

# Consultatie implementatie van de Richtlijn 2011/61/EG inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen

Aan: Ministerie van Financiën

Datum: 29 september 2011

Van: Loyens & Loeff N.V.

---

Dit memorandum bevat onze reactie op het voorontwerp van het wetsvoorstel (hierna: het **Wetsvoorstel**) ter implementatie van de Richtlijn 2011/61/EG inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van Richtlijnen 2003/41/EG en 2009/65/EG en van Verordeningen 1060/2009 en 1095/2010 (PbEU L 174) (hierna: de **AIFMD**).

Wij zullen hieronder allereerst een aantal hoofdpunten aanduiden dat ons is opgevallen in het Wetsvoorstel. Daarna volgt een overzicht van een aantal meer technische opmerkingen ten aanzien van het Wetsvoorstel.

In Bijlage 1 treft u enkele fiscale opmerkingen respectievelijk aanbevelingen ten aanzien van het Wetsvoorstel.

Deze reactie is voorbereid door de volgende personen die graag bereid en beschikbaar zijn om zo nodig de commentaarpunten nader toe te lichten:

Naam/expertise	Telefoonnummer	E-mailadres
Kitty Lieverse (bank- en effectenrecht)	020 578 5755	kitty.lieverse@loyensloeff.com
Mark van Dam (fondsenpraktijk, ondernemingsrecht)	020 578 5460	mark.van.dam@loyensloeff.com
Aleid Doodeheefver (fondsenpraktijk, bank- en effectenrecht)	020 578 5430	aleid.doodeheefver@loyensloeff.com
Merel de Planque (fondsenpraktijk, bank- en effectenrecht)	020 578 5204	merel.de.planque@loyensloeff.com
Joyce Kerkvliet (fondsenpraktijk, bank- en effectenrecht)	020 578 5376	joyce.kerkvliet@loyensloeff.com
Dennis Langkemper (fondsenpraktijk, fiscaal recht)	020 578 5630	dennis.langkemper@loyensloeff.com

## Samenvatting van hoofdpunten

### (i) Fundraising; Nederlands nationaal regime is te beperkt

De AIFMD biedt een geharmoniseerde regeling voor het aanbieden van alternatieve beleggingsinstellingen (**ABIs** en elk een **ABI**) in Europa. Op dit moment, voorafgaand aan de implementatie van de AIFMD, zijn marktpartijen die deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen (niet zijnde instellingen voor collectieve belegging in effecten, **ICBEs**) willen aanbieden aangewezen op het nationale regime van de jurisdictie waarin een ABI wordt aangeboden. In de praktijk zijn voor Nederland de volgende uitzonderingen of vrijstellingen op de vergunningplicht uit hoofde van artikel 2:65 Wet op het financieel toezicht (**Wft**) (hierna: het **NL plaatsingsregime**) het meest relevant:

- een aanbod aan gekwalificeerde beleggers;
- een aanbod aan minder dan 100 Nederlandse beleggers;
- een aanbod waarbij de inleg per belegger ten minste EUR 50.000 (per 1 januari 2012: EUR 100.000) bedraagt.

Daarnaast geldt voor partijen die in hun eigen land onder adequaat toezicht staan (en dat geldt voor retailfondsen uit Frankrijk, Guernsey, Ierland, Jersey, Luxemburg, Malta, het Verenigd Koninkrijk, Noord Ierland en de VS (voor zover SEC gereguleerd)), dat zij zonder Nederlandse vergunning ook in Nederland mogen worden aangeboden.

Uit het Wetsvoorstel volgt dat het NL plaatsingsregime met ingang van de implementatie van de AIFMD uitsluitend zal bestaan uit de laatste categorie, de aangewezen staten regeling. Dit volgt uit de combinatie van artikel 2:65 en 2:66a Wft.

Ten eerste houdt het bereikte Europese compromis over de derde landen regeling in dat EU investeerders tot (ongeveer) 2018 toegang houden tot niet Europese managers op basis van de nationale plaatsingsregimes. Voor deze derde landen managers is immers nog geen paspoort beschikbaar. Tegen deze achtergrond zou het o.i. onredelijk zijn dat -zoals voorgesteld- grote Nederlandse investeerders, zoals pensioenfondsen en andere gekwalificeerde beleggers, de toegang tot derde landen managers (met slechts een uitzondering voor Amerikaanse, SEC geregistreerde, fondsen) verliezen. Op dit moment kunnen deze fondsen immers onder het NL plaatsingsregime (met een passende *selling restriction*) onbeperkt worden aangeboden.

Ten tweede zou het beperken van het NL plaatsingsregime, zoals voorgesteld, kleinere managers (i.e., de managers die onder de drempelvrijstelling vallen zoals bedoeld in artikel 2:66a Wft), vrijwel geheel de toegang ontnemen tot (lokale) afzetmarkten. De gedachte bij de drempelvrijstelling van de AIFMD is juist dat deze kleinere managers geacht worden geen systeemrisico te vormen. Dit rechtvaardigt dat kleinere managers niet zijn onderworpen aan AIFMD compliance en dat zij hun ABIs mogen blijven aanbieden in Europa met inachtneming van nationale plaatsingsregimes. Als alle lidstaten de bestaande nationale plaatsingsregimes zouden beperken zoals voorgesteld in het Wetsvoorstel, zouden kleinere managers wat betreft hun Europese fundraising materieel zijn aangewezen tot vrijwillige onderwerping aan de AIFMD. En dat is nu juist niet de bedoeling. Volledigheidshalve wijzen wij er in dit verband op dat de vrijstelling van artikel 2:66a Wft beperkt is tot Nederlandse beheerders (buitenlandse kleine managers kunnen hiervan dus niet profiteren). Nederlandse managers die onder de drempelvrijstelling zouden blijven (het gaat hier overigens om een aanzienlijk aantal Nederlandse

fondsen dat kapitaal verstrekt aan innovatieve ondernemingen) kunnen niet profiteren van toegang tot andere Europese markten als andere landen het Nederlandse voorbeeld waarbij het NL plaatsingsregime sterk wordt beperkt, zouden volgen.

Ten slotte merken wij op dat de aangewezen staten regeling, zoals thans geformuleerd in het Besluit aangewezen staten Wft, voor de alternatieve fondsindustrie in de praktijk vaak geen uitkomst biedt. Immers, het aangewezen staten beleid is niet van toepassing voor zover het betreft een aanbod van deelnemingsrechten in een ABI waar in de staat van herkomst van de ABI beperkingen aan zijn gesteld qua personen tot wie het aanbod is gericht (artikel 2 lid 2 Besluit aangewezen staten Wft). En dat laatste zal als regel voor veel ABIs juist het geval zijn; ABIs richten zich gewoonlijk tot uitsluitend gekwalificeerde beleggers. Hieruit blijkt dat de bij artikel 2:66 Wft gekozen aansluiting ook daarom vreemd is, omdat deze uitzondering in oorsprong bedoeld is geweest om toegang te bieden tot Nederland aan beleggingsinstellingen die in hun eigen land onderworpen waren aan toezicht dat gelijkwaardig werd geacht met het Nederlandse toezicht op beleggingsinstellingen. Dat is typisch niet het regime waar beleggingsinstellingen onder vallen die juist zijn uitgezonderd van toezicht omdat zij hun aanbod beperken tot gekwalificeerde beleggers.

