

Simmons & Simmons LLP Postbus 79023 1070 NB Claude Debussylaan 247 1082 MC Amsterdam Nederland  
T +31 20 722 2500 F +31 20 722 2599

DD +31 20 722 2356

e-mail [bastiaan.siemers@simmons-simmons.com](mailto:bastiaan.siemers@simmons-simmons.com)

Onze ref Amsterdam/-1/OPEN/-1/BTS

30 september 2011

Uw ref -

Ministerie van Financiën  
Mevr. mr. I. Dollen  
Per email

## Consultatie AIFM-richtlijn (2011/61/EU)

Geachte mevrouw,

### *Introductie*

Met belangstelling namen wij kennis het voorstel van wet ter implementatie van richtlijn 2011/61/EU (de AIFM-richtlijn). Hierbij werd de aandacht met name gevestigd door één bijzondere wijziging, te weten de wijziging van artikel 4:45 Wft.

### *Afgescheiden vermogens van subfondsen*

Als achtergrond brengen wij in herinnering dat in Nederland sinds de implementatie van richtlijn 2009/65/EG (de UCITS IV-richtlijn) per 22 juli jl. erkend wordt dat subfondsen van beleggingsinstellingen een afgescheiden vermogen kennen. Dat blijkt met zoveel woorden uit de artikelen 1:13 en 4:45 Wft. Immers, waar artikel 4:45 Wft bepaalt dat het vermogen van een beleggingsfonds louter dient ter voldoening van 'fondsgerateerde' vorderingen volgens een bepaalde rangregeling, bepaalt artikel 1:13 Wft dat bepalingen uit de Wft die zien op een beleggingsfonds (of beleggingsinstelling) van overeenkomstige toepassing zijn op een subfonds.

### *Voorstel van wet*

De voorgestelde wijziging van de Wft, in het bijzonder de wijziging van artikel 4:45 Wft, lijkt deze recente erkenning van afgescheiden vermogens deels teniet te doen. Wij doelen hierbij op het volgende.

Volgens het voorstel wordt artikel 4:45 Wft toegeschreven op instellingen voor collectieve belegging in effecten. Dit strookt ook met de paragraaf waar dit artikel deel van zal uitmaken (§ 4.3.1.4c). Deze paragraaf ziet louter nog op rechten van deelneming in instellingen voor collectieve belegging in effecten. Dit is uitvloeisel van de splitsing die het voorstel in de Wft aanbrengt tussen enerzijds bepalingen die zien op beleggingsinstellingen (zoals gedefinieerd) en

Simmons & Simmons LLP notariaat (kwaliteitsrekeningen)

ABN AMRO Bank N.V. 64.45.23.352, IBAN:NL54FTSB0644523352, BIC:FTSBNL2R

ABN AMRO Bank N.V. 58.59.09.318, IBAN:NL19ABNA0585909318, BIC:ABNANL2A

Meer informatie over onze internationale vestigingen vindt u op [www.simmons-simmons.com](http://www.simmons-simmons.com)

Simmons & Simmons LLP is een "limited liability partnership" ingeschreven in het door de "Registrar of Companies for England & Wales" gehouden register onder nummer OC352713, kantoorhoudende CityPoint, One Ropemaker Street, Londen EC2Y 9SS, Verenigd Koninkrijk, alsmede in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam, onder dossiernummer 51088282, kantoorhoudende op het hierboven vermelde adres. De term "partner" verwijst naar een lid van Simmons & Simmons LLP of een medewerker of adviseur met een gelijkwaardige positie en kwalificaties. Een lijst van partners en hun beroepskwalificaties ligt ter inzage bij alle vestigingen. Onze algemene voorwaarden, die een beperking van onze aansprakelijkheid bevatten, zijn op al onze werkzaamheden van toepassing.

anderzijds instellingen voor collectieve belegging in effecten. Als gevolg hiervan zal artikel 4:45 Wft na invoering van dit wetsvoorstel in de huidige vorm, louter betrekking hebben op instellingen voor belegging in effecten. Dat betekent dat slechts subfondsen van instellingen voor collectieve belegging in effecten, via artikel 1:13 Wft (nieuw) een beroep op artikel 4:45 Wft kunnen doen.

Dit lijkt ons een onbedoeld bijverschijnsel van de gewijzigde opzet van de Wft voor zover het beleggingsinstellingen (zoals thans gedefinieerd) betreft. Wij vragen ons namelijk af waarom er op dit punt een verschil zou moeten bestaan tussen verschillende soorten beleggingsinstellingen. Sterker nog, gezien het ruime toepassingsbereik van het begrip beleggingsinstellingen (nieuw) ligt het voor de hand dat ook ten aanzien van deze beleggingsinstellingen erkend wordt, zoals thans het geval is, dat vermogens van subfondsen van elkaar gescheiden zijn.

