

Rondom het nieuws

Uniform derdelandenregime AIFMD:

Nog een lange weg te gaan

mr. R.E. Labeur¹

1. Inleiding

Deze zomer heeft de *European Securities and Markets Authority* (hierna: ESMA) twee documenten gepubliceerd met betrekking tot het derdelandenregime en het Europees paspoort onder de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (*Alternative Fund Managers Directive*, hierna: AIFMD).² Het eerste document bevat ESMA's opinie over de manier waarop twee AIFMD-regimes op dit moment functioneren, te weten (i) het Europees paspoort³ voor EU-beheerders en (ii) de verschillende nationale private placement regimes (hierna: NPPRs) die voor niet-EU beheerders bestaan in de lidstaten die daarvoor gekozen hebben (hierna: de *Opinie*).⁴ Het tweede document bevat het advies van ESMA over de mogelijke toekomstige toepassing van het Europees paspoort op beheerders en alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: *abi's*) gevestigd buiten de EU (hierna: het *Advies*).⁵ Beide documenten zijn gericht aan de Europese Commissie, de Europese Raad en het Europees Parlement. De documenten zijn het eerste mini-stapje in de richting van het doel dat de AIFMD beoogt te bereiken, te weten 'de totstandbrenging van een interne markt voor abi-beheerders en van een geharmoniseerd en stringent regelgevings- en toezichtkader voor de werkzaamheden binnen de Unie van alle abi-beheerders, zowel abi-beheerders waarvan de statutaire zetel zich in een lidstaat bevindt (EU abi-beheerders) als abi-beheerders waarvan de statutaire zetel zich in een derde land bevindt (niet-EU abi-beheerders)'.⁶ De AIFMD is niet meteen met dit geharmoniseerde kader van start gegaan, maar voorziet wel in stappen die

daartoe moeten worden genomen. Zo was het de bedoeling dat de Europese Commissie in de loop van dit jaar aanvullende level 2-regelgeving zou opstellen (gedelegeerde handelingen). De onlangs gepubliceerde ESMA documenten staan in dienst van die opdracht aan de Europese Commissie.

Niet-EU beheerders keken al enige tijd - sommigen hoopvol, anderen sceptisch - uit naar ESMA's visies op een geharmoniseerd derdelandenregime. De hoopvolle groep komt echter van een koude kermis thuis, nu ESMA op dit moment nauwelijks richting kan geven aan dat geharmoniseerd derdelandenregime. Het Europees paspoort lijkt voor veel niet-EU beheerders daardoor nog ver weg. Dit artikel bespreekt ESMA's visies en bevindingen opgenomen in het *Advies* en de *Opinie*. Daarin zit een aantal elementen dat interessant is voor de markt. Specifiek wordt stilgestaan bij ESMA's constatering dat er binnen de EU geen eenduidige uitleg bestaat van het begrip 'marketing' uit de AIFMD. Voor de praktijk is van belang dat die definitie wordt verduidelijkt. Bestaande richtlijnen van de Engelse en Luxemburgse toezichthouder kunnen daarvoor als inspiratie dienen.

2. De ESMA Opinie

2.1. Opinie over de werking van het Europees paspoort

De opinie van ESMA gaat in de eerste plaats over de manier waarop het bestaande Europees paspoort voor EU-beheerders onder de AIFMD op dit moment werkt. Art. 32 AIFMD voorziet in het 'instellingenpaspoort' waarmee beheerders met een AIFMD-vergunning verkregen in een lidstaat (het thuisland) deelnemingsrechten in abi's 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 abi's voor professionele beleggers kan beheren die zijn gevestigd in een andere lidstaat. Art. 67 lid 1 AIFMD legt ESMA de verplichting op zich binnen twee jaar na inwerkingtreding van de AIFMD uit te laten over de werking in de prak-

1. R.E. Labeur is advocaat in Amsterdam.

2. Richtlijn 2011/61/EU.

3. Met het Europees paspoort wordt bedoeld de mogelijkheid voor een beheerder om op basis van een vergunning die de beheerder is verleend in het land van vestiging (het thuisland) marketing- en beheersactiviteiten te verrichten binnen de hele Europese Unie.