### ***Aanbeveling***

**Ons voorstel is dat op basis van het Wetsvoorstel toegang tot de Nederlandse markt op basis van een NL plaatsingsregime mogelijk moet zijn en blijven voor derde landen managers (in elk geval tot ongeveer 2018) en kleinere managers - ongeacht of dit Nederlandse of buitenlandse beheerders betreft - voor zover zij zich uitsluitend richten tot professionele cliënten (en/of tot minder dan 100 Nederlandse beleggers en/of de deelnemingsrechten in ABIs alleen worden aangeboden in denominaties van ten minste EUR 100.000 of een inleg per belegger van ten minste EUR 100.000). Dit is van belang voor Nederlandse institutionele investeerders en voor (Nederlandse) fund-of-fund beheerders. Ook de portefeuille ondernemingen van ABIs profiteren hiervan omdat een grotere (kapitaal)markttoegang voor beheerders de beschikbaarheid van kapitaal voor investeringen verbetert.**

### **(ii) Fundraising; het aanbieden van ABIs als bedoeld in artikel 2:65 Wft**

In de verbodsbepaling van artikel 2:65 Wft wordt aangehaakt bij het *aanbieden* van deelnemingsrechten in Nederland, waartoe een aangepaste definitie van het begrip aanbieden wordt voorgesteld.

Wat daarbij echter niet is meegenomen, is de toevoeging dat de aanbieding moet zijn gedaan anders dan op initiatief van de belegger of beleggers zelf. Zie ook overweging 70 van de AIFMD: *'Deze Richtlijn mag geen invloed hebben op de huidige situatie, waarbij een professionele, in de Unie gevestigde belegger op eigen initiatief in een ABI kan beleggen, ongeacht de vestigingsplaats van de ABI-beheerder en/of de ABI'*. Het zou ten minste in de toelichting verduidelijkt dienen te worden dat met aanbieden (in Nederland) niet bedoeld is de situatie waarbij een beheerder of andere fondsenwerfer ten behoeve van een ABI wordt benaderd door een belegger, op initiatief van deze laatste.

In de praktijk komt het bij ABIs die zich typisch richten op professionele beleggers veelvuldig voor dat de beheerder van die ABIs, danwel hun medewerkers in (mede-) beleidsbepalende posities, "mee" investeren. Deze eis komt voort uit door professionele beleggers als regel geëiste paralleliteit

van belangen. De toelaatbaarheid hiervan kan op twee manieren worden onderbouwd: (i) een dergelijke participatie van bij de ABI betrokken medewerkers doet niet af aan het gegeven dat een dergelijke ABI heeft te gelden als een beleggingsinstelling die zich richt op professionele beleggers, dan wel (ii) een dergelijke participatie, gelet op de wijze van totstandkoming, is niet het gevolg van een *aanbieden* van deelnemingsrechten. Deze laatste interpretatie lijkt ons het meest voor de hand te liggen en het zou goed zijn als er ten behoeve van de praktijk duidelijkheid zou komen over de juistheid hiervan (bijvoorbeeld door een opmerking in de Memorie van Toelichting).

### **(iii) Vrije inrichting van de beheerorganisatie van de ABI-beheerder en van ABIs**

De structurering van ABIs is complex en wordt ingegeven door tal van factoren waaronder in het bijzonder belastingefficiëntie. Een optimale structuur voor ABIs dient de investeerders (en al diegenen ten behoeve van wie die investeerders op hun beurt optreden).

De AIFMD laat de inrichting van de beheerorganisatie van ABI-beheerders zo veel mogelijk over aan marktpartijen. Lidstaten dienen ervoor zorg te dragen dat elke ABI binnen de reikwijdte van de AIFMD één (enkele) ABI-beheerder heeft die verantwoordelijk is voor naleving van de AIFMD (zie artikel 5 lid 1 AIFMD). Als ABI-beheerder wordt dus aangemerkt de rechtspersoon die de verantwoordelijkheid op zich neemt om te voldoen aan de AIFMD. Deze daartoe aangewezen rechtspersoon - of, indien geen afzonderlijke rechtspersoon is aangewezen (en de structuur van de ABI intern beheer toestaat), de ABI zelf - moet, om in aanmerking te komen voor een vergunning, in elk geval verantwoordelijk zijn voor "portefeuillebeheer" en "risicobeheer". De ABI-beheerder behoeft deze werkzaamheden niet zelf te verrichten. Uitbesteding van taken op het terrein van portefeuillebeheer en risicobeheer is grotendeels toegestaan (met dien verstande dat de ABI-beheerder geen "*letter box entity*" mag worden) onder behoud van verantwoordelijkheid voor de ABI-beheerder en met inachtneming van de AIFMD.

Het Wetsvoorstel lijkt van een andere benadering uit te gaan en naar de feitelijke uitvoering van werkzaamheden te kijken, die dan bovendien te ruim zijn omschreven. Artikel 5 lid 1 van de AIFMD, althans het onderdeel dat de *verantwoordelijkheid* voor het portefeuillebeheer en risicobeheer tot uitdrukking brengt, is daarmee niet helder geïmplementeerd in het Wetsvoorstel. Immers, artikel 2:65 Wft haakt nu aan bij het begrip "*het beheren van een (...) beleggingsinstelling*" hetgeen is gedefinieerd als '*als beheerder uitvoeren van a. portefeuillebeheer en risicobeheer en b. werkzaamheden als administratie, aanbieden (...)*'. Hierbij kunnen twee kanttekeningen worden gemaakt. Het woord "uitvoeren" impliceert feitelijke uitvoering door de beheerder zelf. Zoals gezegd, de AIFMD stelt een dergelijke restrictie niet. Voorts is de omschrijving van de beheerswerkzaamheden te ruim gekozen, nu de AIFMD de positie van de ABI-beheerder reeds toekent aan degene die verantwoordelijk is voor portefeuillebeheer en risicobeheer.

#### ***Aanbeveling***

**Onze aanbeveling is dat de definitie van beheer van een beleggingsinstelling zoveel mogelijk aansluit bij de AIFMD, bijvoorbeeld als volgt: "beheren van een beleggingsinstelling: het als beheerder verrichten of laten verrichten van portefeuillebeheer en risicobeheer". Een andere mogelijkheid is dat de Toelichting op dit punt meer duidelijkheid brengt.**

**(iv) Nederlandse beheerders; de reikwijdte van de verbodsbepaling van artikel 2:65 Wft**

De verbodsbepaling van artikel 2:65 Wft ziet op het beheren van een Nederlandse beleggingsinstelling en het aanbieden van deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling in Nederland. De hiermee indirect aangeduide vergunningplicht ziet echter op de *Nederlandse* beheerder ongeacht of hij een Nederlandse of een niet Nederlandse beleggingsinstelling beheert (zie artikel 2:67 Wft en Hoofdstuk VI van de AIFMD). Er is geen reden op basis van de AIFMD om het verbod om zonder vergunning te beheren (en daarmee: de reikwijdte van de Nederlandse vergunning) te beperken tot *Nederlandse* beleggingsinstellingen.

