



Ministerie van Financiën
Directie Financiële Markten
T.a.v. mw. I. Dollen
Postbus 20201
2500 EE DEN HAAG

Amsterdam, 30 september 2011

Kenmerk: B2011.47

Betreft: voorontwerp wetsvoorstel ter implementatie richtlijn inzake beheerders alternatieve beleggingsinstellingen

Geachte mevrouw Dollen,

Graag maakt Eumedion gebruik van de mogelijkheid te reageren op het consultatiedocument d.d. 20 augustus 2011 betreffende het wetsvoorstel ter implementatie van richtlijn nr. 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen¹ (hierna: het voorontwerp respectievelijk de AIFM-richtlijn).

De reactie van Eumedion is primair gericht op de bepalingen die betrekking hebben op beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: abi) in hun hoedanigheid als aandeelhouder van (niet) beursgenoteerde uitgevende instellingen. Daarnaast maken wij enkele opmerkingen over de reikwijdte van het voorontwerp (uitzonderingen/vrijstellingen) en de gehanteerde terminologie.

Onze belangrijkste opmerkingen zijn de volgende:

- De verhouding tussen de informatieverplichtingen voor een abi-beheerder die controle verwerft in een beursgenoteerde uitgevende instelling en de regels voor het openbaar overnamebod dient in de wettekst of de toelichting te worden verduidelijkt.

¹ Wijziging van de Wet op het financieel toezicht, het Burgerlijk Wetboek en de Wet op de economische delicten ter implementatie van richtlijn nr. 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 L 174).

- De doelstelling van de plicht tot het melden aan de Autoriteit Financiële Markten (AFM) van aanzienlijke belangen van abi- beheerders in niet-beursvennootschappen is het bieden van transparantie. Eumedion meent dat deze doelstelling alleen wordt bereikt, wanneer de informatie over de zeggenschap van abi-beheerders niet exclusief bij de AFM blijft, maar ook in het AFM-register wordt opgenomen.
- Door het ontbreken van een uniform Europees register van kapitaalgegevens van niet-beursvennootschappen is het voor Nederlandse beheerders van abi's met aanzienlijke deelnemingen in die vennootschappen zeer lastig om passieve over- en onderschrijdingen van meldingsdrempels EU-breed bij te houden (conceptartikel 4:37t Wft). Eumedion verzoekt het ministerie en de AFM zich in te spannen dat een dergelijke Europees kapitaalregister en een bijbehorende 'alertservice' voor beleggers er op korte termijn alsnog komen.
- In conceptartikel 1:13a sub b Wft dient te worden verduidelijkt dat het beheer van Nederlandse pensioenfondsen, inclusief de vormgeving ervan in een ('captive') poolingstructuur, is uitgezonderd van de werkingssfeer van de richtlijn.
- Ook dient in sub h van conceptartikel 1:13a Wft te worden verduidelijkt hoe de groepsvrijstelling van sub h doorwerkt voor gelaagde fondsstructuren die alleen maar worden gebruikt voor investeringen binnen de groep.

Deze punten worden hieronder nader toegelicht.

I. Informatieverplichtingen voor beheerders betreffende zeggenschap abi's in beursgenoteerde uitgevende instellingen

Op grond van conceptartikel 4:37z Wft dient een Nederlandse beheerder van een abi die controle - in de zin van de Europese overnamerichtlijn - verwerft in een beursgenoteerde uitgevende instelling met statutaire zetel in Nederland of in een andere lidstaat bepaalde informatie beschikbaar te houden voor de AFM, de aandeelhouders en de uitgevende instelling. Het gaat om informatie over de identiteit van de beheerder, beleid ter voorkoming belangenconflicten en beleid met betrekking tot communicatie van de desbetreffende uitgevende instelling. Bij welke mate van zeggenschap er sprake is van 'controle' wordt bepaald dat de nationale wetgeving van de lidstaat waarin de beursgenoteerde uitgevende instelling gevestigd is (conceptartikel 4:37x sub c Wft). Voor in Nederlandse gevestigde beursvennootschappen is er bij verkrijging van 30 procent van de stemrechten sprake van controle.²

Eumedion vraagt zich af hoe de informatieverplichtingen van conceptartikel 4:37z Wft zich verhouden tot de eveneens bij het bereiken van een controlerend belang in een beursgenoteerde uitgevende

² Definitie 'overwegende zeggenschap' in artikel 1:1 Wft.

