

# Vijf jaar toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen: Observaties en ervaringen

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

De Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (AIFM Richtlijn) is sinds deze zomer 5 jaar van kracht. De richtlijn heeft grote wijzigingen gebracht in het toezicht op beleggingsinstellingen. In dit artikel delen auteurs hun observaties en ervaringen met dit toezicht in de afgelopen jaren.

## 1. Inleiding

Op 22 juli 2018 werd de Amsterdamse Noord/Zuidlijn na een actieve bouwperiode van 15 jaar door reizigers in gebruik genomen. Een memorabel moment. Maar voor toezichtjuristen had deze dag nog een andere betekenis. De Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: de AIFM Richtlijn)<sup>2</sup> kende haar eerste lustrum. Dat verdient een terugblik op het verloop van het toezicht op alternatieve beleggingsinstellingen in de eerste vijf jaren na inwerkingtreding van deze richtlijn.

In onderdeel 2 van dit artikel schetsen we kort waarom de AIFM Richtlijn er is gekomen en wat voor soort regulering het betreft. Onderdeel 3 geeft een cijfermatig beeld van de AIFM Richtlijn. Daarna delen wij in onderdeel 4 een aantal van onze praktijkervaringen. Onderdeel 5 van dit artikel gaat over de invulling van het toezicht dat in Nederland op beheerders van beleggingsinstellingen wordt uitgeoefend; voornamelijk door de Autoriteit Financiële Markten (hierna: AFM), maar ook door De Nederlandsche Bank (hierna: DNB). Hoewel dit artikel volledig in het teken staat van een terugblik op vijf jaar AIFM Richtlijn, stippen we in de slotparagraaf enkele ontwikkelingen in de nabije toekomst aan die alle op zichzelf ook een artikel waard zijn.

## 2. De AIFM Richtlijn in het kort

### 2.1. Alternatieve beleggingsinstellingen

De AIFM Richtlijn reguleert alle beheerders van beleggingsinstellingen die niet onder de zogenoemde icbe-richtlijnen<sup>3</sup> vallen. Icbe staat voor 'instelling voor collectieve belegging in effecten'.<sup>4</sup> Een icbe is een specifiek type beleggingsinstelling dat in ieder geval altijd open-end is en belegt in effecten volgens een wettelijk voorgeschreven vorm van risicospreiding. Een beleggingsinstelling die niet als icbe kan worden aangemerkt, is automatisch een alternatieve beleggingsinstelling. Omdat de AIFM Richtlijn een heel beperkt aantal uitzonderingen kent<sup>5</sup>, valt het merendeel van de beleggingsinstellingen met een Europese link<sup>6</sup> sinds de inwerkingtreding van de AIFM-Richtlijn onder een vorm van toezicht. Hoewel je vanwege de naamgeving zou kunnen denken dat alternatieve beleggingsinstellingen ten opzichte van icbe's een restcategorie betreffen en daarmee in de

---

3. 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. De ook veel gehanteerde Engelse term is 'UCITS', wat staat voor Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities'.

5. In de AIFM Richtlijn zijn bijvoorbeeld generieke uitzonderingen opgenomen voor werknemersparticipatieplannen en securitisatievehikels.

6. De AIFM Richtlijn is in beginsel van toepassing wanneer een van de volgende drie 'betrokkenen' in een EU-lidstaat gevestigd is: (i) de beleggers die worden benaderd, (ii) de beleggingsinstelling, of (iii) de beheerder.

---

1. Rosemarijn Labeur en Tim de Wit zijn beiden 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).

minderheid zijn, is het tegendeel in Nederland waar. De meeste beleggingsinstellingen in Nederland zijn alternatieve beleggingsinstellingen. Illustratief voor die dominante positie op de Nederlandse markt, is dat alternatieve beleggingsinstellingen in de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) kortweg als beleggingsinstelling zijn gedefinieerd. Icb's dragen in de Wft wel hun volledig uitgeschreven naam. In dit artikel zullen wij de afkorting 'abi' gebruiken wanneer wij het over alternatieve beleggingsinstellingen hebben. In het normale spraakgebruik wordt de term (beleggings) fonds het meest gebruikt.

## 2.2. Definitie 'abi'

Een abi in de zin van de AIFM Richtlijn is een instelling voor collectieve belegging die bij een reeks beleggers kapitaal ophaalt om dit overeenkomstig een bepaald beleggingsbeleid in het belang van deze beleggers te beleggen. Vanzelfsprekend is de AIFM Richtlijn uitsluitend van toepassing als een bepaald vehikel kwalificeert als abi. Bij het vaststellen of een vehikel als een abi kwalificeert, spelen de ESMA 'Richtsnoeren met betrekking tot centrale begrippen van de AIFMD'<sup>7</sup> (hierna: de Richtsnoeren) een belangrijke rol. Daarin worden de verschillende elementen van deze definities tot op zekere hoogte nader uitgewerkt. Zo geven de Richtsnoeren handvatten voor de beantwoording van de vraag of er door beleggers kapitaal bijeen wordt gebracht om te beleggen of om te ondernemen, en of er sprake is van beleggen in een *joint venture* verband. Is dat laatste het geval, dan blijft de AIFM Richtlijn buiten toepassing. Er blijkt ook uit deze Richtsnoeren dat het bijeen brengen van kapitaal door één familie niet tot de kwalificatie als een abi leidt. Voor het vaststellen van de reikwijdte van de AIFM Richtlijn zijn de Richtsnoeren zeer relevant.<sup>8</sup> Verder biedt het document met veel gestelde vragen over de AIFM Richtlijn op de website van de AFM in sommige gevallen houvast voor kwalificatievragen.<sup>9</sup> Maar ook het raadplegen van visies van andere Europese toezichthouders op de AIFM Richtlijn kunnen in de praktijk erg nuttig zijn bij het beantwoorden van de – niet zelden vrij lastige – vraag of een vehikel

waarin kapitaal bijeen wordt gebracht als een abi moet worden beschouwd.<sup>10</sup>

## 2.3. Achtergrond en doelstellingen AIFM Richtlijn

De AIFM Richtlijn is een van de directe wetgevingsreacties op de financiële crisis van 2008 en meer specifiek de wereldberuchte Madoff-ponzifraude. Tijdens de G-20 van april 2009 werd oorspronkelijk afgesproken om hedgefondsen en hun beheerders te registreren en onder toezicht te stellen. Ondanks dat de G-20 afspraak alleen zag op hedgefondsen, is de reikwijdte van de richtlijn tijdens de onderhandelingen verbreed naar alle typen abi's. Het enkel reguleren van hedgefondsen werd uiteindelijk toch te beperkt en ontduikingsgevoelig geacht. Het belangrijkste doel dat de AIFM Richtlijn nastreeft is het bewerkstelligen van een betere beheersing van systeemrisico's. Dit is ook de reden om abi's te reguleren die voor professionele beleggers zijn bedoeld. Daarnaast wil de richtlijn een versterking van beleggersbescherming bereiken door het opleggen van transparantie richting (potentiële) beleggers en toezichthouders. Dat door de AIFM Richtlijn ook een Europese geharmoniseerde set van regels in het leven wordt geroepen zodat beheerders van abi's die aanbieden aan professionele beleggers<sup>11</sup> gebruik kunnen maken van het Europees paspoortstelsel, lijkt eerder mooi meegenomen dan een doel van de AIFM Richtlijn op zichzelf.