**Aanbeveling**

**Wij zijn van mening dat dit onderdeel van artikel 2:65 Wft dan ook zou moeten luiden: “*Het is verboden als Nederlandse beheerder een beleggingsinstelling te beheren.*”**

**(v) Kleinere beheerders; de drempelvrijstelling van artikel 2:66a Wft en de opt-in mogelijkheid**

Artikel 3 van de AIFMD voorziet in een lichtere regeling voor kleinere beheerders, welke nader wordt uitgewerkt in artikel 2:66a Wft. Artikel 2:66a lid 1 Wft regelt dat de vergunningplicht van artikel 2:65 Wft niet geldt, op voorwaarde van aanmelding bij de AFM, voor een Nederlandse beheerder die (i) uitsluitend rechten van deelneming aanbiedt aan professionele beleggers, en (ii) die rechtstreeks of middellijk portefeuilles van beleggingsinstellingen beheert waarvan de totale waarde niet groter is dan EUR 100.000.000 of niet groter is dan EUR 500.000.000 in geval geen gebruik wordt gemaakt van hefboomfinanciering en de beheerde beleggingsinstellingen een closed-end karakter hebben. Deze wijze van implementatie leidt tot een aantal vraagpunten.

Allereerst kan in de toevoeging van het begrip ‘waarde’ in artikel 2:66a lid 1 sub a Wft een (onbedoelde?) beperking schuilen ten opzichte van de AIFMD waar slechts wordt gesproken van het ‘totaal van beheerde activa’. Niet duidelijk is wat wordt bedoeld met totaal van beheerde activa, nadere precisering volgt nog bij Level 2 regelgeving. Onze suggestie is om het begrip ‘waarde’ niet op te nemen in de wettekst, zodat de wet voldoende flexibel blijft om de nadere precisering van de Commissie, die zal aanknopen bij de richtlijntekst, op dit punt op te vangen.

In de drempelvrijstellingen wordt gesproken over een “substantiële rechtstreekse of middellijke deelneming (...)”. Dat begrip wordt niet nader gedefinieerd in de AIFMD. Bij de implementatie wordt aangeknoopt bij het begrip “gekwalificeerde deelneming”. “Gekwalificeerde deelneming” wordt wél gedefinieerd in de AIFMD, zij het in het kader van een deelneming van ten minste 10% in de ABI. Door het gebruik van een ander begrip (*substantive holding*) in artikel 3 van de AIFMD staat echter vast dat het op Europees niveau *niet* de bedoeling is geweest om in het kader van de vrijstellingen aan te knopen bij het begrip gekwalificeerde deelneming. Hiermee wordt de toets voor de drempelvrijstelling onnodig zwaar. Immers, er worden dan relatief meer *assets under management* meegeteld om tot het drempelbedrag te komen.

Op grond van de AIFMD wordt aan kleinere beheerders de mogelijkheid geboden om zich vrijwillig te onderwerpen aan AIFMD compliance (de **Opt-in**). De Opt-in zit enigszins verstopt in artikel 2:66a lid 4 Wft. Omdat vrijwillige onderwerping aan de AIFMD op grond van de AIFMD inhoudt dat deze

beheerders zich moeten onderwerpen aan alle vereisten van de AIFMD (de AIFMD voorziet niet in een lichte Opt-in variant), is het van het grootste belang dat het Wetsvoorstel niets meer of anders regelt dan de AIFMD. In dit verband wordt verwezen naar onze opmerkingen hieronder in “Deel 1 – Algemene Vereisten” (Voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening door ABI-beheerders) en het Jaarverslag (Transparantievoorschriften). Anders dan destijds bij de introductie van de vrijwillige ondertoezichtstelling werd gedaan, voorziet het Wetsvoorstel niet expliciet in de Opt-in mogelijkheid voor kleinere beheerders. Kennelijk is de gedachte dat deze mogelijkheid reeds voortvloeit uit artikel 2:67 Wft. Aangezien dit een wijziging inhoudt van het huidige beleid van de AFM (en overigens nemen wij aan dat de bedoeling zal zijn het Opt-in recht uitsluitend toe te kennen aan kleinere beheerders die onder de drempelvrijstelling vallen), zou het goed zijn als in ieder geval de Memorie van Toelichting de Opt-in mogelijkheid voor kleinere managers expliciet benoemt.

Voor overige opmerkingen over de drempelvrijstelling wordt ook verwezen naar onze opmerkingen in paragraaf (i) omtrent de toegang tot Nederland van buitenlandse beheerders.

#### ***Aanbeveling***

**In artikel 2:66a lid 1 sub a Wft dient de verwijzing naar “totale waarde” te vervallen.**

**Een met artikel 2:66 Wft vergelijkbare regeling zou moeten gelden voor (andere) Europese beheerders.**

**De uitzondering op de vergunningplicht dient te worden gekoppeld aan een uitzondering of vrijstelling van het doorlopende toezicht.**

#### **(vi) Afbakening beheren van een beleggingsinstelling en het verlenen van beleggingsdiensten**

Op grond van het tweede lid van artikel 2:67a Wft is het een beheerder - naast het beheer van beleggingsinstellingen - ook toegestaan om individueel vermogensbeheer te verrichten, te adviseren over rechten van deelneming, bewaring en administratie van rechten van deelneming te verrichten en om orders met betrekking tot financiële instrumenten door te geven.

Wij vragen ons af hoe deze bepaling zich verhoudt met artikel 2:97 lid 4 Wft, op basis waarvan uitsluitend beheerders die een door de AFM verleende vergunning hebben mogen adviseren over rechten van deelneming.

Ook kan de vraag worden gesteld naar de afbakening met artikel 1:19 Wft dat alleen betrekking heeft op inkoop en verkoop van deelnemingsrechten en (dus) niet op het geven van advies.

Voorts kan het volgende worden opgemerkt. Waar de AIFMD spreekt over “beleggingsadvies”, wordt in artikel 2:67a lid 2 sub b Wft gerefereerd aan het adviseren over rechten van deelneming. De vraag is of deze bepaling daarmee niet te beperkt wordt geïmplementeerd. Artikel 6 lid 5 sub b AIFMD stelt dat de genoemde nevendiensten niet mogen worden verricht als de beheerder niet geautoriseerd is tot individueel vermogensbeheer. Uit de Memorie van Toelichting (p.117) volgt dat de bedoeling is geweest om dit te implementeren middels een (tussen) zin in artikel 2:67a lid 3 Wft, die luidt: “naast de activiteiten als bedoeld in het eerste lid”. In de tekst van het Wetsvoorstel zelf is deze zin echter niet opgenomen. Bovendien lijkt deze zin niet het

beoogde doel te dienen, aangezien er daarmee zou worden terugverwezen naar het geautoriseerd zijn tot collectief vermogensbeheer, terwijl het hier gaat om individueel vermogensbeheer.