instelling bestaande verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen.³ Wordt er bijvoorbeeld voldaan aan de verplichting om de informatie, genoemd in conceptartikel 4:37z, eerste lid, Wft beschikbaar te houden wanneer deze informatie wordt opgenomen in een bij het verplichte bod openbaar te maken biedingsbericht (artikel 5:74 Wft)? Omdat conceptartikel 4:37z, eerste lid, Wft geen eisen stelt wat betreft de wijze en termijn van 'beschikbaar houden' van de informatie, lijkt een dergelijke route begaanbaar maar vast staat dat niet. Een daaraan gerelateerde vraag is of de beheerder van de abi, analoog aan de biedplichtregeling (artikel 5:72 Wft), zichzelf van de informatieverplichtingen kan ontheffen door zijn belang zodanig terug te brengen dat er geen sprake meer is van controle. Eumedion verzoekt in het definitieve wetsvoorstel nader aandacht te besteden aan de verhouding met de verplichtbodregeling onder meer door te preciseren op welke wijze er kan worden gesproken van 'beschikbaar houden'.

Sub c van conceptartikel 4:37z lid 1 Wft bepaalt dat de beheerder van de abi die controle heeft het beleid met betrekking tot de communicatie 'van' de beursgenoteerde uitgevende instelling beschikbaar te houden. Dit lijkt erop dat de beheerder (aandeelhouder) in kwestie informatie over het communicatiebeleid van de beursgenoteerde uitgevende instelling beschikbaar zal moeten houden, terwijl hij in de regel niet de beschikking zal hebben over deze ondernemings specifieke informatie. Waar de beheerder wel informatie over kan verstrekken is het eigen communicatiebeleid in relatie tot de uitgevende instelling en haar werknemers. Gelet op de Engelse vertaling van de relevante richtlijn bepaling (artikel 28 lid 2 sub c) lijkt de informatieplicht daar ook over te gaan: *'the policy for external and internal communication relating to the company'*. Ook de Duitse vertaling wijst in de richting van communicatiebeleid van de beheerder in relatie tot de onderneming: *die externe und interne Kommunikationspolitik in Bezug auf das Unternehmen*. Eumedion stelt daarom voor in bedoeld sub c 'communicatie van de niet-beursgenoteerde uitgevende instelling' te vervangen door 'communicatie met de uitgevende instelling'.

II. Informatieverplichtingen voor beheerders betreffende zeggenschap van abi's in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen

In het voorontwerp wordt in conceptartikel 4:37t Wft (artikel 27 richtlijn) een verplichting geïntroduceerd voor Nederlandse beheerders van abi's die aandelen houden in een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling om bij een over- of onderschrijding van een drempelwaarde een melding te doen aan de AFM. Deze drempelwaarden zijn 10 procent, 20 procent, 30 procent, 50 procent en 75 procent. Uit de wettekst of toelichting blijkt echter niet exact wat vervolgens met de gegevens over zeggenschap van abi's in een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling gebeurt. Zo is er niet – althans niet expliciet – voorzien in het te doen opnemen van de meldingen in het openbare

³ Artikel 5 lid 1 van Richtlijn 2004/25/EG van het Europese Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het Europees Overnamebod (PbEU L 142).

register van de AFM, zoals thans wel geldt voor op grond van hoofdstuk 5.3 Wft gedane meldingen van zeggenschap in beursvennootschappen.⁴

Het niet beschikbaar stellen van de informatie aan anderen dan de AFM is opmerkelijk in het licht van het feit dat de doelstelling van de meldingsplicht juist het bieden van transparantie is. Overweging 53 van de AIFM-richtlijn vermeldt immers: *“Specifieke voorschriften moeten gelden voor abi-beheerders die abi’s beheren welke zeggenschap uitoefenen over een niet-beursgenoteerde onderneming. Om de transparantie ten aanzien van de onderneming waarover zeggenschap is verkregen te waarborgen, moeten de transparantie-, openbaarmakings- en rapportagevereisten worden aangescherpt.”*

De informatie die de AFM over zeggenschap van abi’s in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen op grond van de meldingsplicht ontvangt, lijkt in de huidige opzet vertrouwelijk door de AFM te moeten worden behandeld en uitsluitend ten behoeve van het toezicht te kunnen worden gebruikt (artikel 1:89 Wft). Betwijfeld kan echter worden of de AFM al die informatie ook voor het toezicht nodig heeft. Alleen bij het overschrijden van de drempelwaarde van 50% gaan er immers extra verplichtingen gelden voor de beheerder van de abi in kwestie (conceptartikelen 4:47u en 4:47v Wft), ten aanzien waarvan de AFM toezicht dient uit te oefenen. Bovendien heeft de AFM een algemene bevoegdheid om informatie op te vragen indien dat nodig is voor haar toezichttaak.