## 2.4. Formele bronnen naast de AIFM Richtlijn

De AIFM Richtlijn staat niet op zichzelf. De richtlijn wordt op specifieke onderdelen ingekleurd door een gedelegeerde verordening<sup>12</sup> die rechtstreekse werking in de lidstaten heeft (hierna: de AIFM Verordening). Daarnaast is er een aantal andere, kleinere gedelegeerde handelingen en uitvoeringshandelingen door de

7. Deze richtsnoeren zijn gedateerd 13.08.2013, zie ESMA/2013/611.  
8. De rechtbank Rotterdam heeft overigens in een interessante uitspraak wel geoordeeld dat de Richtsnoeren ook weer niet heilig zijn. Zie overweging 3.4 van de uitspraak van 26 april 2017, ECLI:NL:RBROT: 2017:3150. In deze uitspraak speelde de vraag of een bepaald vehikel geacht moest worden meer dan één belegger te hebben voor toepassing van de AIFMD. De rechtbank oordeelde dat hier in dit specifieke geval geen sprake van was, waardoor de AIFM Richtlijn buiten toepassing bleef.  
9. Te raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), 'Professionals', 'Doelgroepen', 'Beleggingsinstellingen', 'Veelgestelde vragen'.

10. Zie met name (i) de guidance van de Engelse toezichthouder: Perimeter Guidance Manual of the FCA Handbook (PERG), waarvan hoofdstuk 16 aan de AIFM Richtlijn is geweid en (ii) de Q&A over de AIFM Richtlijn van de Luxemburgse toezichthouder, te vinden op: <http://www.cssf.lu/en/supervision/ivm/aifm/faq/> en (iii) de Q&A van de Europese Commissie inzake de AIFMD, te raadplegen via [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-commission-questions-answers\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-commission-questions-answers_en.pdf).  
11. De AIFM Richtlijn is maximumharmonisatie voor abi-beheerders die deelnemingsrechten aanbieden aan professionele beleggers (zoals gedefinieerd in de richtlijn). De maximumharmonisatie geldt niet voor het aanbieden van abi's aan niet-professionele beleggers (*retail* beleggers en maar in de regel ook *high net worth individuals*). Lidstaten mogen dus voor deze groep beheerders aanvullende nationale regels stellen. Nederland heeft dat gedaan.  
12. Ook wel de 'level 2 verordening' genoemd.

Europese Commissie vastgesteld op hele specifieke onderdelen.<sup>13</sup> Voor de praktijk zijn daarvan vooral de regulatory technical standards over de kwalificatie als open-end of closed-end abi van belang.<sup>14</sup> Verder vervult ESMA, zoals al even genoemd in onderdeel 2.1 van dit artikel, een rol bij de interpretatie van de AIFM Richtlijn en de AIFM Verordening door het uitvaardigen van richtsnoeren en het publiceren van een Q&A en opinies.<sup>15</sup>

## 2.5. Drie soorten regimes

Kort gezegd voorziet de AIFM Richtlijn in drie verschillende regimes met betrekking tot beheerders van abi's. Deze benoemen wij hieronder achtereenvolgens beknopt.

### *Vergunningregime*

Een in een lidstaat<sup>16</sup> gevestigde beheerder die een of meer abi's beheert moet daarvoor in beginsel over een zogenoemde AIFM-vergunning beschikken die is verleend door een bevoegde Europese toezichthouder. De vergunningseisen zien onder meer op aan te houden kapitaal, organisatie, geschiktheid en betrouwbaarheid van de beleidsbepalers. De beheerder moet (uiteraard) ook na vergunningverlening doorlopend aan een groot aantal eisen voldoen. Denk aan eisen inzake beloningen, de compliance-functie, belangenconflicten, risicobeheer, liquiditeitsbeheer, waarderingen, transparantie richting (potentiële) beleggers en toezichthouders, uitbesteding, het aanstellen van een bewaarder en het gebruik van hefboomfinanciering. De vergunning geeft recht op een Europees paspoort voor zover er aan professionele beleggers in andere lidstaten deelnemingsrechten in abi's worden aangeboden. De lidstaten mogen aan een beheerder met abi's voor de retailmarkt hun eigen additionele regels opleggen om retailbeleggers extra te beschermen. Nederland heeft zo'n top-up regime, dat gelijk is getrokken met het icbe-regime dat voor retailbeleggers geldt.

13. Voor een compleet overzicht hiervan, zie: [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-level-2-measures-full\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/aifmd-level-2-measures-full_en.pdf).

14. Gedelegeerde Verordening (EU) Nr. 694/2014 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (*PbEU* 2013, L 83).

15. Voor een overzicht, zie: <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library/AIFMD>.

16. Hieronder wordt op grond van de Wft verstaan een staat die lid is van de Europese Unie alsmede een staat, niet zijnde een lidstaat van de Europese Unie, die partij is bij de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte.

### *Het registratieregime*

De AIFM Richtlijn voorziet in een vrijstelling van het volledige richtlijntoezicht voor beheerders die beperkte vermogens beheren. Als aan een aantal voorwaarden is voldaan, moeten deze 'kleine beheerders' zich van de AIFM Richtlijn alleen registreren bij de bevoegde toezichthouder in het land van vestiging. De AIFM Richtlijn blijft voor het overige buiten toepassing. Deze vrijstelling is beschikbaar voor beheerders waarvan de activa onder beheer, kort gezegd, op geaggregeerd niveau niet meer bedragen dan EUR 500 miljoen, of in geval van een leveraged of open-end fonds, EUR 100 miljoen. Daarnaast moet de beheerder deelnemingsrechten in de beheerde abi's aanbieden aan (i) uitsluitend professionele beleggers, (ii) minder dan 150 personen, (iii) met een minimale tegenwaarde van EUR 100.000 of (iv) met een minimale nominale waarde van EUR 100.000. In Nederland staat dit regime alleen open voor beheerders met zetel in Nederland. Deze Nederlandse beheerders moeten zich registreren bij de AFM en jaarlijks financiële gegevens rapporteren aan DNB. Deze vrijstelling is bekend onder verschillende namen. In Nederland wordt vaak gesproken van (i) de *de minimis* vrijstelling (verwijzend naar de drempels voor het beheerde vermogen), (ii) het light-regime of (iii) het registratieregime. Internationaal wordt ditzelfde regime vaak aangeduid als het 'small managers regime', het 'sub-threshold regime', of de 'Article 3 (2) exemption'. Wij maken in dit artikel de keuze voor de neutrale term 'registratieregime'. Zoals we in onderdeel 4.4. zullen uitwerken, is het registratieregime lang niet zo 'light' als kleine beheerders soms veronderstellen.

Een registratie in de zin van de AIFM Richtlijn geeft geen recht op een Europees paspoort. Dat betekent dat de registratie in het ene land niet zomaar gebruikt kan worden om de abi ook in andere EU-lidstaten aan te bieden. Dit kan alleen op grond van een volledige vergunning in de zin van de AIFM Richtlijn. Per lidstaat zal daarom moeten worden nagegaan welke eisen de betreffende lidstaat aan kleine beheerders stelt. Voor specifieke beleggingsinstellingen, te weten de zogenoemde venture capital en social entrepreneurship fondsen, is het voor een geregistreerde beheerder in beginsel wel mogelijk om een paspoort op het niveau van de abi te verkrijgen.<sup>17</sup>

### *Derdelanden regime*

Beheerders die zijn gevestigd buiten de EU hebben het op dit moment nog steeds niet makkelijk als ze de Europese markt willen betreden. Elke lidstaat heeft nog een eigen regime voor deze niet-EU beheerders, waarvan slechts de kaders worden voorgeschreven in art. 42 van de AIFM Richtlijn.