4. ESMA/2015/1235, 30 juli 2015.

5. ESMA/2015/1236, 30 juli 2015.

6. Overweging 4 AIFMD.

tijk van dit Europees paspoortstelsel. Daarvoor heeft ESMA zich gebaseerd op informatie verkregen van de nationale toezichthouders en input uit de markt.⁷ De hoofdboodschap die ESMA in de Opinie brengt, is dat het in dit stadium nog ondoenlijk is om een echt oordeel te vormen over de werking van het Europees paspoort. De reden hiervoor is dat het stelsel nog te weinig van zich heeft kunnen laten zien, omdat de praktijk zich nog in beperkte mate heeft ontwikkeld door een late (volledige) AIFMD-implementatie in veel lidstaten. ESMA stelt daarom voor over enige tijd nogmaals een opinie uit te brengen. ESMA laat zich er niet over uit welke termijn zij hiervoor in gedachten heeft.

Ondanks dit nikszeggende tussenoordeel over de werking van het Europees paspoort onder de AIFMD, geeft ESMA de Europese Commissie wel een aantal punten ter verbetering mee die erg nuttig zijn. In haar onderzoek in het kader van de Opinie is ESMA namelijk gestuit op verschillende issues, te weten:

- i. Grote verschillen in kosten die toezichthouders rekenen voor behandeling van paspoortprocedures en een uiteenlopende toepassing van de definitie van 'professionele belegger'; en
- ii. Interpretatieverschillen over welke activiteiten als 'verhandeling' (ofwel marketing) en 'materiële wijzigingen' (ten opzichte van de oorspronkelijke paspoortnotificatie) onder de AIFMD moeten worden aangemerkt.

ESMA geeft terecht aan dat er op Europees niveau een nadere invulling aan de bovengenoemde issues moet worden gegeven. In paragraaf 4 doe ik voor wat betreft de uitleg van het begrip marketing alvast een schot voor de boeg

In de onderzoeksgegevens die ESMA bij de Opinie heeft gepubliceerd, komt ook een aantal leuke wetenswaardigheden specifiek met betrekking tot de Nederlandse markt naar voren. Zo leert het rapport dat er 672 beheerders vanuit andere lidstaten actief zijn binnen Nederland op basis van een Europees paspoort. De meeste van die beheerders zullen gevestigd zijn in de UK, Luxemburg en Ierland, die de top drie van vestigingslanden voor internationale fondsen vormen. Verder wordt Nederland door een respondent genoemd als een land waarin de paspoortprocedure soepel loopt, dat wil zeggen snel en zonder additionele kosten of andere aanvullende vereisten. Dat blijkt zeker niet in alle lidstaten zo te zijn. Zo moet voor een Europees paspoort in Malta kennelijk EUR 2.500 per abi betaald worden en daarbovenop een jaarlijkse fee van ten minste EUR 3.000 per abi. Malta staat daarin niet alleen, ook de toezichthouders in bijvoorbeeld Oostenrijk, Frankrijk en Luxemburg rekenen kosten voor de notificatieprocedure. Verder zijn er landen die aan gold-plating doen door additionele eisen te stellen aan inkomende fondsen of beheerders. Duitsland

vraagt bijvoorbeeld om veel aanvullende informatie over de wijze waarop de verhandeling zal plaatsvinden en ook Denemarken stelt veel additionele vragen over de activiteiten die op haar grondgebied zullen plaatsvinden. Zo bezien brengt Nederland het er niet slecht af wat betreft de wijze waarop met het Europees paspoort wordt omgegaan.