Een ander belangrijk punt is dat het zeer bewerkelijk wordt voor beheerders van abi’s met aanzienlijke belangen in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen om bij te houden of een meldingsdrempel *passief* wordt over- of onderschreden. Anders dan onder het bestaande regime voor de beursvennootschappen (Hoofdstuk 5.3 Wft) is niet voorzien in de verplichting voor de toezichthouder om gegevens beschikbaar te stellen over wijzigingen in het geplaatst kapitaal van niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen en een door toezichthouder verzorgde ‘alerts-service’ voor beleggers. Van de beheerder wordt verwacht dat hij de betreffende informatie uit de betreffende handelsregisters haalt en deze voortdurend monitort.⁵ Dit is echter welhaast onuitvoerbaar (en erg kostbaar) voor Nederlandse beheerders met een internationale beleggingsportefeuille, omdat de meldingsverplichting in conceptartikel 4:37t Wft zich richt op alle aanzienlijke belangen van Nederlandse beheerders in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen, ongeacht waar die vennootschappen in de Europese Unie gevestigd zijn. Het is maar zeer de vraag of het in alle EU-lidstaten zo is geregeld dat het tijdig verkrijgen van kapitaalgegevens geen problemen oplevert voor de Nederlandse beheerders van abi’s.

In het licht van deze problematiek, verzoekt Eumedion het ministerie uitdrukkelijk om zich samen met de AFM in Europees verband in te spannen voor het op korte termijn tot stand brengen van een uniform en eenvoudig te gebruiken Europees registratiestelsel voor:

1. het doen van meldingen door beheerders van abi’s inzake aanzienlijke belangen in niet-beursvennootschappen;

⁴ Zie het bestaande artikel 1:107 lid 3 sub c Wft.

⁵ P. 148 van de toelichting.

2. het melden door niet-beursvennootschappen, gevestigd in de Europese Unie, van wijzigingen in het geplaatst kapitaal;
3. het 'real time' beschikbaar houden van de gemelde informatie, bijvoorbeeld in een door de European Securities and Markets Authority (ESMA) beheerd register, alsmede het beschikbaar stellen van een 'alertservice' voor beleggers.

De definitie van controle (met betrekking tot niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen) in conceptartikel 4:37r Wft wijkt op een onderdeel af van de definitie van controle in artikel 26 lid 5 van de AIFM-richtlijn. Daarin is sprake van *meer dan* 50% van de stemrechten; in het wetsvoorstel: *tenminste* 50% van de stemrechten.⁶

Verwarrend is verder de samenloop tussen de definitie van controle in conceptartikel 4:37r Wft (het rechtstreeks of middellijk houden van meer dan 50% van de stemrechten) en het gebruik van de term 'gecontroleerde onderneming' in de toelichting op dat artikel.⁷ De term 'gecontroleerde onderneming' wordt gedefinieerd in artikel 1:1 Wft en omvat niet alleen het via stemrechten verwerven van controle maar ook dat bij (anderszins) overheersende zeggenschap sprake is van een door de beheerder gecontroleerde onderneming. Eumedion verzoekt de wettekst en/of toelichting op dit punt te verduidelijken.

III. Uitzonderingen en vrijstellingen

Conceptartikel 1:13a Wft bevat acht uitzonderingen en vrijstellingen van de reikwijdte van de regelgeving ter implementatie van de AIFM-richtlijn. Bij twee ervan is nadere verduidelijking wenselijk.

Allereerst meent Eumedion dat bij de voorgestelde vrijstelling van sub h van conceptartikel 1:13a Wft (intragroepvrijstelling) behoefte bestaat aan nadere verduidelijking op een aantal punten:

- De voorgestelde tekst van sub h zou zo gelezen kunnen worden dat de vrijstelling alleen geldt voor beheerders van beleggingsinstellingen waarin uitsluitend wordt belegd door groepsmaatschappijen. De Engelse tekst van de richtlijn (artikel 3 lid 1) bepaalt echter dat de vrijstelling geldt *voor zover* de beleggingsinstellingen uitsluitend binnen de groep wordt ingezet (*.....shall not apply to AIFMs in so far as they manage one or more AIFs*). Dit omvat dus ook beheerders die zowel beleggingsinstellingen beheren die uitsluitend binnen de groep worden gebruikt als andere beleggingsinstellingen waarin derden kunnen beleggen. Voor zover de beleggingsinstellingen binnen de groep worden gebruikt is de beheerder vrijgesteld, voor de beleggingsinstellingen waarvan rechten van deelneming aan anderen worden aangeboden geldt het AIFM-regime. Eumedion stelt daarom voor sub h als volgt te herformuleren: beheerders van beleggingsinstellingen voor zover zij beleggingsinstellingen beheren waarvan de beleggers

⁶ p. 146 van de toelichting.