In zijn algemeenheid lijkt de implementatie van de toegestane beleggingsdiensten voor beheerders van beleggingsinstellingen nog eens goed onder de loep te moeten worden genomen; zie ook onze opmerking hierboven ten aanzien van de definitie “beheren van beleggingsinstellingen”. Duidelijk moet worden gesteld: (i) welke activiteiten de beheerder minimaal moet verrichten, (ii) welke aanvullende activiteiten er op vrijwillige basis additioneel mogen worden verricht en (iii) welke beleggingsdiensten er mogen worden verricht - een en ander met inachtneming van de diverse regels omtrent het combineren van deze regels, zoals primair gecodificeerd in artikel 6 AIFMD. Dit in samenhang met de voorgestelde wijziging van artikel 2:97 Wft, waarvan bijvoorbeeld de vraag rijst of de implementatie hier niet te breed is nu *brokerage* en advisering onder de Richtlijn alleen zijn toegestaan als het ook is toegestaan om individueel vermogensbeheerdiensten te verlenen.

#### **Aanbeveling**

**De afbakening tussen 1:19, 2:67a en 2:97 lid 4 Wft dient nader te worden bekeken, met het oog op de juiste implementatie van artikel 6 AIFMD.**

#### **(vii) Bewaarder**

Artikel 4:37h Wft implementeert artikel 21 AIFMD en luidt: “*Een Nederlandse beheerder van een beleggingsinstelling treft maatregelen opdat de activa van een door hem beheerde beleggingsinstelling ten behoeve van de deelnemers worden bewaard door een onafhankelijke bewaarder die rechtspersoon is*”. Artikel 21 AIFMD luidt: “*De beheerder zorgt ervoor dat voor elke door hem beheerde beleggingsinstelling één individuele bewaarder wordt benoemd*”.

Over deze implementatie kan een aantal opmerkingen worden gemaakt.

#### **Bewaarneming**

Aangezien het Wetsvoorstel niet regelt hoe de bewaring van activa dient te geschieden (dit zal op basis van nadere Level 2 regelgeving worden uitgewerkt bij Algemene Maatregel van Bestuur), is verwarrend in het Wetsvoorstel te spreken over ‘in bewaringneming’ door de bewaarder. Voor closed-end ABIs zal immers van wat gewoonlijk onder in bewaringneming wordt verstaan geen sprake zijn. Om die reden stellen wij voor niet verder te gaan dan de AIFMD voorschrijft namelijk dat ervoor wordt zorg gedragen dat ten aanzien van elke ABI een bewaarder wordt benoemd.

#### **Bewaarder**

Artikel 4:37j Wft strekt ter implementatie van artikel 21 lid 3 AIFMD. De AIFMD biedt lidstaten de mogelijkheid om bij bepaalde specifieke soorten beleggingsinstellingen een andersoortige instelling de taken van de bewaarder te laten uitvoeren. Het gaat om beleggingsinstellingen die minstens vijf jaar closed-end zijn, of beleggingsinstellingen die in het algemeen niet beleggen in activa die in bewaring moeten worden gegeven (vastgoed), of beleggingsinstellingen die over het algemeen beleggen in ondernemingen met als doel om controle te verwerven (private equity). Volgens artikel 4:37j lid 2 Wft worden bij AMvB regels gesteld ten behoeve van de mogelijkheid van een andersoortige instelling de taken van de bewaarder voor deze beleggingsinstellingen te laten uitvoeren. In de praktijk is het gebruikelijk dat bij de hier bedoelde closed-end fondsen onder bijzondere omstandigheden

(bijvoorbeeld als door middel van de deelneming aan het fonds bepaalde wetgeving wordt overtreden door de belegger, zoals ERISA) een belegger mag uittreden. Ten behoeve van deze praktijk lijkt het ons dienstig dat wordt verduidelijkt (bijvoorbeeld in de Memorie van Toelichting) dat een dergelijke uittredingsmogelijkheid niet in de weg staat aan het hier bedoelde closed-end karakter.

#### *Vermogensscheiding en subfondsen; opt-in vermogensscheiding (sub)fondsen*

In dit verband kan worden opgemerkt dat naar huidig recht (via artikel 4:42 Wft) beoogd is dat vermogensscheiding wordt bewerkstelligd tussen de activa van het fonds en het (overige) vermogen van een beheerder. Deze bepaling komt, als wij het goed zien, te vervallen (evenals de regeling omtrent vermogensscheiding voor subfondsen), hetgeen in de systematiek van de AIFM juist is. Omdat artikel 4:37h Wft de geldende regel wordt voor alle beleggingsinstellingen niet zijnde ICBEs, dat wil zeggen ook voor retail beleggingsinstellingen, kan worden geconstateerd dat op dit punt de bescherming van retail beleggers mogelijk afneemt. Wij vragen ons af of dit de bedoeling van de wetgever is. In het verlengde van deze opmerking zouden wij voorstellen dat de huidige regeling ter zake van vermogensscheiding inclusief de regeling voor een afgescheiden vermogen voor subfondsen als een opt-in mogelijkheid in de Nederlandse wetgeving (artikel 1:13 Wft) wordt gehandhaafd, (ook) voor ABIs die zich uitsluitend richten tot professionele beleggers. De door de AIFMD gestelde maximumharmonisatie staat hieraan niet in de weg, nu de AIFMD op dit punt geen regeling voorschrijft.

#### *Aansprakelijkheid*

Volgens de AIFMD is de bewaarder aansprakelijk ten opzichte van degene voor wie hij bewaart, dat zijn dus de beleggingsinstelling en de deelnemers (artikel 21 lid 12 AIFMD). Deze regel volgt, aldus de Memorie van Toelichting, al uit artikel 6:74 BW, waarin de schadevergoedingsplicht voor toerekenbare tekortkomingen is geregeld. Daarmee is echter nog niet de in de AIFMD voorziene risico-aansprakelijkheid van de bewaarder geregeld, die immers uit de wet zou moeten voortvloeien (artikel 6:75 BW). Deze hier bedoelde strikte aansprakelijkheid is in artikel 4:37i Wft wel overgenomen voor de situatie waar de bewaarder werkzaamheden heeft uitbesteed (artikel 21 lid 13 AIFMD).