2.2. Opinie over de NPPRs

De AIFMD voorziet in twee soorten NPPRs. Art. 36 AIFMD bevat een regime voor het verhandelen door EU-beheerders van deelnemingsrechten in niet-EU abi's of in EU feeder-abi's met een master-abi waaraan een niet-EU element zit (ofwel de master zelf is niet in de EU-gevestigd ofwel de beheerder heeft een statutaire zetel buiten de EU). Art. 42 AIFMD bevat het NPPR voor niet-EU beheerders die deelnemingsrechten in een abi in de EU willen verhandelen of die een EU-abi willen beheren. Voor beide NPPRs geldt dat implementatie ter keuze van de lidstaten is. De AIFMD bevat randvoorwaarden voor implementatie, maar lidstaten mogen daarnaast aanvullende eisen opleggen.⁸ Het was oorspronkelijk de bedoeling dat de NPPRs tot ergens in 2018 zouden bestaan en daarna volledig zouden worden vervangen door het geharmoniseerd derdelandenregime, dat op zijn vroegst vanaf eind 2015 intrede zou kunnen doen. Art. 67 lid 1 AIFMD verlangt van ESMA een opinie over de werking van de bovengenoemde NPPRs. Het verbaast niet dat ESMA ook hierover zegt dat de verkregen informatie van de nationale toezichthouders en de markt nu nog onvoldoende is om daaruit een definitieve conclusie te trekken. Het ligt wat ESMA betreft meer in de rede om dat op een later moment te doen, wanneer de NPPRs meer vliegreuen hebben gemaakt. ESMA formuleert wel met een voorzichtig positieve (en ook wat cryptische) blik de werking van de NPPRs, namelijk dat *'there is insufficient evidence to indicate that the NPPRs have raised major issues in term of the functioning and implementation of the AIFMD framework.'*⁹

Dan nog wat wetenswaardigheden die ESMA over Nederland prijsgeeft in dit verband: Nederland is één van de twaalf Europese landen met een art. 42 NPPR. Een aantal grote lidstaten behoort opvallend genoeg niet tot deze groep. Het meest in het oog springend zijn Italië en Frankrijk, die kennelijk willen wachten op het door de AIFMD beoogde paspoort voor niet-EU beheerders voordat zij activiteiten van deze beheerders op hun grondgebied willen toelaten. De wijze waarop dit NPPR door Nederland (net als door de UK, Luxemburg en Ierland) in de praktijk wordt toegepast oogst bij de respondenten zekere lof (*'not unduly burdensome'*)¹⁰ ten opzichte van andere lidstaten (zoals bijvoorbeeld Duitsland,

7. Voor het verzamelen van deze marktreacties heeft ESMA op 7 november 2014 een 'call for evidence' uitgebracht: ESMA/2014/1340. Hierop zijn 67 reacties van marktpartijen gekomen.

8. Nederland heeft beide NPPRs in art. 1:13b van de Wet op het financieel toezicht geïmplementeerd en past daarbij vrijwel geen extra eisen toe.

9. Zie hoofdstuk 2.3, alinea 4 van de Opinie.

10. Zie paragraaf 174 van de Opinie.

Denemarken en Spanje). Het notificatieproces in Nederland wordt als duidelijk ervaren en gewaardeerd wordt dat er geen extra zware eisen worden gesteld bovenop het standaardpakket dat de AIFMD voorschrijft. Toch is er ook een respondent die zijn beklag doet over de hoge kosten die moeten worden gemaakt om een NPPR-notificatie voor elkaar te krijgen. Mogelijk gaat dat dan niet om de kosten die de AFM voor de registratie vraagt (EUR 1.500), maar om kosten voor het inwinnen van juridisch advies en voor het AIFMD-*proof* maken van het prospectus. Het zou ook kunnen dat deze respondent aan is gelopen tegen de eis van de AFM (opgenomen aan het slot van het notificatieformulier) dat een verklaring van de toezichthouder in het thuisland wordt overgelegd waaruit blijkt dat een efficiënte informatie-uitwisseling tussen de AFM en de lokale toezichthouder met betrekking tot de beheerder is gewaarborgd. Maar verder komt Nederland er bij de respondenten goed vanaf: weinig *gold-plating* en een behulpzame toezichthouder zijn complimenten die de Nederlandse wetgever en de AFM blijkens de feedback uit de markt in hun zak kunnen steken op dit gebied.