17. Zie over het venture capital regime tevens onder meer 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.

Het regime ter implementatie van art. 42 wordt in de markt ook wel het *national private placement regime* (hierna: NPPR) genoemd. Het NPPR is in Nederland beschikbaar voor niet-EU beheerders die aan een aantal voorwaarden voldoen genoemd in art. 1:13b 1 Wft, waarvan de belangrijkste is dat abi's van de niet-EU beheerder uitsluitend aan professionele beleggers worden aangeboden. Ook moet er een samenwerkingsovereenkomst zijn tussen de AFM en de toezichthoudende instantie in het land van vestiging van de niet-EU beheerder die voorziet in efficiënte informatie-uitwisseling. Daarnaast moet de niet-EU beheerder een notificatieformulier indienen bij de AFM en moet de niet-EU beheerder voldoen aan een aantal doorlopende verplichtingen, waarvan de belangrijkste is dat een AIFM Richtlijn-proof informatie memorandum wordt verstrekt aan participanten. De AIFM Richtlijn voorziet erin dat het op enig moment mogelijk is om op basis van een paspoort in de lidstaten (i) niet-EU abi's te verhandelen door EU abi-beheerders en (ii) abi's te beheren en/of verhandelen door niet-EU abi-beheerders (het 'derdelandenpaspoort'). De AIFM Richtlijn voorziet in de voorwaarden in het geval de Europese Commissie besluit het derdelandenpaspoort te activeren. Voordat de Europese Commissie hiertoe kan besluiten, moet ESMA vaststellen dat er geen significante belemmeringen met betrekking tot beleggersbescherming, marktverstoring, mededinging en het toezicht op het systeemrisico zijn (de Factoren) die naleving van de voorwaarden voor het derdelandenpaspoort belemmeren.<sup>18</sup> ESMA heeft ervoor gekozen om per jurisdictie onderzoek te doen naar de hiervoor genoemde onderwerpen. ESMA heeft inmiddels onderzoek gedaan naar de volgende twaalf jurisdicties: Australië, Bermuda, Canada, de Cayman Islands, Guernsey, Hong Kong, Isle of Man, Japan, Jersey, Zwitserland, Singapore en de VS. Ten aanzien van deze jurisdicties heeft ESMA op 12 september 2016 een advies uitgebracht aan het Europees Parlement, de Raad en de Europese Commissie. Het advies van ESMA luidt kort gezegd als volgt:

- Ten aanzien van Guernsey, Jersey, Hong Kong, Singapore en Zwitserland heeft ESMA vastgesteld dat er geen obstakels zijn ten aanzien van de Factoren.
- In Australië, Canada, Japan en de VS zijn bepaalde obstakels geïdentificeerd, maar worden deze niet als dusdanig significant gezien dat het geven van een paspoort eraan in de weg staat.
- In Bermuda, de Cayman Islands en Isle of Man kan ESMA (nog) geen definitief advies geven, omdat bepaalde voorgestelde wetgeving nog moet worden aangenomen of vooralsnog ontbreekt.

18. Zie tevens R.E. Labeur, 'Rondom het nieuws - Uniform derdelandenbeleid AIFMD: Nog een lange weg te gaan' *FR* 2015, nr. 10, pp. 391-395.

Een volgende stap is dat de Europese Commissie op basis van het advies van ESMA een beslissing neemt over de toepassing van het paspoort op beheerders uit de hierboven genoemde derde landen. De Europese Commissie heeft eerder aangegeven dat ze een dergelijke beslissing zal nemen zodra een voldoende aantal niet-EU jurisdicties is geanalyseerd door ESMA. ESMA zal in de tussentijd meerdere niet-EU jurisdicties bekijken. Sindsdien is er echter sprake van radiostilte. Vooralsnog is het derdelandenpaspoort dus nog niet geactiveerd en het is onduidelijk op welke termijn dit alsnog zal plaatsvinden. Uiteraard is ook relevant wat Brexit nog gaat betekenen in dit verband en in hoeverre het Verenigd Koninkrijk ook nog onderworpen zal moeten gaan worden aan een review van ESMA.

### 3. Vijf jaar AIFM Richtlijn in cijfers

De AIFM Richtlijn bracht een grote aardverschuiving in de reikwijdte van het toezicht op beleggingsinstellingen en beheerders, vanwege het wegvallen van generieke uitzonderingen die tot dat moment veelvuldig werden gebruikt. Zo werden in Nederland veel beleggingsinstellingen aangeboden met een minimale inleg van EUR 100.000 die op deze manier buiten het toezicht van de AFM bleven. Dit soort generieke uitzonderingen bestaat dus niet meer. Het aantal beheerders en beleggingsinstellingen dat nu op de radar van de AFM (of een andere Europese toezichthouder) staat<sup>19</sup> is daardoor significant toegenomen. Een aantal cijfers op rij voor wat zicht op het toezicht op beheerders van abi's:

- Uit het AFM register blijkt dat er 96 vergunninghoudende beheerders van abi's actief zijn in Nederland met vergunning van de AFM. 63 van deze beheerders zijn in 2014 van rechtswege onder de AIFM Richtlijn komen te vallen. Gezamenlijk beheren de marktpartijen 986 verschillende beleggingsinstellingen.<sup>20</sup> Daarnaast zijn er 429 uitgezonderde beheerders van beleggingsinstellingen (beheerders die gebruik maken van het registratieregime) geregistreerd bij de AFM die gezamenlijk 814 verschillende beleggingsinstellingen beheren.<sup>21</sup>
- De AFM constateert in haar jaarverslag over 2017 dat er jaarlijks meer abi's, significante meldingen en bestuurders worden gemeld. Het aantal vergunningaanvragen lijkt echter te stagneren dan wel af te nemen.<sup>22</sup>

19. Ook het zogenoemde 'registratieregime' houdt een vorm van toezicht in, waar de AFM in toenemende mate vorm aan geeft. Zie daarover tevens R.E. Labeur, 'Wetgevingswens', *FR* 2018, nr. 7, p. 353-354.

20. Deze getallen blijken uit het AFM register voor AIFM vergunningen d.d. 5 september 2018.

21. Deze getallen blijken uit het AFM register voor uitgezonderde beheerders van beleggingsinstellingen d.d. 6 september 2018.

22. Jaarverslag AFM 2017, p. 78.

- Het ESMA register laat zien dat er 19 European Venture Capital Funds (hierna: EuVECA fondsen) zijn geregistreerd bij de AFM. Daarentegen zijn er tot op heden geen Social Entrepreneurship Funds (hierna: EuSEF fondsen) geregistreerd bij de AFM.<sup>23</sup>
- DNB heeft berekend dat in het tweede kwartaal van 2018 het belegd vermogen van Nederlandse beleggingsinstellingen is gegroeid tot EUR 867 miljard.<sup>24</sup> Daarmee is het totale vermogen van de beleggingsinstellingen bijna terug op hetzelfde niveau als eind 2017, toen de sector een recordomvang bereikte van EUR 871 miljard.
- In 2017 heeft de AFM in totaal 1480 toetsingen uitgevoerd, waarvan 1422 personen uiteindelijk zijn goedgekeurd.<sup>25</sup> 297 van deze toetsingen vielen in de categorie van ‘beleggingsondernemingen/beleggingsinstellingen’.<sup>25</sup>
- Ten aanzien van haar formele en informele maatregelen specificiert de AFM in haar jaarverslag niet nader tegen welke type instelling zij deze maatregelen treft, maar het is wel interessant om deze cijfers hier te noemen. Zo heeft de AFM in 2017 81 formele maatregelen genomen, waaronder 12 boetes ter waarde van EUR 4,1 miljoen, en 450 informele maatregelen genomen, waarvan 345 keer de informele maatregel bestond uit een normoverdracht en voor 105 keer uit een waarschuwing.
- DNB heeft in 2017 50 formele maatregelen getroffen, waaronder 15 boetes ter waarde van EUR 6,1 miljoen, ten aanzien van onder toezicht staande instellingen. Twee van deze maatregelen (een last onder dwangsom en een publicatie van een overtreding) waren gericht tegen beleggingsinstellingen.<sup>26</sup> DNB doet geen uitspraken over de hoeveelheid informele maatregelen die ze op jaarbasis neemt.

#### 4. AIFM Richtlijn in de praktijk

In dit onderdeel bespreken wij ervaringen met de AIFM Richtlijn in de praktijk.

##### 4.1. Eén keurslijf voor elk type beheerder

Voor het antwoord op de vraag of een instelling voor collectieve belegging als abi kwalificeert is de juridische structuur van die instelling niet relevant. Als in materiële zin aan alle elementen van de definitie wordt voldaan, is sprake van een abi. Het maakt dus niet uit of de abi wel of geen rechtspersoon is, open-end of closed-end, genoteerd of niet-genoteerd, binnen of buiten de EU opgezet.