#### *Rechtsvorm*

In artikel 2:68 Wft wordt een verwijzing opgenomen naar de voorgeschreven rechtsvorm conform artikel 4:37h lid 1 Wft. In laatstgenoemde artikel is het vereiste opgenomen dat de bewaarder van een beleggingsinstelling een rechtspersoon dient te zijn. De AIFMD stelt geen vereiste van rechtspersoonlijkheid aan de bewaarder, dit vereiste zou dan ook moeten worden doorgehaald. Dit argument wordt gesteund door overweging 34 van de AIFMD waarin is bepaald dat voor ABIs die overeenkomstig hun kernbeleggingsbeleid over het algemeen niet beleggen in activa die in bewaring moeten worden genomen, een notaris, een advocaat, een administrateur of een andere entiteit mag worden aangesteld om bewaardertaken te vervullen.

#### *Overige opmerkingen*

- het vereiste dat voor elke beleggingsinstelling “één individuele bewaarder wordt benoemd”, komt niet terug in de tekst van artikel 4:37h Wft.
- tussen sub a en b van artikel 4:37j lid 2 Wft zou het woordje ‘en’ moeten worden opgenomen, nu het cumulatieve vereisten betreft.

#### ***Aanbeveling***

**De Nederlandse regeling voor de bewaarder wijkt op een aantal punten af van de AIFMD. Onze aanbeveling is dat de regeling omtrent de bewaarder zoveel mogelijk aansluit bij de AIFMD. Ten slotte denken wij dat de praktijk gebaat zou zijn bij een opt-in regeling voor vermogensscheiding van (sub)fondsen.**



#### **(viii) Beheerders van ABIs die zich richten tot retail beleggers**

De door de Nederlandse wetgever gekozen wijze van implementatie betekent dat alle niet ICBE-fondsen onder het AIFMD-regime worden geplaatst, met een top-up voor fondsen die zich niet (uitsluitend) richten tot professionele beleggers (artikel 4:37q Wft). Daarbij zouden de ICBE-eisen bepalend zijn. Pagina 67 van de Memorie van Toelichting stelt in dit verband dat het uitgangspunt bij de omzetting van de AIFMD is dat een gelijkwaardige beleggersbescherming als bij ICBEs wordt beoogd. Alleen de regels die van belang zijn voor beleggersbescherming worden van toepassing, de regels met betrekking tot het beleggingsbeleid niet. Op deze manier wordt een level playing field geborgd tussen ICBEs en niet-ICBEs wanneer deze zich beide richten op retailbeleggers, aldus de Memorie van Toelichting.

Hierbij moet een kanttekening worden geplaatst. Voor ABIs en ICBE geldt dat wordt voorzien in distributierechten binnen Europa op basis van het paspoort. Van een dergelijk paspoort is voor beheerders die zich richten op retail beleggers geen sprake. Van een level playing field is dan ook geen sprake en daarmee ontbreekt naar onze mening de rechtvaardiging om deze nationale retailfondsen aan extra eisen te onderwerpen, in vergelijking met de huidige situatie.

#### **(ix) Afbakening ondernemen en beleggen**

Artikel 1:13a van het Wetsvoorstel bevat de opsommingen van typen instellingen waarvan het beheer niet wordt gereguleerd door de AIFMD. Voor het begrip “holdings” alsook “instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening” wordt terugverwezen naar een artikel in de Richtlijn en is overigens de verwijzing voor “instellingen voor bedrijfspensioenvoorziening” te beperkt. Gezien de relevantie voor de praktijk, met name eerstgenoemd begrip, lijkt het noodzakelijk deze begrippen ook in de wet zelf uit te schrijven en hiervoor niet terug te moeten zoeken in de Richtlijn.

In de Memorie van Toelichting wordt in dit verband opgemerkt dat de Beleidsregel ondernemen of beleggen van de AFM, waarin wordt ingegaan op de vraag wanneer er sprake is van ondernemen dan wel van beleggen, naar aanleiding van de Richtlijn zal worden aangepast. Wij vragen ons af wat daar in wordt aangepast, nu de AIFMD en het Wetsvoorstel beiden op dit punt in beginsel geen implementatievrijheid bieden.<sup>1</sup>

#### **(x) Uitwerking bij AMvB of toezichthouderregels**

Op diverse plaatsen in het Wetsvoorstel wordt aangegeven dat een nadere uitwerking volgt bij Algemene Maatregel van Bestuur of door de toezichthouder. Voor de praktijk en de (tijdige) voorbereiding door marktpartijen op de implementatie is het lastig dat deze nadere uitwerking pas later beschikbaar komt. In ieder geval zou het streven erop gericht moeten zijn dat juist deze nadere uitwerkingen, die erg belangrijk zijn voor de

---

<sup>1</sup> Ter overweging wordt meegegeven om de Beleidsregel Actief zijn in Nederland van de AFM (06-14) tevens aan te passen zodat bij de beantwoording van de vraag of een buiten Nederland gevestigde beheerder of een beleggingsinstelling in Nederland rechten van deelneming in een beleggingsinstelling aanbiedt niet langer wordt beoordeeld aan de hand van het aanbieden middels een website nu dit in beginsel is toegestaan via artikel 1:16 Wft jo. artikel 3:15 d BW als dienst van de informatiemaatschappij.

voorbereidingswerkzaamheden, zo spoedig mogelijk beschikbaar komen. Voorts is de markt erbij gebaat als reeds thans (in de Memorie van Toelichting bijvoorbeeld) helderheid wordt gegeven over de uitwerking waar de markt op mag rekenen.

Bijvoorbeeld:

- De asset stripping bepaling van artikel 4:37w Wft wordt uitgewerkt in lagere regelgeving.
- De definitie van hefboomfinanciering verwijst naar de “vergroting van de positie van een beleggingsinstelling”. DNB kan ter zake op grond van artikel 3:18b Wft bovengrenzen stellen en ook andere beperkingen opleggen indien dit nodig wordt geacht ten behoeve van de stabiliteit van het financiële stelsel. Deze regels kunnen niet afdoen aan het uitgangspunt dat de hefboomfinancieringstoets dient te worden uitgevoerd op het niveau van het fonds en geen betrekking heeft op vreemd vermogen dat wordt aangetrokken op het niveau van de portefeuille ondernemingen en ook geen betrekking heeft op incidentele leningen die niet bedoeld zijn om de positie van het fonds te vergroten. Het zou goed zijn als dit uitgangspunt ook in de Memorie van Toelichting wordt verduidelijkt.
- De voorschriften welke partij bewaarder kan zijn van een private equity fonds zijn van groot belang voor de praktijk. Het zou dus goed zijn als er snel duidelijkheid komt over de partijen die aangewezen kunnen worden krachtens artikel 4:37j lid 2 Wft. Het verdient aanbeveling dat bijvoorbeeld vergunninghoudende trustkantoren daaronder zullen vallen. De vermelding op pagina 139 van de Memorie van Toelichting (inhoudende dat in de AMvB regels “in ieder geval” zal worden bepaald datgene wat door de AIFMD wordt aangeduid in artikel 21 lid 3 AIFMD geeft aanleiding tot de zorg dat bij AMvB (ook) andere restricties zouden worden opgenomen, hetgeen niet wenselijk zou zijn.

