het EuVECA label wordt verruimd. Met name de nadere invulling van tijd en kosten voor registratie van een EuVECA fonds, juichen wij van harte toe. Dit biedt rechtszekerheid en een concreet beeld van wat (kleine) beheerders kunnen verwachten van het registratieproces. Zodoende kunnen ze vooraf een betere inschatting maken met betrekking tot de haalbaarheid van het EuVECA-label en komen ze gedurende het proces in ieder geval ten aanzien van tijd en kosten niet voor onverwachte verrassingen te staan. Wie weet schiet het huidige aantal van 70 EuVECA fondsen (waarvan 6 in Nederland) straks wel omhoog binnen de EU. Zeker voor kleine beheerders kan het EuVECA regime immers aantrekkelijk zijn, omdat ze in een 'AIFMD light' omgeving grensoverschrijdend hun stukken kunnen aanbieden en volledige toepassing van de AIFMD nog even buiten de deur kunnen houden.

Er is op het moment van schrijven nog niets verschenen dat aangeeft hoe breed het Voorstel wordt gedragen. Overigens is Valdis Dombrovskis, voormalig minister van Financiën van Letland en tot zijn aantreden vicepresident voor de Euro en Sociale Dialoog, de opvolger van Jonathan Hill. Wij zijn benieuwd wat we van deze kersverse EU-commissaris kunnen verwachten de komende tijd.

36. Zie art. 10 lid 1 Venture Capital Verordening.