23. Het ESMA register is geraadpleegd op 7 september 2018.

24. <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/Statistischnieuws2018/dnb378227.jsp> (geraadpleegd op 7 september 2018).

25. Jaarverslag AFM 2017, p. 76.

26. DNB ZBO Verantwoording 2017, p. 56.

Ook irrelevant is in welk type activa (bijvoorbeeld financiële instrumenten, vastgoed of private equity) wordt geïnvesteerd. Wanneer een vehikel een abi is, dan valt de beheerder daarvan in beginsel onder toezicht. Zo vallen diverse soorten beheerders onder de AIFM Richtlijn, zoals beheerders van hedge fondsen, private equity fondsen, venture capital fondsen, infrastructuurfondsen, vastgoedfondsen, grondstoffenfondsen, aandelenfondsen, obligatiefondsen, fund-of-funds en feeder fondsen<sup>27</sup>. De AIFM Richtlijn maakt voor wat betreft de eisen aan beheerders niet of nauwelijks onderscheid tussen verschillende typen abi's. Iedere beheerder wordt dus door dezelfde mangel gehaald. Elke beheerder moet voorzien in functiescheiding (waarover meer in onderdeel 5.2), een bewaarder aanstellen, een risicobeheerbeleid hebben, liquiditeiten beheersen en zo meer.

Al met al moet een beheerder, om op een prudente manier invulling te kunnen geven aan alle organisatorische verplichtingen, dus nogal wat ‘body’ (in termen van bemensing en overige bedrijfsmiddelen) geven aan haar organisatie om aan de AIFM Richtlijn te kunnen voldoen. ‘Kleine beheerders’ (dat wil zeggen: beheerders met slechts twee bestuurders en verder geen of hooguit een of twee werknemers) zullen dan al snel wat men noemt ‘*too small to comply*’ zijn. Dit is dan ook een veel gehoorde krachtterm ten aanzien van kleine beheerders, en dan met name bestaande kleine beheerders die van rechtswege een AIFM-vergunning hebben gekregen of kleine beheerders die de sprong van het registratieregime naar het vergunningregime moeten maken. De AIFM Richtlijn voorziet maar op beperkte wijze in proportionele toepassing<sup>28</sup>; aan de meeste eisen zullen alle beheerders gewoon volledig moeten geloven. De AFM kent bovendien geen proportionele behandeling van vergunningaanvragen. Toch zien we nog geen opvallende consolidatie van kleine beheerders in de markt. Dat is ook lastig, want een beheerder geeft de zeggenschap over een eigen abi niet makkelijk uit handen, en zoals we in onderdeel 5.2 zullen uitleggen, is het ook niet zomaar mogelijk een vergunning met een ander te delen.

##### 4.2. Het vergunningregime

*Het vergunningaanvraagproces is complex*

Een vergunningaanvraag onder de AIFM Richtlijn valt veel beheerders tegen. Dat is begrijpelijk, want het is een langdurig en kostbaar project.

27. Een feeder fonds in de zin van de AIFM Richtlijn is een beleggingsinstelling die, kort gezegd, ten minste 85% van haar activa belegt in één masterfonds (dus een andere beleggingsinstelling) en daardoor dus voor ten minste 85% van haar activa een risicopositie inneemt die afhankelijk is van een beleggingsstrategie van een andere abi.

28. Dit is het geval op het gebied van de inrichting van de controlefuncties (risicobeheer, de compliancefunctie en de interne auditfunctie).

De formele wettelijke behandeltermijn van in totaal 26 weken staat in veel gevallen niet gelijk aan de daadwerkelijke lengte van het proces nadat de aanvraag bij de AFM is ingediend. De behandeltermijn kan worden opgeschort wanneer de toezichthouder om aanvullende informatie verzoekt, wat de regel is en zeker geen uitzondering. Om de behandeling van de vergunningaanvraag door de AFM zo soepel mogelijk te laten verlopen, is een goede voorbereiding essentieel. Een complete vergunningaanvraag heeft een beheerder normaal gesproken niet in een maand geregeld. Veel belangrijker nog dan de hoeveelheid papier die geproduceerd of aangepast moet worden in het kader van een vergunningaanvraag, is namelijk het inrichten of aanpassen van de organisatie en alle bedrijfsprocessen om deze op alle punten aan de AIFM Richtlijn te laten voldoen. Dat vergt tijd, precisie en soms ingrijpende beslissingen of het doen van investeringen. Wanneer deze stap wordt overgeslagen om bijvoorbeeld tijd of kosten te besparen, wordt het aanvraagproces zeer moeizaam. In dat beeld zal een aantal beheerders zich helaas zeker herkennen. Voorbeelden van veel voorkomende mankementen in een vergunningaanvraag zijn onvoldoende scheiding tussen operationele taken en controletaken (zie ook onderdeel 5.2), onvoldoende op de specifieke beheerder toegespitste processen en maatregelen door het gebruik van modellen van externe dienstverleners, tegenstrijdigheden tussen documenten, en teveel leunen op diensten van derden (ofwel, onvoldoende *substance*). Dit laatste is niet alleen een euvel van kleine beheerders, maar vormt juist ook een aandachtspunt voor beheerders die onderdeel uitmaken van een groep van ondernemingen. Groepsbeheerders kunnen niet zomaar meeliften op in de groep reeds aanwezige infrastructuur en andere bedrijfsmiddelen, maar moeten tot op zekere hoogte zelfstandig kunnen opereren.

Onze stelregel is dat een beheerder die een vergunning onder de AIFM Richtlijn ambieert zich moet instellen op een proces van ongeveer één tot anderhalf jaar van kop (eigen voorbereiding) tot staart (vergunningverlening). Daarnaast raden wij aan niet zomaar te beginnen met het beschrijven van de bedrijfsprocessen in een handboek of formulieren in te vullen, maar eerst een impact assessment te maken om in kaart te brengen waar eventuele knelpunten zitten.

Een impact assessment zou ook kunnen uitwijzen dat een vergunningaanvraag, al dan niet op dit moment, geen haalbare kaart is. In dat geval moeten alternatieve opties worden onderzocht. Die worden door beheerders niet altijd aantrekkelijk gevonden. Zo betekent het gedwongen (blijven) opereren onder het registratieregime bijvoorbeeld dat niet doorgegroeid kan worden in termen van activa onder beheer. Een andere optie, namelijk het aantrekken van leningen in plaats van kapitaal in de vorm van equity, is een heel andere propositie. Van belang is verder dat het meeliften op de vergunning van een andere beheerder in Nederland

niet mogelijk is op de manier zoals vergunningloze beheerders dat graag zouden willen. In de praktijk zien we dat sommige beheerders daarom de gang naar Luxemburg maken, waar zogenoemde 'AIFM-platforms'<sup>29</sup> beheerders op commerciële wijze de mogelijkheid bieden om op een vergunning aan te haken.<sup>30</sup>

#### *Een ongelijk speelveld tussen Nederlandse beheerders*

Het verkrijgen van een beheerdersvergunning onder de AIFM Richtlijn is dus geen sinecure. Voordat de AIFM Richtlijn in juli 2013 in werking trad, beschikten beheerders van (veelal) retail-abi's ook al over een beheerdersvergunning. Die vergunning was verleend onder het pre-AIFM Richtlijn regime, wat haast met het verschil tussen dag en nacht kan worden vergeleken. Deze bestaande beheerdersvergunningen zijn bij de inwerkingtreding van rechtswege omgezet in een AIFMD-vergunning, met de verplichting voor bestaande beheerders om er vervolgens zelf voor te zorgen dat aan de AIFM Richtlijn zou worden voldaan. Dit systeem heeft geleid tot een behoorlijk ongelijk speelveld tussen beheerders met een van rechtswege verkregen AIFM-vergunning en beheerders die hun AIFM-vergunning actief van de AFM hebben verkregen. Het niveau van compliance bij 'bestaande' beheerders was, en is ongetwijfeld in veel gevallen nog steeds, veel lager dan beheerders waar de AFM een beoordeling in het kader van de vergunningaanvraag uitvoert. Dat ligt voor een belangrijk deel aan gebrek aan kennis over de (strikte) interpretaties van de AFM bij bestaande beheerders, aan onderschatting van de regels, maar ook aan discipline in combinatie met de afwezigheid van externe dwang. Het onderzoek van de AFM naar beheerders met een van rechtswege omgezette AIFM-vergunning en de publicatie van het rapport naar aanleiding daarvan in januari van dit jaar<sup>31</sup>, is het begin van de nodige egalisatieslag die nog wel even zal duren.<sup>32</sup>