**(xi) Overgangsbepalingen voor retail (en vrijwillige onder toezicht gestelde) beheerders**

De overgangsbepalingen van het Wetsvoorstel faciliteren de marktpartijen die voorheen waren vrijgesteld van de vergunningplicht van artikel 2:65 Wft. Deze overgangsbepalingen lijken niet geschikt voor marktpartijen aan wie reeds een vergunning is verleend of die reeds onder toezicht staan door middel van de vrijwillige ondertoezichtstelling. Omdat ook deze marktpartijen en hun fondsen worden geraakt door het Wetsvoorstel, stellen wij voor dat het Wetsvoorstel ook een overgangsbepaling voor deze partijen zal bevatten. Deze overgangsbepaling zou de strekking moeten hebben dat het beheren voorzover dat ziet op bestaande fondsen, alsmede de inrichting en voorwaarden van bestaande fondsen niet geraakt worden door het Wetsvoorstel.

\*\*\*

## Reactie per deelonderwerp van de AIFMD

Onderwerp	Regeling Wetsvoorstel	Opmerkingen, vragen en/of aanbevelingen
<b>ALGEMENE BEPALINGEN</b>		
<b>Definities</b>	In artikel 1:1 Wft wordt het begrip beheerder van een beleggingsinstelling omschreven.	Vergeten lijkt de definitie van “financiële onderneming” (sub a) ook aan te passen aldus dat “beheerder” wordt vervangen door “beheerder van een beleggingsinstelling”. Het begrip “beheerder” bestaat op zich staand niet meer in het Wetsvoorstel.
<b>VERGUNNINGVERLENING AAN ABI-BEHEERDERS</b>		
<b>Voorwaarden voor toegang tot de werkzaamheden van ABI-beheerder</b>	Artikel 2:65 Wft: gesteld wordt dat het tweede, derde en vierde lid van dit artikel komen te vervallen.	Artikel 2:65 Wft kent echter geen lid 4.
	Lid 4 van artikel 2:66a Wft vormt de grondslag voor de opt-in mogelijkheid. Dit is zo geformuleerd dat de diverse informatieverplichtingen die gelden in het geval van een vrijstelling, niet gelden als de beheerder in het bezit is van een vergunning.	Ter overweging wordt mee gegeven om ook meer expliciet te bepalen dat er een opt-in mogelijkheid bestaat.
<b>Voorwaarden voor de verlening van een vergunning</b>	Artikel 2:67 lid 1 sub d en i en artikel 2:68 lid 1 sub d en i Wft verwijzen naar een bepaalde vereiste rechtsvorm danwel via artikel 4:37c en 4:37h naar het vereiste van rechtspersoonlijkheid van de beheerder respectievelijk de bewaarder.	De AIFMD stelt geen eisen aan de rechtsvorm van een beheerder of bewaarder. Waarschijnlijk is bedoeld te verwijzen naar de vereiste rechtspersoonlijkheid voor wat betreft de beheerder. Voor de bewaarder stelt de AIFMD geen vereiste van rechtspersoonlijkheid, dit wordt tevens ondersteund door het feit dat voor ABIs die overeenkomstig hun kernbeleggingsbeleid over het algemeen niet beleggen in activa die in bewaring moeten worden genomen, een notaris, een

Onderwerp	Regeling Wetsvoorstel	Opmerkingen, vragen en/of aanbevelingen
		advocaat, een administrateur of een andere entiteit mag worden aangesteld om bewaardertaken te vervullen.
	Bij de vergunningeisen wordt verwezen naar artikel 4:37c Wft waarin wordt geëist dat een Nederlandse beheerder zijn hoofdkantoor heeft in Nederland en ten minste twee bestuurders moet hebben.	Het zou goed zijn als in de Memorie van Toelichting wordt verduidelijkt dat hiermee niet wordt geëist dat deze twee bestuurders in Nederland wonen.
	Artikel 2:67 lid 2 Wft bepaalt dat ingeval een gekwalificeerde deelneming wordt gehouden in de beheerder van een beleggingsinstelling de AFM een vergunning verleent, indien de houder van de gekwalificeerde deelneming in de beheerder door de AFM <i>geschikt</i> is bevonden. Die geschiktheideis vloeit voort uit artikel 8 lid 1 AIFMD. Daaruit volgt dat de bevoegde autoriteiten geen vergunning verlenen, indien zij gelet op de noodzaak van een gezonde en prudente bedrijfsvoering van de betrokken beheerder waarin wordt deelgenomen, niet overtuigd zijn van de <i>geschiktheid</i> van de houder van een gekwalificeerde deelneming.	De term “geschikt” in dit kader is echter verwarrend, nu hiermee elders in het Wetsvoorstel al vooruit wordt gelopen op de introductie van geschiktheid van (mede-)beleidsbepalers waarmee wordt bedoeld op hetgeen in de huidige Wft wordt aangeduid als de deskundigheidseis (zie de artikelen 2:67, 2:68 en 2:69c leden 1 sub a Wft). De aanbeveling is om de term “geschikt” te vervangen door “betrouwbaar”.
	Artikel 4:37d Wft implementeert artikel 5 lid 2 en 3 AIFMD. Het is de beheerder toegestaan zijn werkzaamheden uit te besteden, zodat een derde partij namens de beheerder voldoet aan de relevante regelgeving. Indien een beheerder van mening is dat hij niet meer in staat is om te waarborgen dat die derde partij namens hem aan de regelgeving voldoet moet de beheerder dit op grond van het eerste lid melden aan de AFM.	De verwijzing naar “hij” is onduidelijk. Suggestie ter verduidelijking is om de tekst van het eerste lid van dit artikel, waar dat nu leest “meldt hij dit onverwijld”, te wijzigen in “meldt de beheerder dit onverwijld”.
<b>VOORWAARDEN VOOR DE BEDRIJFSUITOEFENING DOOR ABI-BEHEERDERS</b>		
<b>Deel 1 - Algemene vereisten</b>		