3. ESMA Advies

Art. 67 lid 1 van de AIFMD verlangt van ESMA een advies over de toepassing van het Europees paspoort op de verhandeling van niet-EU abi's door EU-beheerders in de lidstaten en het beheer en/of de verhandeling van abi's door niet-EU beheerders in de lidstaten. De AIFMD bevat in art. 35 en 37 tot en met 41 al randvoorwaarden en regelingen die daarop van toepassing zouden zijn ingeval het 'derdelandenpaspoort' door de Europese Commissie geactiveerd zou worden. ESMA heeft in de AIFMD de opdracht gekregen de volgende factoren te beoordelen om tot een positief advies te kunnen komen: beleggersbescherming, marktverstoring, mededinging en het toezicht op systeemrisico.¹¹ Pas als ESMA geen belemmeringen met betrekking tot al deze vijf factoren constateert, kan zij een positief advies over het derdelandenpaspoort uitbrengen. ESMA heeft besloten maatwerk toe te passen op deze beoordeling. Dat betekent dat zij kiest voor een beoordeling per jurisdictie. Op basis van informatie die haar is aangeleverd door de individuele nationale toezichthouders, heeft ESMA een lijst opgesteld van 22 jurisdicties die momenteel actief zijn binnen de EU op basis van een NPPR. Die zal ESMA de komende tijd allemaal aan een onderzoek moeten onderwerpen. Opvallende afwezige op die lijst is de *Cayman Islands*, waar traditioneel gezien vanwege het gunstige belastingklimaat ook veel

fondsstructuren gevestigd zijn. De lijst zal echter vast niet statisch zijn.

Uiteindelijk hebben zes jurisdicties de eerste aandacht van ESMA gekregen: Guernsey, Hong Kong, Jersey, Zwitserland, Singapore en de Verenigde Staten (VS). ESMA heeft ten aanzien van elk van deze jurisdicties in de eerste plaats onderzocht in hoeverre er adequate samenwerkingsregelingen bestaan met de relevante toezichthoudende autoriteiten en hoe deze samenwerkingsregelingen tot nu toe blijken te werken. Daarnaast is de toets van de bovengenoemde vijf factoren (beleggersbescherming, marktverstoring, mededinging en het toezicht op systeemrisico) op elk van de jurisdicties toegepast. De uitkomst hiervan is dat ESMA de jurisdicties Jersey en Guernsey op dit moment geschikt acht voor het derdelandenpaspoort. Zwitserland wordt aan dit rijtje toegevoegd zodra op handen zijnde nieuwe Zwitserse regelgeving in werking is getreden. Hong Kong, Singapore en de VS hebben vooralsnog geen positief oordeel van ESMA gekregen. Voor Hong Kong en Singapore geldt dat er nog onvoldoende informatie door ESMA is ontvangen om tot een conclusie te kunnen komen. Voor de VS geldt dat ESMA juist zoveel gedetailleerde informatie heeft ontvangen, dat zij meer tijd nodig heeft voor de goede beoordeling hiervan. Ten aanzien van elk van de jurisdicties heeft ESMA overigens de zorg geuit dat er een ongelijk speelveld is, omdat toetreding tot de betreffende markten door EU-beheerders moeilijker zou zijn dan toetreding tot de EU door beheerders uit deze niet-EU landen met een derdelandenpaspoort. Deze laatste zorg is niet zomaar op te lossen. Daarvoor is medewerking van de lokale wetgevers nodig. De vraag is hoe happig die daarop zijn, en zo ja, hoe snel dat dan gaat. ESMA zegt wel dat ze haar beoordeling van Hong Kong, Singapore en de VS zo snel mogelijk wil afronden, maar bij deze stand van zaken lijkt het alsof dat betekent dat er een voorlopig negatief oordeel zal komen, in ieder geval met betrekking tot de VS.¹² Wat voor een effect dat op het derdelandenpaspoort voor Jersey, Guernsey en Zwitserland zal hebben, is ook interessant. ESMA suggereert in het Advies dat de Europese Commissie maar beter kan wachten met het invoeren van een derdelandenpaspoort voor enige jurisdictie buiten de EU, totdat er voor een wat grotere groep jurisdicties een positief advies van ESMA ligt. Aangezien het dus nog erg lang zou kunnen duren voordat Jersey, Guernsey en Zwitserland zich in goed gezelschap zullen bevinden, zou het goed kunnen zijn dat Jersey, Guernsey en Zwitserland door het Advies blij zijn gemaakt met een dode mus.