⁷ P. 148 van de toelichting.

uitsluitend bestaan uit de beheerders, hun moedermaatschappijen, hun dochtermaatschappijen (...).

- Wat de vrijstelling zelf betreft, is niet helemaal duidelijk hoe de vrijstelling uitwerkt voor zogeheten gelaagde intragroep fondsstructuren. Deze gelaagde fondsstructuren worden door sommige deelnemers van Eumedion gebruikt om een efficiënte allocatie van kapitaal te laten plaatsvinden binnen de groep. Bij deze structuren kan het voorkomen dat een bepaalde intragroepbelegger als beleggingsinstelling kwalificeert waardoor de vrijstelling formeel niet van toepassing zou kunnen zijn, ondanks dat de integrale fondsstructuur uitsluitend wordt gebruikt in het kader van beleggingen in en door de groep (doelstelling vrijstelling).
- In verband met de vrijstelling vragen wij ons af hoe de voorgestelde definitie van beleggingsinstelling⁸ uitwerkt ten aanzien van zogeheten unit linked fondsen, en of een verzekeraar of een aantal interne (verzekeraars)vennootschappen die beleggen voor achterliggende retail of institutionele beleggers al of niet aan te merken zijn als 'een reeks beleggers'.⁹ Indien een unit linked fonds namelijk niet zou kwalificeren als een beleggingsinstelling, valt deze daarom al niet onder de richtlijn en kom je aan de vrijstelling niet meer toe. Indien een unit linked fonds wel een beleggingsinstelling is, is de vraag gerechtvaardigd of een zogeheten basisfonds (in de gelaagde fondsstructuur) wel een beleggingsinstelling is (wordt wel voldaan aan het vereiste van *kapitaal ophalen* uit de definitie van beleggingsinstelling omdat deze basisfondsen dienen ten behoeve van allocatie van kapitaal uit efficiencyoverwegingen?).

Ook ten aanzien van sub b van conceptartikel 1:13a Wft is verduidelijking wenselijk. Pensioenfondsen en beheerders van pensioengelden zijn uitgezonderd van de werkingssfeer van de AIFM-richtlijn (overweging 8). Deze uitzondering is ook bedoeld te gelden voor het beheer van Nederlandse pensioenfondsen, dat vaak – in afwijking van het beheer in veel andere landen – via fondsen voor gemene rekening plaatsvindt ('pooling structuur'). In deze structuur participeren uitsluitend pensioenfondsen. Medewerkers van het ministerie van Financiën hebben in de totstandkomingsfase van de AIFM-richtlijn bij ons de indruk gewekt dat de uitzondering van dit typisch Nederlandse pensioenfondsbeheer van de richtlijn in de implementatiewetgeving expliciet tot uitdrukking zou worden gebracht, althans explicieter dan in de richtlijn zelf het geval is (artikel 2 lid 3 sub b en/of e). In conceptartikel 1:13a sub b Wft (uitzondering pensioenvoorziening) wordt echter rechtstreeks terugverwezen naar de AIFM-richtlijn. Eumedion verzoekt alsnog expliciet in sub b van conceptartikel 1:13a Wft tot uitdrukking te brengen dat het beheer van Nederlandse pensioenfondsen, inclusief ('captive') pooling structuren, wordt uitgezonderd van de werkingssfeer. Indien een dergelijke uitzondering niet wordt opgenomen voor de ('captive') pooling structuur zal hierdoor een ongelijk

⁸ De definitie van beleggingsinstelling in het voorgestelde nieuwe artikel 1:1 Wft verwijst naar de AIFM-richtlijn (artikel 4, eerste lid, onder a). De richtlijn noemt in artikel 4, lid 1, onder a, "het ophalen van kapitaal bij een reeks beleggers".

⁹ Zie in dit verband ook de brief van de Minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 19 januari 2007 inzake de "Reactie rapport commissie transparantie beleggingsverzekeringen" (kamerstukken II 2006/07, 29 507, nr. 39).

speelveld in de EU ontstaan waar het gaat om het beheer van pensioenvermogen. Nederland zet zich daarmee op een achterstand.