Onderwerp	Regeling Wetsvoorstel	Opmerkingen, vragen en/of aanbevelingen
<b>Algemene beginselen</b>	Voor veel bepalingen in deel 4 Wft geldt dat wij ons afvragen of deze, ten gevolge van het gegeven dat de wetgever (kennelijk) zoveel mogelijk aansluiting zoekt bij bestaande bepalingen van de Wft niet verderstrekkend zijn dan de AIFMD. Als voorbeeld noemen wij artikel 4:37e Wft. Dit artikel implementeert artikel 12 AIFMD en stelt een aantal algemene eisen waaraan een beheerder moet voldoen.	Door de “vertaalslag” die de wetgever maakt bij de implementatie worden echter enerzijds eisen gesteld die zijn terug te voeren op de AIFMD (zoals de eis dat een beheerder zijn werkzaamheden “onafhankelijk” moet uitvoeren) en anderzijds worden nuances die de AIFMD stelt ten onrechte niet overgenomen. Ten onrechte is (bijvoorbeeld) niet opgenomen de nuance “ <i>geen enkele belegger in een ABI mag een voorkeursbehandeling ten deel vallen, tenzij deze voorkeursbehandeling in het reglement of de statuten van de ABI in kwestie wordt vermeld</i> ”. Om dergelijke afwijkingen te voorkomen is onze aanbeveling om veel meer letterlijk dan thans is gedaan de AIFMD eisen om te zetten naar de Nederlandse wetgeving.
<b>Deel 2 - Organisatorische voorschriften</b>		
<b>Algemene beginselen</b>	Artikel 3:88 en 4:27 Wft leggen verplichtingen op aan de accountant van een beheerder.	De AIFMD geeft geen basis voor deze verplichting. De Memorie van Toelichting bij het Wetsvoorstel stelt dat nu de AIFMD alleen maximumharmonisatie eist met betrekking tot beheerders, aan de accountant deze meldingsverplichtingen kunnen worden opgelegd. Deze meldingsplicht en daarmee taakuitbreiding van de accountant zou echter kunnen leiden tot een lastenverzwaring voor Nederlandse beheerders.
<b>TRANSPARANTIEVOORSCHRIFTEN</b>		
<b>Jaarverslag</b>	Artikel 4:37p Wft bevat regels ten aanzien van de jaarrekening en het jaarverslag. Uit de AIFMD (artikel 22 lid 1) volgt dat de jaarrekening en het jaarverslag uiterlijk zes maanden na afloop van elk boekjaar aan	Van deze mogelijkheid is gebruik gemaakt en gekozen is voor een termijn van vier maanden na afloop van het boekjaar. Dit betekent voor veel partijen een striktere regel dan noodzakelijk.

Onderwerp	Regeling Wetsvoorstel	Opmerkingen, vragen en/of aanbevelingen
	de toezichthoudende instantie moeten worden verstrekt. Uit overweging 48 blijkt dat lidstaten een kortere termijn mogen hanteren.	Suggestie is om de termijn dan ook op zes maanden te stellen, temeer nu beheerders die onder de reikwijdte van de Transparantierichtlijn vallen toch al moeten voldoen aan de termijn van vier maanden. Dit is te meer verstandig omdat in veel gevallen waar de ABI een private equity of venture capital fonds is de kwaliteit van de jaarcijfers van een fonds omhoog zal gaan als ook de jaarcijfers van portefeuille ondernemingen beschikbaar zijn. Aangezien voor deze portefeuille ondernemingen in beginsel de gewone wettelijke regels gelden zijn die jaarcijfers vaak niet finaal binnen 4 maanden.
<b>Waarderingen</b>	Artikel 4:37l Wft betreft, onder andere, regels met betrekking tot de waardering van activa van een beleggingsinstelling en de berekening van de intrinsieke waarde van aandelen of eenheden in een beleggingsinstelling.	Het verdient aanbeveling in de uitvoerende nadere regelgeving rekening te houden met het feit dat bij veel closed-end private equity fondsen die uitsluitend illiquide investeringen hebben, opbrengsten verdeeld worden op basis van cash (en niet op basis van winst, laat staan op basis van ongerealiseerde winst) en dus waarderingen niet relevant zijn voor de economische gerechtigheid (behoudens bij distributies in specie).
<b>Informatieverschaffing aan investeerders</b>	Artikel 4:37m Wft vereist het verschaffen van informatie aan beleggers voordat zij rechten verwerven. Lid 2 vereist dat deze informatie geactualiseerd wordt zodra daartoe aanleiding bestaat.	Dit artikel lijkt te zien op de huidige prospectusplicht voor open-end beleggingsinstellingen en zou derhalve uitsluitend van toepassing moeten zijn op beheerders van beleggingsinstellingen voor zover deze worden aangeboden aan niet-professionele beleggers. De AIFMD bevat immers geen generieke plicht tot actualisering (de AIFMD bevat de verplichting tot kennisgeving van materiële wijzigingen van reeds aan beleggers verstrekte informatie). Voor beheerders van beleggingsinstellingen die worden aangeboden zou uitsluitend artikel 4:37n Wft moeten gelden.

Onderwerp	Regeling Wetsvoorstel	Opmerkingen, vragen en/of aanbevelingen
	<p>Artikel 4:37u Wft eist dat het beleid met betrekking tot communicatie van de niet beursgenoteerde uitgevende instelling beschikbaar moet worden gemaakt.</p>	<p>Het is van belang hier toe te voegen (zoals dit is bepaald in de AIFMD) dat het hier met name gaat om communicatie “as regards employees”. Het ligt in de lijn der verwachting dat voor veel niet beursgenoteerde bedrijven het beleid is te voldoen aan de informatieverplichtingen van de medezeggenschapswetgeving (Wet op de ondernemingsraden), zonder dat er verder sprake zal zijn van een specifiek communicatiebeleid al dan niet naar werknemers toe.</p>
	<p>Artikel 4:37u Wft eist dat bij het verwerven van controle mededeling gedaan wordt van de opvattingen van de beleggingsinstelling omtrent de toekomstige activiteiten van de instelling en de te verwachten gevolgen voor het in dienst houden van de werknemers en bestuurders van de instelling, inclusief belangrijke wijzigingen in het beloningsbeleid.</p>	<p>Artikel 28 lid 4 van de AIFMD vraagt om informatie “of its intentions with regard to the future business of the non-listed company and the likely repercussions on employment, including any material change to the conditions of employment.” Er is een aantal verschillen tussen de voorgestelde tekst van de Wft en de AIFMD:</p> <p>(a) Het Wetsvoorstel spreekt van “opvattingen” en de AIFMD van “intenties”. Intenties betreffen de plannen met de betreffende onderneming, en niet in bredere zin de opvattingen – ook al zullen die opvattingen vaak een invloed hebben op de intenties. Intenties is echter iets beperkter.</p> <p>(b) het Wetsvoorstel spreekt van de opvattingen over de <u>toekomstige activiteiten</u> terwijl de AIFMD spreekt over de intenties “with regard to the future business”. Vermoedelijk was het niet de bedoeling van de AIFMD om de informatie te beperken tot de <u>activiteiten</u> van de niet genoteerde onderneming. Het ligt eerder voor de hand dat de bedoeling was om de intenties met betrekking tot de onderneming van de niet genoteerde instelling te laten verstrekken, juist ook omdat bij voorbeeld informatie</p>