11. ESMA geeft de Europese Commissie in haar Advies als een *side note* mee dat zij ook fiscale aspecten en anti-witwas en anti-terrorisme aspecten zou kunnen meewegen in haar besluit over een geharmoniseerd derdelandenregime.

12. In paragraaf 67 van het Advies zegt ESMA namelijk: '(...) ESMA considers that if similar conditions in terms of access to the market is to be considered (...) as a predominant criterion in relation to competition in order to decide on the potential extension of the AIFMD passport to non-EU countries, the decision to extend the AIFMD passport to the U.S. should be delayed until better conditions of market access are granted by the US Authorities to EU AIFMs/AIFs (...)'

Tenzij de Europese Commissie een eigen lijn hierin gaat trekken, in weerwil van ESMA's suggestie. We zullen het dit najaar weten, want de Europese Commissie moet binnen drie maanden na de datum van het Advies op het positieve deel daarvan reageren.¹³

4. Marketing onder de AIFMD

Als gezegd constateert ESMA in haar Opinie dat er binnen de lidstaten grote verschillen bestaan tussen de interpretatie van het begrip 'verhandeling' (marketing) dat een cruciale rol speelt in de AIFMD. Voor verhandeling van een abi binnen de EU is namelijk enige vorm van autorisatie onder de AIFMD vereist (een vergunning, paspoort of registratie onder het zogenoemde *de minimis* regime voor kleine beheerders). Het is voor marktpartijen uiteraard van belang wanneer die verplichting op hen van toepassing wordt. Met andere woorden: door het verrichten van welke activiteiten binnen de EU wordt de AIFMD van toepassing? Dat is onduidelijk bij gebrek aan een definitie of een Europees interpretatievoorschrift ten aanzien van het begrip verhandeling. Daardoor kan het gebeuren dat een beheerder in de ene lidstaat al bij het eerste polsen van interesse bij beleggers al tegen toepasselijkheid van de AIFMD aanloopt. In de andere lidstaat is dat pas het geval is als een definitieve mogelijkheid tot inschrijving aan de beleggers wordt geboden. Wat de Nederlandse interpretatie is wordt nog enigszins te raden overgelaten.¹⁴ De Beleidsregel Actief zijn in Nederland¹⁵ blinkt niet uit in helderheid. Zo kan daaruit enerzijds worden afgeleid dat al van marketing sprake zou kunnen zijn als inhoudelijke informatie over een abi wordt verstrekt. Anderzijds kan op grond van de beleidsregel ook betoogd worden dat de AFM vindt dat er pas sprake is van marketing als er inschrijvingsmogelijkheden worden getoond. Geen wonder dat beheerders grensoverschrijdende marketing in Europa hierdoor als bijzonder lastig wordt ervaren. Het is daarom hoog tijd dat ESMA of de Europese Commissie de markt laat weten welke eenduidige lijn er binnen Europa moet worden getrokken op marketinggebied. De praktische interpretatie die onder meer de Luxemburgse toezichthouder (*Commission de surveillance du secteur financier*, hierna: CSSF) en de Engelse toezichthouder (*Financial Conduct Authority*, hierna: FCA) hebben gegeven aan het begrip marketing zouden daar wat mij betreft model voor kunnen staan.¹⁶ Deze toezichthouders nemen het