### 4.3. Het registratieregime

#### *Het registratieregime wordt geregeld onderschat*

Voor kleine beheerders die onder bepaalde drempels vallen, bevat art. 3 lid 2 AIFM Richtlijn een uitzondering op het reguliere vergunningregime. Dit registratieregime hebben we beschreven in onderdeel 2.4 van dit artikel. Het registratieregime voorziet dus voor kleine beheerders in een uitzondering van het strenge raamwerk dat de AIFM Richtlijn brengt. Dat betekent echter niet dat

29. Ook wel bekend onder de veelzeggende term 'Rent-a-Manco'.

30. Zie tevens onderdeel 5.2 van dit artikel.

31. <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2018/jan/verbetering-beheerders-beleggingsinstellingen>.

32. Overigens zou je ook kunnen betogen dat de scherpe randjes van een vergunningaanvraagproces er misschien wat afgeslepen kunnen worden om aan een gelijk speelveld bij te dragen.

de beheerder zich helemaal niet om compliance met toezichtrechtelijke wet- en regelgeving hoeft te bekommeren. Denk hierbij onder meer aan:

- de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (hierna: Wwft) en Sanctiewet 1977 die onverkort op geregistreerde beheerders van toepassing zijn;
- de PRIIPs verordening<sup>33</sup> die geregistreerde beheerders bij een aanbieding aan *retail* beleggers (hieronder vallen in principe ook *high-net-worth individuals* die meer dan EUR 100.000 inleggen) verplicht een Essentiële informatiedocument (hierna: Eid) op te stellen;
- de Verordening Marktmissbruik<sup>34</sup> die van toepassing is wanneer de geregistreerde beheerder namens een fonds investeert in beursgenoteerde financiële instrumenten;
- de Benchmark verordening<sup>35</sup> die van toepassing is wanneer de beheerder gebruik maakt van benchmarks; en
- de zogenoemde Wet oneerlijke handelspraktijken (hierna: Wet Ohp)<sup>36</sup>, die van toepassing is wanneer deelnemingsrechten worden aangeboden aan consumenten (hieronder vallen in principe ook *high-net-worth individuals* die meer dan EUR 100.000 inleggen).

*De overgang naar het vergunningregime is een reuzenstap*

Zodra kleine beheerders boven de drempelwaarden van het registratieregime uitkomen, moeten zij bij een structurele overschrijding van de relevante drempel binnen dertig dagen een vergunningaanvraag indienen bij de AFM. Zij zullen dan dus alsnog volledig moeten voldoen aan de AIFM Richtlijn. In de praktijk is dit een behoorlijk zware en acute overgang: van het registratieregime waar in beginsel geen regels uit hoofde van de AIFM Richtlijn gelden, naar het strikte vergunningregime. Een grondige voorbereiding op een vergunningaanvraag en het 'AIFMD-proof' maken van de organisatie kost in de praktijk vele maanden tijd. Dit wordt nog wel eens onderschat en zodoende is de bedrijfsvoering van een geregistreerde beheerder daar vaak nog niet, of niet volledig, op ingericht ten tijde van de overschrijding van de drempelwaarden. Daarom zouden kleine beheerders er goed aan doen een intern actieplan te maken voor het geval de drempelwaarden worden overschreden. Als een kleine beheerder niet schuwt om een vergunninghoudende beheerder te worden in

de toekomst, is het verstandig in een heel vroeg stadium een impact-analyse te maken, zodat beoordeeld kan worden of een vergunning ook echt een haalbare kaart is. Dat voorkomt sprongen van een kat in het nauw op het moment dat de drempelwaarden (bijna) worden overschreden.

Naast de beheerder, zijn ook de abi's onder beheer veelal (nog) niet ingericht op de verplichtingen van het vergunningregime. Die abi's zijn al aangeboden in de markt en beleggers zijn ingestapt onder de dan geldende voorwaarden. Binnen het vergunningregime zal de beheerder echter een bewaarder moeten aanstellen, moet aan waarderingsregels worden voldaan en gelden bepaalde informatieverplichtingen. De beheerder zal kosten moeten maken voor naleving van deze verplichtingen. Die zullen ten dele ten laste van de abi worden gebracht (vooral de kosten voor de bewaarder), als de fondsvoorwaarden dat tenminste toestaan.

*Het registratieregime is alleen van toepassing op Nederlandse beheerders*

De Nederlandse wetgever heeft ervoor gekozen het registratieregime alleen van toepassing te laten zijn op Nederlandse beheerders.<sup>37</sup> Dat zijn beheerders met, kort gezegd, statutaire zetel in Nederland. Dat is dus een fikse beperking voor internationale structuren en voor buitenlandse fondsmanagers. Het is naar onze mening niet zonder risico om met een beroep op deze definitie een structuur op te zetten waarin er een formele beheerder wordt opgezet met statutaire zetel in Nederland, maar het daadwerkelijke beheer van de abi door een buitenlandse vennootschap te laten plaatsvinden. Wanneer de verantwoordelijkheid voor het beleggingsbeleid en het nemen van beleggingsbeslissingen *de facto* bij een andere partij liggen dan bij de partij die als beheerder is benoemd, zien wij het risico op herkwalificatie van de andere betrokken partij tot beheerder. Met andere woorden; de partij met statutaire zetel in Nederland die als beheerder is aangewezen, moet in werkelijkheid naar onze mening ook wel het beheer over de betrokken abi(s) voeren en geen brievenbusmaatschappij zijn. De praktijk zou gebaat zijn bij een openbaar standpunt van de AFM hierover.

*Verschillende implementatie registratieregime in lidstaten*

Zoals in het bovenstaande beschreven, kunnen beheerders met zetel in een andere lidstaat niet van de Nederlandse implementatie van het registratieregime gebruikmaken en dus ook hun abi's hier niet aanbieden onder het registratieregime. Dat registratieregime staat in Nederland alleen open voor Nederlandse beheerders. Het is dus voor een niet-Nederlandse

33. Verordening (EU) Nr. 1286/2014 over essentiële-informatiedocumenten voor verpakte retailbeleggingsproducten en verzekeringsgebaseerde beleggingsproducten.

34. Verordening (EU) nr. 596/2014 betreffende marktmissbruik.

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

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

37. Zie art. 2:66a lid 1 Wft en de definitie van 'Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling' in art. 1:1 Wft.

beheerder met zetel in de EU niet mogelijk de Nederlandse markt te betreden, tenzij de beheerder over een Europees paspoort beschikt en dus een vergunning heeft in een andere lidstaat.

Iedere lidstaat heeft op een eigen manier invulling gegeven aan het registratieregime en de beperking dat de beheerder gevestigd moet zijn in de betreffende lidstaat is niet door alle lidstaten zo opgenomen. Wij hebben hier geen nader onderzoek naar gedaan, maar op basis van signalen uit de markt hebben wij begrepen dat het bijvoorbeeld in het Verenigd Koninkrijk, Luxemburg, Finland en Denemarken mogelijk is om als niet in die respectievelijke lidstaat gevestigde geregistreerde beheerder daar een abi aan te bieden. Wat daar de precieze voorwaarden voor zijn is ons niet bekend, maar vast staat dat de lidstaten op een eigen wijze invulling hebben gegeven aan het registratieregime. Op zichzelf staat de AIFM Richtlijn dat ook toe. De Europese Commissie heeft in een Q&A aangegeven dat het lidstaten vrij staat te bepalen dat deelnemingsrechten ook mogen worden aangeboden in de betreffende lidstaat door een geregistreerde beheerder die zijn zetel heeft in een andere lidstaat. Een geregistreerde beheerder zal dus wel per lidstaat moeten bekijken wat de voorwaarden zijn voor aanbidding in die betreffende lidstaat.