Ter verdere toelichting benadrukken wij dat verschillende jurisdicties in Europa, waaronder een aantal belangrijke vestigingslanden voor beleggingsinstellingen zoals Ierland en Luxemburg, reeds (lang) de mogelijkheid kennen van afscheiding van vermogens van subfondsen. Tot voor kort was dit een van de belangrijkste punten van achterstand voor Nederland in vergelijking met dergelijke jurisdicties voor zover het de juridische en fiscale regulering van beleggingsinstellingen betrof. Voor allerhande beleggingsinstellingen waaronder hedgefondsen, de oorspronkelijke doelgroep van de AIFM-richtlijn, kan afscheiding van vermogens van subfondsen een belangrijk aspect bij de keuze van de vestigingsplaats van een beleggingsinstelling zijn. De afscheiding van vermogens van subfondsen is daarmee voor alle beleggingsinstellingen relevant indien verschillende (juridische) aanspraken van beleggers op de beleggingsinstelling (respectievelijk de bewaarder daarvan) gescheiden dienen te worden. Dit is niet zozeer anders bij instellingen voor collectieve belegging in effecten en beleggingsinstellingen (nieuw). Een beperking van deze regeling tot alleen instellingen voor collectieve belegging in effecten is daarmee ook niet goed verklaarbaar.

Naar onze mening verzet de AIFM-richtlijn zich niet tegen een bepaling omtrent afgescheiden vermogens van subfondsen van beleggingsinstellingen (nieuw).

Om bovengenoemde redenen geven wij het ministerie in overweging het voorstel aan te vullen met een gelijkwaardige bepaling omtrent aanwending van het vermogen van een beleggingsinstelling (nieuw), bijvoorbeeld door opname van een bepaling gelijkwaardig aan artikel 4:45 Wft in paragraaf 4.3.1.4. Artikel 1:13 Wft behoeft geen wijziging aangezien het toepassingsbereik hiervan al voldoende verruimd wordt.

Ter toelichting voegen wij een concept voor een publicatie omtrent dit onderwerp bij (bijlage).

Vanzelfsprekend zijn wij beschikbaar voor een nadere toelichting.

Met vriendelijke groet,

Simmons & Simmons LLP



**Bastiaan Siemers**  
Advocaat

[Rondom het nieuws]

## Een afgescheiden vermogen voor subfondsen (vervolg)

*Een stap terug?*

*mr. B.T.B. Siemers<sup>1</sup>*

Eerder berichtte ik over de nieuw geïntroduceerde erkenning van afgescheiden vermogens van subfondsen. De ontwikkelingen staan echter niet stil. Op 19 augustus jl. werd namelijk het concept voor het wetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-richtlijn ter consultatie aan de markt voorgelegd. In deze bijdrage wordt besproken hoe daarbij wordt omgegaan met de afscheiding van vermogens van subfondsen.

### Inleiding

Op 19 augustus jl. maakte het ministerie van Financiën het concept voor het wetsvoorstel (hierna: wetsvoorstel) ter implementatie van de AIFM-richtlijn ter consultatie bekend.<sup>2</sup> Dit wetsvoorstel betreft de zogeheten *Level 1*-voorschriften zoals opgenomen in de richtlijn. Eventuele *Level 2*-voorschriften, voor zover deze implementatie behoeven, zijn op dit moment nog voorwerp van discussie.<sup>3</sup>

In het kader van implementatie van de UCITS IV-richtlijn is tevens voorzien in de afscheiding van vermogens van subfondsen van (Nederlandse) beleggingsinstellingen. Daarover zette ik eerder enkele gedachten uiteen.<sup>4</sup>

Aangezien door de voorgestelde wijze van implementatie van de AIFM-richtlijn de Wet op het financieel toezicht (Wft) wederom zal wijzigen is het goed om deze implementatie te bekijken in het licht van de eerder gecreëerde afscheiding van vermogens van subfondsen. De argumenten voor het afscheiden van vermogens van subfondsen door Nederlandse beleggingsinstellingen zijn immers nog evenzeer aanwezig. Zoals hierna zal blijken, rijst de vraag of de implementatie op dit punt verbetering behoeft.

### Implementatie op hoofdlijnen

De AIFM-richtlijn verplicht de wetgever tot het opleggen van het door de richtlijn voorgeschreven regime. Voor zover er sprake is van beleggingsinstellingen met professionele beleggers, betreft dit in beginsel maximumharmonisatie als gevolg waarvan het de wetgever niet toegestaan is nadere voorschriften op te leggen. Voor zover er sprake is van niet-professionele beleggers is dit wel toegestaan en het ministerie heeft inmiddels aangekondigd hiervan gebruik te maken. Het ministerie heeft aangegeven hiervoor aansluiting te willen zoeken bij het regime dat geldt voor icbe's, onder meer om niet meerdere verschillende regimes naast elkaar te laten bestaan.<sup>5</sup> Er zullen straks dus twee 'AIFM-regimes' gelden: één regime voor professionele beleggers conform de richtlijn en één (uitgebreider) regime voor niet-professionele beleggers.