standpunt in dat pas van marketing sprake is als investeerders zich formeel kunnen inschrijven of voorinschrijven op een uitgifte van participaties in een abi. Draft-prospectussen en presentaties kunnen dus gewoon zonder AIFMD-autorisatie met beleggers worden gedeeld, tenminste zolang van een (voor)inschrijvingsmogelijkheid daadwerkelijk geen sprake is. In de markt worden deze activiteiten ook wel aangeduid als pre-marketing. Deze invulling geeft beheerders de nodige kans om eerst te inventariseren in hoeverre er serieuze animo voor een abi is bij investeerders, voordat zij kosten voor AIFMD compliance maken. Overigens benadrukt de CSSF dat een beheerder die pre-marketing activiteiten heeft verricht, niet vervolgens kan stellen dat er sprake is van *reverse solicitation* in geval een investeerder vervolgens besluit tot de abi toe te treden. De AIFMD is namelijk niet van toepassing wanneer investeerders op eigen initiatief in een abi beleggen.¹⁷ Van twee walletjes eten kan uiteraard niet: Een beheerder kan niet eerst door middel van (ongereguleerde) pre-marketingactiviteiten de interesse van investeerders wekken, en vervolgens stellen dat het initiatief voor de daarop volgende beleggers vanuit de investeerders zelf is gekomen. Dat lijkt mij volkomen logisch, maar er zijn ongetwijfeld marktpartijen die deze route hopen/hoopten te kunnen bewandelen.

5. Besluit

De AIFMD had een strak pad naar een geharmoniseerd derdelandenregime binnen de EU voor ogen, dat eigenlijk al vanaf het voornemen daartoe (te) ambitieus leek. Dat is nu bevestigd. ESMA geeft de Europese Commissie nog geen ruim baan om het beoogde geharmoniseerde derdelandenkader te activeren. Er is ook geen concreet zicht op een alternatief tijdsplan. Het lijkt er daarom op dat de bestaande NPPRs nog wel langer meegaan dan gepland en ook na 2018 dienst zullen doen. De vraag is dan of meer lidstaten, waaronder Italië en Frankrijk, toch maar zullen besluiten alsnog een NPPR te implementeren. Niet-EU beheerders zullen hoe dan ook moeten accepteren dat Europa een lappendeken voor ze blijft wat regelgeving betreft. Een hele kleine pleister op de wonden zou een eenduidige Europese interpretatie van het begrip marketing zijn. Hopelijk zullen de besproken Engelse en Luxemburgse interpretaties daarvoor model staan. Daarnaast valt er wat te winnen op het gebied van het bestaande Europees paspoort. Dat loopt binnen Europa vanwege procedureverschillen nog niet soepel genoeg. Nederland mag zich wat het Europees paspoort betreft overigens wel tot één van de beste jongetjes van de klas rekenen. Het is te hopen dat ander nationale toezichthouders zich

13. Zie art. 67 lid 6 AIFMD.

14. In de Wet op het financieel toezicht (Wft) komt het woord 'verhandeling' of 'marketing' niet voor met betrekking tot beleggingsinstellingen, maar zijn deze begrippen vervat in de term 'aanbieden' zoals gebruikt in onder meer art. 2:65 Wft en art. 1:1 Wft.

15. *Stcrt.* 2013, 29981.

16. Zie voor wat betreft de CSSF de op haar website www.cssf.lu gepubliceerde Frequently Asked Questions met betrekking tot de AIFMD van 10 augustus 2015. Zie voor wat betreft de FCA de op haar website

www.fca.org.uk gepubliceerde Perimeter Guidance manual, Chapter 8, Financial promotion and related activities, onderdeel 8.37.

17. Zie recital 70 AIFMD.

de kritiek zullen aantrekken en verbeteringen zullen aanbrengen in de notificatieprocedure voor het Europees paspoort. Wanneer het zo mooi bedachte AIFMD-kader voor grensoverschrijdende dienstverlening binnen de EU ook in de praktijk geharmoniseerd wordt toegepast, is tenminste dat doel van de AIFMD geslaagd. Het lijkt erop dat het nog erg lang zal duren voordat dit ook gezegd kan worden over het derdelandenregime.