#### 4.4. Ervaringen met beheerders uit derde landen

Zoals aangegeven in onderdeel 2.4 is voor niet-EU beheerders het NPPR beschikbaar in Nederland. Onze ervaringen met dat regime zijn over het algemeen positief. De verplichtingen zijn duidelijk en notificatie bij de AFM verloopt vlot. De enige wat onaangename verrassing voor bepaalde beheerders is dat de AFM in het notificatieformulier verzoekt een zogenoemde 'attestation' mee te sturen van de bevoegde toezichthouder van de niet-EU beheerder. Daaruit moet blijken dat de bevoegde toezichthouder in staat is te kunnen voldoen aan de samenwerkingsovereenkomst voor informatie-uitwisseling (zie onderdeel 2.4) met betrekking tot de non-EU beheerder. Dit betekent in de praktijk concreet dat er enige vorm van toezicht moet zijn met betrekking tot de niet-EU beheerder. Overigens is de 'attestation' vormvrij; in de praktijk accepteert de AFM bijvoorbeeld ook een uittreksel van het register van de bevoegde toezichthouder. Bijkomend voordeel is verder dat de AFM geen kosten rekent voor de notificatie. Dat is lang niet in alle andere lidstaten ook zo het geval.

Nog altijd moeten beheerders die (i) geen 'attestation' kunnen overleggen, (ii) aan *retail* beleggers willen kunnen aanbieden of (iii) gebruik willen kunnen maken van een Europees paspoort om niet in elke lidstaat met een ander NPPR geconfronteerd te worden, wachten tot het derdenlandpaspoort wordt geactiveerd (zie onderdeel 2.4). Wat dat betreft hopen wij dat daar snel meer duidelijkheid over komt.

Tot slot spelen er in de markt doorlopend vragen omtrent de uitleg en toepassing van de zogenoemde *initiatie test* of *reverse solicitation*. Dit zijn verschillende termen voor hetzelfde concept. Wanneer het initiatief tot een bepaalde fondsinvestering namelijk zuiver en uitsluitend ligt bij de Nederlandse investeerder, wordt aangenomen dat de niet-EU beheerder niet actief is op de Nederlandse markt en zijn abi's hier niet aanbiedt. In dat geval kan de niet-EU beheerder buiten de reikwijdte van Nederlandse toezichtregels opereren met betrekking tot die fondsinvestering. Om vast te stellen of hiervan sprake is past de AFM de zogenoemde *initiatie test* toe. Wanneer de *initiatie test* opgaat, biedt dat op zichzelf uiteraard een prettig uitgangspunt voor de niet-EU beheerder; hij kan een Nederlandse investeerder toelaten zonder te hoeven voldoen aan Nederlandse toezichtregels. De praktijk blijkt echter vaak weerbarstiger. Er moet per individueel geval bekeken worden of het initiatief inderdaad zuiver en uitsluitend bij de Nederlandse investeerder ligt. Voor die toets bestaat echter geen duidelijk en passend juridisch kader voor een niet-EU beheerder. Primair is de Beleidsregel 'Actief zijn in Nederland' relevant voor deze toets, welke dateert van 2013 en ons verouderd voorkomt. Toch is deze beleidsregel formeel nog van kracht. Daarin zijn indicatoren genoemd die leiden tot de conclusie dat een beheerder *niet* of *wel* actief is in Nederland. Maar ook bij toepassing van die indicatoren komt er lang niet altijd een eenduidig beeld naar voren. Vanwege onduidelijkheid in de verschillende lidstaten zien wij dat er meer en meer het besef komt in de markt dat vertrouwen op *reverse solicitation* een risicovolle optie is. Een eenduidige en passende interpretatie van dit concept, uiteraard het liefst op Europees niveau, zou wat ons betreft wenselijk zijn.

## 5. Het toezicht door de AFM en DNB

In dit onderdeel gaan we in op de invulling van het toezicht uit hoofde van de AIFM Richtlijn door de AFM en DNB.

### 5.1. Algemene blik op vijf jaar toezicht

De AIFM Richtlijn is in Nederland geïmplementeerd op 22 juli 2013. Bestaande marktpartijen hadden één jaar de tijd om te voldoen aan de eisen van de AIFM Richtlijn (voor bestaande beheerders met vergunning onder het oude regime) of om een vergunning aan te vragen (voor beheerders die pas met implementatie van de AIFM Richtlijn vergunningplichtig werden). Vanaf 22 juli 2014 is de AIFM Richtlijn dus onverkort van toepassing. Vanwege dit eenjarig overgangsregime is er in feite pas sprake van vier jaar 'openlijk' toezicht. In de loop der jaren hebben wij het toezicht van de AFM zien evolueren. Waar de AFM de eerste jaren na inwerkingtreding nog druk was met het behandelen van nieuwe vergunningaanvragen, is onze ervaring dat zij zich de afgelopen tijd ook



meer is gaan richten op het doorlopende toezicht op bestaande marktpartijen. Het AIFMD-compliance onderzoek bij bestaande beheerders, zoals we al kort aanstipten in het slot van onderdeel 4.3 van dit artikel, is daar een voorbeeld van (waarover hieronder meer).

Ook is onze ervaring dat de AFM in de loop der jaren steeds meer een zekere invulling is gaan geven aan bepaalde – meer algemeen geformuleerde – verplichtingen van de AIFM Richtlijn. Het toezicht van de AFM komt daarmee in de loop der tijd meer tot volle wasdom. Wij hopen dat de AFM haar interpretaties en visie op specifieke verplichtingen blijft delen met de markt, zoals bij het compliance onderzoek naar bestaande beheerders, zodat daar voor bestaande en nieuwe marktpartijen duidelijkheid over bestaat. Een regelmatig gehoorde verzuchting in de markt is dat veel van de AFM interpretaties niet openbaar zijn en pas aan het licht komen in een vergunningaanvraagtraject of bij een fondsmelding. Zeker wanneer die interpretatie impactvolle of fundamentele gevolgen heeft voor de structuur of organisatie van een beheerder, had die betreffende beheerder liever in een eerder stadium willen anticiperen op de interpretatie.

## 5.2. Toezicht op vergunninghouders door de AFM

Het toezicht op vergunninghouders wordt met name vormgegeven door de AFM als de primair bevoegde toezichthouder. Bij onder meer een vergunningaanvraag, fondsmeldingen en personentoetsingen is voorafgaande goedkeuring van de AFM vereist. De AFM oefent ook toezicht uit op naleving met de doorlopende verplichtingen van de AIFM Richtlijn, met uitzondering van de prudentiële eisen (zie hierna in onderdeel 5.3).

Het compliance onderzoek naar bestaande beheerders biedt ten aanzien van een aantal specifieke onderwerpen een interessante (openbare) inkijk in de wijze waarop de AFM haar toezicht op vergunninghouders in de praktijk inricht. Tot publicatie van het rapport naar aanleiding van het onderzoek van de AFM, moest de markt het nog primair doen met de Veelgestelde vragen van de AFM (zie voetnoot 9). Daarin is echter weinig terug te vinden over de wijze waarop de AFM daadwerkelijk invulling geeft aan haar toezicht op concrete doorlopende verplichtingen van de AIFM Richtlijn. Er is ook kritiek te uiten op het rapport van de AFM naar aanleiding van haar onderzoek<sup>38</sup>, maar in algemene zin vinden wij het positief dat de AFM de markt kenbaar maakt hoe zij haar toezicht inricht. We zullen hier niet alle specifieke bevindingen uit het onderzoek herhalen, maar ons beperken tot een tweetal kernonderwerpen die de governance en inrichting van de organisatie enorm raken.