Een tweede aspect dat relevant is in het kader van de implementatie van de AIFM-richtlijn, is de beoogde wijziging van zowel de opzet als de terminologie van de Wft. Waar voorheen met

<sup>1</sup> Bastiaan Siemers is advocaat te Amsterdam.

<sup>2</sup> 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 consultatietermijn sloot op 30 september jl.

<sup>3</sup> Zie in dit verband bijvoorbeeld de consultatie door ESMA d.d. 13 juli jl. Inzake het concept voor het advies inzake de implementatiemaatregelen Ingevolge de AIFM-richtlijn (ESMA/2011/209). De vraag is overigens of die *Level 2*-voorschriften relevant zullen zijn voor het onderwerp van afgescheiden vermogens. De implementatiemaatregelen lijken daar geen betrekking op te hebben, zie het consultatiedocument van ESMA.

<sup>4</sup> Zie FR 2011, nr. 5, p. 133 e.v.

<sup>5</sup> Zie artikel 43 lid 1 van de richtlijn en p. 63 van het consultatiedocument (onderdeel 1.1 van de memorie van toelichting).

beleggingsinstelling, beleggingsmaatschappij, beleggingsfonds, beheerder en bewaarder bedoeld werd op generieke instellingen, wordt in het wetsvoorstel een onderscheid gemaakt tussen icbe's en hun beheerders en bewaarders enerzijds en overige beleggingsinstellingen en hun beheerders en bewaarders anderzijds. Dit gebeurt door dit in de benamingen tot uitdrukking te brengen. De begrippen beleggingsinstelling c.a. zullen in de nieuwe opzet alleen nog maar dienen ter aanduiding van niet-icbe's terwijl voor icbe's c.a. in de benaming tot uitdrukking zal worden gebracht dat deze 'ter collectieve belegging in effecten' zijn. Hiermee samen hangt de introductie van verschillende paragrafen in de Wft die ofwel op beleggingsinstellingen (niet-icbe's) ofwel op icbe's van toepassing zijn. De oude opzet van enerzijds algemene regels die voor alle beleggingsinstellingen gelden en anderzijds extra regels die alleen voor icbe's gelden, wordt daarmee verlaten.

De overige aspecten van de implementatie laat ik onbesproken omdat deze voor het onderwerp van deze bijdrage niet relevant zijn. Hierbij geldt natuurlijk dat er als gevolg van de consultatie en behandeling in het parlement, nog wijzigingen plaats kunnen hebben.

### **Afgescheiden vermogens voor subfondsen**

Op grond van artikel 1:13 lid 6 jo. artikel 4:45 Wft gelden voor subfondsen op dit moment de beperking van aanwending van het vermogen en de rangregeling als opgenomen in artikel 4:45 Wft. Daarmee is afscheiding van vermogens van subfondsen sinds 22 juli jl. een feit.<sup>6</sup>

Als gevolg van het wetsvoorstel wijzigt artikel 1:13 Wft zoals hierboven aangegeven: de terminologie wordt aangepast aan de nieuwe opzet. De structuur blijft evenwel in stand zodat de regels die zien op beleggingsinstellingen, beleggingsfondsen, instellingen voor collectieve belegging in effecten of fondsen voor collectieve belegging in effecten, ook van toepassing zijn op subfondsen van icbe's en niet-icbe's.

Artikel 4:45 Wft wordt evenwel gewijzigd of beter gezegd, beperkt. Omdat dit artikel na wijziging onderdeel uitmaakt van de paragraaf betreffende icbe's wordt die artikel toegeschreven op icbe's door vervanging van onder meer het (oude) generieke begrip beleggingsfonds door het (nieuwe) begrip fonds voor collectieve belegging in effecten. Dit heeft tot gevolg dat dit artikel nu alleen nog maar van toepassing is op fondsen voor collectieve belegging in effecten. Subfondsen van beleggingsinstellingen anders dan icbe's (in de nieuwe terminologie: beleggingsinstellingen) kunnen dus geen beroep op artikel 4:45 Wft (meer) doen.<sup>7</sup>

De paragrafen uit het wetsvoorstel die betrekking hebben op beleggingsinstellingen (niet-icbe's) kennen op hun beurt geen met artikel 4:45 Wft vergelijkbare regeling. Dat verwondert op het eerste gezicht ook niet want de AIFM-richtlijn bevat daartoe ook geen voorschriften en ook de verwachte *Level 2*-voorschriften hebben niet direct betrekking op dit onderwerp.<sup>8</sup> Gevolg hiervan is echter dat er een verschil lijkt te ontstaan tussen icbe's en niet-icbe's wat betreft de afscheiding van vermogens van subfondsen.