Onderwerp	Regeling Wetsvoorstel	Opmerkingen, vragen en/of aanbevelingen
		over de financiering van de activiteiten relevant kan zijn.
	In artikel 2:66a lid 2 Wft zijn de periodieke informatieverplichtingen voor vrijgestelde beheerders gecodificeerd.	Waar de AIFMD bij elk sub-onderwerp een zekere nuancering aanbrengt in de zin dat het moet gaan om “main” financiële instrumenten waarin wordt gehandeld en “principal” risicoposities en “most important” concentrations van beleggingsinstellingen, doet de voorgestelde tekst van artikel 2:66a lid 2 Wft dat niet. Dat lijkt een onnodige lastenverzwaring voor de markt, aangezien hiermee al deze gegevens te allen tijde moeten worden opgegeven. Aanbeveling is om deze tekst aan te passen conform de tekst van de AIFMD (artikel 3 lid 3 sub d).
<b><i>Deel 2 - Verplichting voor ABI-beheerders die ABIs beheren die zeggenschap over niet-beursgenoteerde ondernemingen en uitgevende instellingen verwerven</i></b>	Het Wetsvoorstel spreekt van niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen en uitgevende instellingen.	De terminologie niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen en uitgevende instellingen is verwarrend nu niet geheel duidelijk is dat het onderscheid moet worden gemaakt tussen niet-beursgenoteerde en beursgenoteerde ondernemingen voor wat betreft de informatieverplichtingen. De Engelse tekst van de AIFMD spreekt van “ <i>listed en non-listed companies</i> ”. Onze aanbeveling is om aan te sluiten bij deze tekst en een duidelijker onderscheid te maken.



## BIJLAGE 1 – Fiscale opmerkingen

### 1. Europees paspoort voor de beheerder

Het Wetsvoorstel maakt het voor een in Nederland gevestigde beheerder mogelijk om aan de hand van een Europees paspoort vanuit Nederland een beleggingsinstelling met zetel in een andere lidstaat te beheren. In dat geval zou deze niet-Nederlandse beleggingsinstelling vanuit Nederlandse fiscale optiek geacht kunnen worden in Nederland (i) te zijn gevestigd dan wel (ii) te beschikken over een vaste inrichting. Dit kan leiden tot onbedoelde Nederlandse belastingheffing op het niveau van zowel de beleggingsinstelling als haar beleggers.

Bij de implementatie van richtlijn nr. 2009/65/EU (de **UCITS Richtlijn**), waar een soortgelijk Europees paspoort is geïntroduceerd voor instellingen voor collectieve beleggingen in effecten (**ICBEs**), heeft dat geleid tot een aanpassing van artikel 4 Algemene Wet op de Rijksbelastingen (**AWR**) (zie het nieuwe vierde lid dat per 1 juli 2011 in werking is getreden). Op grond van dit nieuwe vierde lid wordt een ICBE geacht te zijn gevestigd in de lidstaat waarvan de bevoegde autoriteit de ICBE overeenkomstig artikel 5 van de UCITS Richtlijn heeft toegelaten. Hierdoor kan er geen discussie ontstaan over de fiscale vestigingsplaats van de ICBE, ook niet als de ICBE vanuit een andere lidstaat wordt beheerd.

Idealiter wordt artikel 4 AWR daarom verder aangepast, in die zin dat een niet-Nederlandse beleggingsinstelling die wordt beheerd door een Nederlandse beheerder haar fiscale woonplaats wordt geacht te hebben in “de lidstaat van herkomst van de beleggingsinstelling” (dit is tevens een nieuwe definitie onder artikel 1:1 Wft). Dit zou dan ook kunnen gelden voor niet-Nederlandse beleggingsinstellingen die worden beheerd door een Nederlandse beheerder die aan de lichtere regeling (zonder vergunningplicht) is onderworpen.

Overigens is hiermee nog niet uitgesloten dat de niet-Nederlandse beleggingsinstelling over een vaste inrichting in Nederland kan beschikken. Het verdient aanbeveling om ook aandacht te geven aan deze fiscale consequentie.

### 2. Vrijgestelde beleggingsinstelling

Op grond van artikel 6a van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 (**Wet Vpb**) kunnen bepaalde beleggingsinstellingen onder voorwaarden genieten van een vrijstelling van vennootschapsbelasting (**VBI**). Uit het eerste lid van dit artikel volgt dat de vrijstelling alleen geldt voor “beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht”.

Uit het Wetsvoorstel volgt dat een ICBE niet langer onder de definitie van “beleggingsinstelling” zal vallen. Met andere woorden, een “beleggingsinstelling” zal voortaan worden aangemerkt als een alternatieve beleggingsinstelling, niet zijnde een ICBE.

Dit zal betekenen dat artikel 6a Wet Vpb in dit kader aanpassing behoeft. Logisch lijkt dat voortaan in artikel 6a wordt verwezen naar zowel “beleggingsinstelling” als “instelling voor collectieve belegging in effecten” (in de zin van artikel 1:1 Wft). Zo blijft gewaarborgd dat zowel ICBEs als

bepaalde soorten alternatieve beleggingsinstellingen van het VBI regime gebruik kunnen blijven maken (mits wordt voldaan aan de overige vereisten die artikel 6a stelt).<sup>2</sup>

### **3. Fiscale beleggingsinstelling**

Op grond van artikel 28 Wet Vpb kunnen bepaalde beleggingsinstellingen onder voorwaarden worden aangemerkt als een fiscale beleggingsinstelling (**FBI**) en aldus onderworpen zijn aan een vennootschapsbelastingtarief van 0%. Om voor het FBI regime in aanmerking te komen moet onder meer aan bepaalde aandeelhoudersvereisten worden voldaan (zie artikel 28 lid 2, sub c en d Wet Vpb). Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen enerzijds FBIs die (i) aan de beurs zijn genoteerd, (ii) over een vergunning op grond van artikel 2:65 Wft beschikken, of (iii) van deze vergunningplicht zijn vrijgesteld op grond van 2:66 lid 3 Wft en anderzijds FBIs die niet onder deze categorieën vallen. Voor de eerste soort FBIs gelden versoepelde aandeelhouderseisen.

Als gevolg van de wijziging van de term “beleggingsinstelling” zullen ICBEs niet meer onder artikel 2:65 en 2:66 Wft vallen. Hiervoor worden nieuwe bepalingen ingevoerd (zie het voorgestelde artikel 2:69b Wft en verder). Zonder aanpassing van artikel 28 lid 2 sub c Wet Vpb zullen ICBEs die niet aan de beurs zijn genoteerd dus niet meer in aanmerking komen voor het FBI regime.

In dit verband kan de vraag overigens worden gesteld in hoeverre wordt beoogd om ook de (niet-beursgenoteerde) beleggingsinstellingen die worden geraakt door het Wetsvoorstel in aanmerking te laten komen voor de versoepelde aandeelhouderseisen, of dat dit alleen bedoeld is voor ICBEs.

---

<sup>2</sup> In dit kader merken wij overigens op dat alternatieve beleggingsinstellingen vaak geen gebruik kunnen maken van het VBI regime (bijvoorbeeld omdat deze als closed-end zijn gestructureerd en/of vanuit fiscaal perspectief niet worden geacht te “beleggen”). Het verdient aanbeveling dat de vereisten voor toepassing van het VBI regime worden versoepeld zodat voortaan ook alternatieve beleggingsinstellingen hiervan gebruik kunnen maken.