### *Scheiding operationele functies en controlefuncties*

Het raamwerk van de AIFM Richtlijn vereist onder meer dat een minimum aantal functies wordt belegd binnen de organisatie van een beheerder. In ieder geval zijn dat de twee kernfuncties portefeuillebeheer en risicobeheer. Tussen deze twee kernfuncties moet een strikte scheiding (zowel functioneel als hiërarchisch) worden aangebracht die tot in de bestuurslaag aanwezig moet zijn. Dit betekent concreet dat de personen die zich bezighouden met risicobeheer, zich niet ook bezig mogen houden met portefeuillebeheer en overige operationele taken. De AIFM Richtlijn voorziet erin dat bij de toetsing van de functionele en hiërarchische scheiding rekening wordt gehouden met het evenredigheidsbeginsel, met dien verstande dat voorzorgsmaatregelen worden getroffen om de onafhankelijke werking van de risicobeheerfunctie te waarborgen. In onze ervaring wordt een beheerder in de praktijk echter weinig ruimte gelaten voor een beroep op dit evenredigheidsbeginsel waar het de scheiding tussen risicobeheer en portefeuillebeheer betreft. Daarnaast moet een beheerder een permanente onafhankelijke compliance functie hebben (art. 61 AIFM Verordening), waarbij de beheerder bij de invulling ervan (gemotiveerd) rekening kan houden met het evenredigheidsbeginsel. Tot slot moet een beheerder – indien passend en evenredig – een intercontrolefunctie beleggen en moeten de waardering van activa op consistente en onafhankelijke wijze plaatsvinden. De vereiste onafhankelijke uitoefening van de controlefuncties ten opzichte van portefeuillebeheer en overige operationele taken, leidt niet zelden tot een lastige puzzel bij de verdeling van taken onder de aanwezige bestuurders en FTE's.

### *Uitbesteding en substance*

Een ander belangrijk aandachtspunt ziet op uitbesteding en de middelen die minimaal beschikbaar moeten zijn voor de bedrijfsvoering van een beheerder. Zoals hierboven al aan de orde kwam, voorziet de AIFM Richtlijn in een uitgebreid raamwerk met verplichtingen. De beheerder moet voldoende personele en technische middelen hebben om aan die verplichtingen te kunnen voldoen en om continuïteit van de beheertaken te kunnen waarborgen. Er moet, met andere woorden, voldoende *substance* zijn. Niet zelden zal een beheerder zijn organisatie evenwel efficiënt willen inrichten, hetgeen kan betekenen dat het nuttig kan zijn – vanwege kosten, expertise of capaciteit – om bepaalde bedrijfsprocessen uit te besteden aan een daartoe geëquipeerde dienstverlener, al dan niet aan een groepsmaatschappij. Tussen uitbesteding en *substance* ontstaat in de praktijk geregeld een spanningsveld; hoe meer taken de beheerder uitbesteedt, hoe minder *substance* er over het algemeen over blijft. De AFM zal in het kader van een vergunningaanvraag of een gericht onderzoek bij een bestaande marktpartij dan ook kritisch kijken naar de uitbestedingsrelaties (inclusief eventuele inleenovereenkomsten voor

38. Zie bijvoorbeeld C.J. Groffen, 'Beheerders, pas toe of leg uit', *FR* 2018, nr. 5, p. 239.

personeel en IT- en softwarecontracten) met het oog op de *substance* van een beheerder. Met name voor beheerders die binnen een groep opereren en (veel) taken uitbesteden aan groepsondernemingen of wanneer de beheerder een relatief kleine omvang heeft (in termen van FTE), is dit een belangrijk aandachtspunt. Bovendien moet een beheerder bij uitbesteding de specifieke uitbestedingsregels van Afdeling 8 van de AIFM Verordening naleven.

### 5.3. Toezicht op vergunninghouders door DNB

DNB is voor vergunninghouders de bevoegde toezichthouder waar het de prudentiële eisen betreft. Deze eisen zien onder meer op het minimum eigen vermogen, solvabiliteitseisen en financiële rapportages. In het kader van een vergunningaanvraag wordt DNB betrokken om naar naleving van specifiek deze prudentiële eisen te kijken. Na eventuele vergunningverlening houdt DNB ook doorlopend prudentieel toezicht op vergunninghouders.

Beheerders die ook bepaalde beleggingsdiensten verlenen op grond van art. 2:67a lid 2 Wft, moeten bovendien een zogenoemde *Internal Capital Adequacy Assessment Process* (hierna: ICAAP) doorlopen en de resultaten daarvan schriftelijk vastleggen. DNB kan het ICAAP opvragen en beoordelen.

#### *Liquiditeitsrisico's*

In bepaalde gevallen treedt DNB ook samen op met de AFM in het kader van het doorlopend toezicht op beleggingsinstellingen. Vrij recent was dit nog het geval op het gebied van liquiditeitsrisico's bij open-end beleggingsinstellingen die worden beheerd door vergunninghouders. In een brief aan relevante marktpartijen, die ook openbaar is gemaakt op de website van de AFM<sup>39</sup>, informeren de AFM en DNB over de resultaten van hun gezamenlijk onderzoek naar liquiditeitsrisico's, te weten het risico dat beleggers niet binnen de overeengekomen termijn gebruik van hun terugbetalingsrecht kunnen maken. De voorlopige conclusie is dat liquiditeitsrisico voorkomt bij een aantal open-end beleggingsinstellingen, maar dat er geen aanwijzingen zijn voor een sectorbreed risico. Een van de bevindingen van DNB en de AFM is dat de mogelijkheid tot het inzetten van liquiditeitsinstrumenten (instrumenten die een beheerder kan inzetten om de liquiditeit van de beleggingsinstelling te beheersen) door de beheerder en de voorwaarden waaronder, in sommige gevallen summier zijn omschreven. DNB en de AFM zijn voornemens om aanvullend onderzoek te doen.

39. Te raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), 'Actueel', nieuwsbericht 26 juni 2018, 'Deel AIFMD-rapportages moet beter'.

#### *Kwaliteit van rapportages*

Tijdens het bovengenoemde onderzoek naar liquiditeitsrisico's is tevens gebleken dat gerapporteerde liquiditeitsmismatches<sup>40</sup> in belangrijke mate lijken te volgen uit een onjuiste interpretatie van de ESMA invulinstructie (en dus niet uit daadwerkelijke liquiditeitsmismatches). DNB en de AFM constateren zelfs dat de hoofdbevinding van dit onderzoek is dat de kwaliteit van de door een deel van de beheerders aangeleverde informatie in de AIFMD-rapportages verbeterd dient te worden. Zo constateren DNB en de AFM dat het liquiditeitsprofiel van beleggers vaak verkeerd wordt ingevuld, dat de kwalificatie open-end vaak onjuist wordt gehanteerd en dat bepaalde velden niet worden ingevuld. Beide toezichthouders besteden de komende tijd extra aandacht aan de verbetering van de kwaliteit van de AIFMD-fondsenrapportage en zullen controles uitvoeren ten aanzien van volledigheid.

#### *Toezicht op geregistreeerde beheerders door de AFM*

Tot slot valt ons op dat geregistreeerde beheerders vooralsnog relatief buiten het vizier van de AFM blijven. Dat is op zichzelf ook niet vreemd; het registratieregime voorziet nu eenmaal in een uitzondering van de vergunningplicht en doorlopende eisen van de AIFM Richtlijn. Anderzijds hebben we hierboven in onderdeel 4.4 al gezien dat ook het registratieregime steeds minder 'light' begint te worden vanwege verschillende doorlopende verplichtingen uit hoofde van ander type financieel toezichtrechtelijke regelgeving. Bovendien moeten geregistreeerde beheerders toch ook aan de voorwaarden van art. 2:66a Wft voldoen, waarbij we het type beleggers aan wie geregistreeerde beheerders hun deelnemingsrechten mogen aanbieden en de drempelwaardes (van EUR 100 miljoen respectievelijk EUR 500 miljoen) als meest belangrijke voorwaarden zouden kwalificeren. Op twee vlakken heeft de AFM zich echter al wel publiekelijk wat meer vastgebeten in geregistreeerde beheerders. Die worden hierna besproken.