IV. Technische opmerkingen

Ten slotte heeft Eumedion nog enkele meer technische opmerkingen.

- In conceptartikel 4:37r e.v. Wft wordt gesproken van “(niet-)beursgenoteerde” uitgevende instellingen. Eumedion beveelt aan omwille van de eenheid van terminologie aan te sluiten bij de bestaande terminologie van Deel 5 Wft en Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de term ‘uitgevende instellingen gebruiken waarvan (geen) aandelen zijn toegelaten tot de handel op de gereguleerde markt’ te gebruiken. Het begrip ‘beursnotering’ is - ondanks dat het in de AIFM-richtlijn weer opduikt - overigens ook achterhaald. In 2001 heeft de Europese Commissie in het voorstel voor de prospectusrichtlijn beursnotering – op goede gronden – vervangen door ‘toelating tot de handel op een gereguleerde markt’.¹⁰
- In conceptartikel 4:37t, eerste lid, Wft is het wenselijk ‘stemmen in een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling’ te vervangen door: ‘stemmen die op aandelen in een niet-beursgenoteerde uitgevende instelling kunnen worden uitgebracht’. Dit geldt uiteraard onverminderd onze opmerking in de eerste bullet.
- In conceptartikel 4:37x onderdeel c Wft dient ‘stemrechten in een uitgevende instelling’ te worden vervangen door: ‘stemrechten in de algemene vergadering van een uitgevende instelling’.
- Conceptartikel 4:37za Wft bepaalt dat de Nederlandse abi-beheerder die controle heeft in een beursgenoteerde uitgevende instelling zich dient in te spannen om een ongewenste vermogensvermindering van de uitgevende instelling te voorkomen (‘asset stripping’). Eumedion geeft in overweging in de toelichting nader te duiden hoe de beheerder hier uitvoering aan kan geven ingeval de uitgevende instelling een Nederlandse vennootschap betreft. De aandeelhouder heeft dan namelijk bijvoorbeeld geen instructierecht om uitvoering te geven aan zijn inspanningsverplichting.
- Wanneer een Nederlandse abi-beheerder niet rechtstreeks maar middellijk controle verwerft over een beursgenoteerde uitgevende instelling dan dient hij zich ook te houden aan de beperkingen van conceptartikel 4:37za Wft met betrekking tot ‘asset stripping’ (zie definitie van controle in

¹⁰ Zie Voorstel van de Europese Commissie voor een richtlijn betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten van 30 mei 2001, p8. (COM(2001) 280) f, p.8: *Er is gekozen voor de formulering "toelating tot de handel" teneinde eventuele lacunes in de toepassing van de richtlijn te vermijden. In de communautaire regelgeving is het begrip "toelating tot de officiële notering" immers niet gedefinieerd. In vele gevallen wordt dit begrip geïnterpreteerd als toelating tot het officiële segment van de nationale beurs (waarbij er soms zelfs geen handel plaatsvindt). Dit houdt in dat de voorschriften voor de informatievoorziening voor andere categorieën "gereguleerde markten" (bij de RBD ingevoerd begrip) niet volledig geharmoniseerd zijn op EU-niveau en dat in talrijke gevallen wederzijdse erkenning niet is toegestaan. In andere lidstaten heeft de toepassing van de RBD geleid tot de afschaffing van het begrip "officiële notering". Deze lidstaten hebben primaire markten, secundaire markten enz. ingevoerd.*

conceptartikel 4:37x Wft). Dit lijkt te betekenen dat wanneer de beleggingsstelling via een deelneming in een andere vennootschap een controlerend belang in een beursgenoteerde instelling verwerft, deze beleggingsinstelling ook aan conceptartikel 4:37za Wft zal moeten voldoen. Maar hoe is de situatie wanneer de beleggingsinstelling in samenwerking met anderen (die al dan niet evenzeer als beleggingsinstelling kwalificeren) via een andere vennootschap een controlerend belang opbouwt? Is conceptartikel 4:37za Wft dan ook van toepassing? Het bevat namelijk geen element van 'acting in concert' zoals artikel 5:70 Wft (verplicht bod) dat wel bevat.

Wij zijn uiteraard graag bereid ons commentaar mondeling nader toe te lichten. Onze contactpersoon is Wouter Kuijpers (wouter.kuijpers@eumedion.nl, tel. 020 70 85 882)

Met vriendelijke groet,

Rients Abma

Directeur Eumedion