#### *Integriteitsregelgeving*

Een onderwerp ten aanzien waarvan geregistreeerde beheerders de afgelopen jaren veelvuldig met de AFM te maken gehad hebben is integriteitsregelgeving. Geregistreeerde beheerders vallen onverkort binnen de reikwijdte van de Wwft en de Sanctieregelgeving (waaronder in ieder geval de Sanctiewet 1977, de Regeling toezicht Sanctiewet 1977 en de relevante sanctielijsten). Deze integriteitsregelgeving is een van de speerpunten van de AFM geweest de afgelopen jaren en dat blijft

40. DNB en de AFM definiëren een liquiditeitsmismatch als: Een liquiditeitsmismatch houdt in dat beheerders investeringen niet te gelde kunnen maken omdat de hoeveelheid verkoopbare activa van de beleggingsinstelling (*asset liquidity*) lager is dan wat in hetzelfde looptijdinterval maximaal onttrokken mag worden (*investor liquidity*).

het ook nog de komende tijd. In oktober 2016 en de afgelopen zomer nog heeft de AFM vragenlijsten gecirculeerd in de markt met het oog op naleving van de Wwft en Sanctieregelgeving, waarbij ook geregistreerde beheerders niet buiten schot blijven van de AFM. Op 25 juli 2018 – gelijktijdig met implementatie van de Vierde Anti-Witwasrichtlijn in Nederland – publiceerde de AFM haar herziene Leidraad Wwft, Wwft BES<sup>41</sup>, waarin de nieuwe regels van de Vierde Anti-Witwasrichtlijn<sup>42</sup> in Nederland zijn meegenomen.

### Cryptofondsen

Daarnaast heeft de AFM de afgelopen maanden speciaal de aandacht gevestigd op geregistreerde (beheerders van) beleggingsinstellingen die investeren in cryptocurrencies en overige crypto-gerelateerde activa (cryptofondsen). Op 14 juni 2018 publiceerde de AFM een openbare brief aan (beheerders van) cryptofondsen.<sup>43</sup> De AFM constateert een forse toename van cryptofondsen in de markt; al diverse partijen zijn volgens de AFM actief binnen het registratieregime. In deze brief waarschuwt de AFM (beheerders van) cryptofondsen over de strenge eisen van het vergunningregime. Wanneer (een beheerder van) cryptofondsen namelijk niet langer aan de voorwaarden van het registratieregime voldoet, moet de beheerder een vergunning aanvragen van de AFM. Op dat moment moet de beheerder aantonen te voldoen aan alle vergunningvereisten. De AFM acht het prudent om de markt voor te lichten over de strenge eisen van het vergunningregime, vanwege: (i) de forse toename van cryptofondsen in combinatie met de doorgaans beperkte kennis over toepasselijke regelgeving, met als gevolg onwetendheid hoe kan worden voldaan aan de toezichtnormen in de praktijk en (ii) de inherente eigenschappen van de huidige crypto's en cryptomarkten, waardoor de AFM ernstige twijfels heeft of cryptofondsen aan de zware vergunningvereisten kunnen voldoen. In de brief heeft de AFM vragen opgesteld over een aantal – met name in de context van een cryptofonds - belangrijke vergunningeisen. Deze hebben betrekking op liquiditeitsbeheer, waardering, de bewaarder en het productontwikkelingsproces. De AFM geeft aan dat een beheerder van

een cryptofonds minimaal deze vragen naar tevredenheid moet kunnen beantwoorden voordat de beheerder in aanmerking komt voor een vergunning. Uiteraard gelden er naast deze eisen nog gewoon alle andere eisen van de AIFM Richtlijn waar de beheerder van cryptofondsen aan moet voldoen.

Eveneens heeft de AFM op 25 juli jl. - gelijktijdig met publicatie van de gewijzigde AFM Leidraad Wwft, Wwft BES en Sanctiewet – een publicatie gecirculeerd over naleving van de Wwft speciaal gericht tot (beheerders van) cryptofondsen<sup>44</sup>. De AFM geeft daarin aan dat – vanwege het hoge risico dat met crypto's gepaard gaat – (beheerders van) cryptofondsen per definitie verscherpt cliëntonderzoek moeten uitvoeren ten aanzien van hun zakelijke relaties. De AFM verstaat hier in ieder geval (i) de deelnemers in het fonds, (ii) andere professionele tegenpartijen, zoals de wederpartij van het cryptofonds bij een aan- of verkoop van crypto's, (iii) degene die een *initial coin offering* (hierna: ICO) doet, (iv) een tussenpersoon die de handel in crypto's faciliteert (zoals een *broker*) en (v) platforms die handel in crypto's faciliteren (zoals *crypto exchanges*).

De AFM stelt verder dat (beheerders van) cryptofondsen er rekening mee moeten houden dat de hierboven genoemde platforms als correspondentrelatie in de zin van Wwft moeten worden beschouwd. Ook geeft de AFM aan dat (beheerders van) cryptofondsen altijd onderzoek moeten doen naar de herkomst van de middelen die bij de zakelijke relatie of transactie gebruikt worden.

Het gaat het bestek van dit artikel te buiten om de overwegingen van de AFM juridisch te staven binnen het raamwerk van de Wwft, maar wat in ieder geval wel duidelijk is, is dat de AFM vergaande maatregelen verwacht van (beheerders van) cryptofondsen om eventuele witwasrisico's te mitigeren.

## 6. Besluit

In dit artikel hebben we willen terugkijken op de vijf jaren AIFM Richtlijn die inmiddels achter ons liggen. Daarin zijn we lang niet volledig geweest; met uiteenzettingen over de regulering van beleggingsinstellingen in het algemeen en van abi's in het bijzonder, is een boek te vullen. Misschien doen wij dat ook nog wel eens. Een vooruitblik op wat er in de voorzienbare toekomst staat te gebeuren op het gebied van de AIFM Richtlijn is verder ook de moeite van een artikel waard. In de redelijk nabije toekomst zullen de Richtlijn en verordening grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen hun intrede doen en het begrip 'marketing' eindelijk een uniforme

41. Te raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), 'Professionals', 'Onderwerpen', 'Wwft'.

42. Richtlijn (EU) 2015/849 van het Europees Parlement en de Raad van 20 mei 2015 inzake de voorkoming van het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld of terrorismefinanciering, tot wijziging van Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad en tot intrekking van Richtlijn 2005/60/EG van het Europees Parlement en de Raad en Richtlijn 2006/70/EG van de Commissie (PbEU 2015, L 141).

43. Te raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), 'Actueel', nieuwsbericht 14 juni 2018, 'AFM heeft ernstige twijfels of beheerders van beleggingsinstellingen in crypto's kunnen voldoen aan vergunningeisen'.

44. Te raadplegen via: [www.afm.nl](http://www.afm.nl), 'Professionals', 'Onderwerpen', 'Wwft'.

uitleg geven.<sup>45</sup> Verder zijn wij erg benieuwd waar de nu lopende evaluatie van de AIFM Richtlijn toe gaat leiden. We verwachten dat de AIFM Richtlijn zeker op een aantal plekken zal worden aangescherpt, maar een volledig herziene richtlijn, oftewel een 'AIFMD II', ligt wat ons betreft niet in de lijn der verwachting gezien het beperkt aantal onderwerpen waarop de evaluatie zich richt. En dan staat de onzekere invulling van Brexit ook nog voor de deur. De komende vijf jaren valt er dus nog genoeg te beleven met de AIFM Richtlijn.

---

45. Zie hierover C.J. Groffen, 'Rondom het nieuws – Grensoverschrijdende distributie van beleggingsfondsen gemakkelijker', *FR* 2018, nr. 7, p. 378-380.