Hiervoor lijkt geen goede reden. Alleen al gezien het ruime toepassingsbereik van beleggingsinstellingen in de zin van de implementatiewet wat betreft mogelijke investeerders (professionele beleggers en niet-professionele beleggers) en type beleggingsbeleid (alles wat niet onder het bereik van icbe's valt) lijkt de mogelijkheid van afscheiding van vermogens van

<sup>6</sup> In mijn eerdere bijdrage zette ik wel vraagtekens bij gebruikmaking van deze regeling door vrijgestelde en uitgezonderde beleggingsinstellingen omdat artikel 4:45 Wft van toepassing is op beleggingsinstellingen met een (beheerder met een) vergunning.

<sup>7</sup> Het lijkt mij gezien de plaatsing in paragraaf 4.3.1.4c van de Wft lastig verklaarbaar dat artikel 1:13 jo. artikel 4:45 Wft ook ziet op beleggingsinstellingen (nieuw). Een redenering als zou artikel 1:13 Wft (nieuw) bepalen dat alle bepalingen uit de Wft die zien op (één van) de in dit artikel genoemde (varianten van) beleggingsinstellingen, dus ook artikel 4:45 Wft (nieuw), van toepassing zijn op alle in artikel 1:13 Wft (nieuw) genoemde varianten, dus ook beleggingsinstellingen (nieuw), negeert immers deze gewijzigde structuur van de Wft.

<sup>8</sup> Zie voetnoot 3. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat het consultatiedocument van ESMA wel zijdelings ingaat op dit onderwerp, althans dat dit onderwerp raakt aan onderwerpen die in het consultatiedocument worden benoemd. Zie bijvoorbeeld ten aanzien van organisatorische vereisten waar wordt aangegeven dat voor subfondsen aparte rekeningen aangehouden dienen te worden. Een afgescheiden vermogen ligt in het verlengde hiervan omdat dit meer dan alleen een administratieve scheiding creëert.

subfondsen van deze beleggingsinstellingen net zo goed wenselijk. Daarnaast is ook niet goed in te zien waarom er op dit punt een verschil zou moeten zijn tussen de twee regimes. Die zijn met name toezichtsrechtelijk van aard terwijl dit aspect eerder civielrechtelijk van aard is.

### Aanvulling van het wetsvoorstel

Vanwege het bovenstaande zou ik er voor pleiten dat de Wft, beter gezegd de paragrafen die zien op beleggingsinstellingen nieuwe stijl, een vergelijkbare regel als artikel 4:45 Wft zullen bevatten. Dat lijkt betrekkelijk eenvoudig: neem simpelweg een zelfde regeling op in één van die andere paragrafen.<sup>9</sup>

De vraag rijst dan wellicht of dit zomaar kan. Ik zie niet in waarom niet. In de eerste plaats erkent de AIFM-richtlijn net als de UCITS IV-richtlijn dat beleggingsinstellingen subfondsen (in richtlijnterminologie: beleggingscompartimenten) kunnen hebben.<sup>10</sup> Daarnaast geldt dat hoewel de AIFM-richtlijn een verregaande mate van harmonisatie beoogt, extra regels daardoor niet worden verboden, althans niet op dit punt. Zo overweegt de richtlijn expliciet (overweging 10):

*“Deze richtlijn reguleert niet de abi's zelf. De regulering van en het toezicht op abi's moet bijgevolg op nationaal niveau plaats kunnen vinden. [...] De richtlijn belet lidstaten derhalve niet om met betrekking tot op hun grondgebied gevestigde abi's nationale voorschriften vast te stellen of toe te blijven passen. [...]”*

De richtlijn is dus duidelijk: nationale regels met betrekking tot regulering van beleggingsinstellingen zelf zijn toegestaan. De richtlijn gaat immers over de beheerders van deze beleggingsinstellingen en niet zozeer over de beleggingsinstellingen zelf. De vraag zou nog gesteld kunnen worden of hier toch sprake is van (verboden) *gold plating*. *Gold plating* betreft implementatiereggeving die verder gaat dan de richtlijn vereist en in de regel betrekking heeft op strengere voorschriften.<sup>11</sup> *Gold plating* wordt onwenselijk geacht omdat het kostenverhogend werkt. Om die reden denk ik dat als het hier al om *gold plating* zou gaan (de richtlijn bevat immers een overweging om dit punt) het in dit geval toegestaan zou moeten zijn omdat er geen sprake is van strengere voorschriften (een regel over afgescheiden vermogens 'vereist' niets) en de gevolgen niet negatief zijn. Belangrijk daarbij vind ik dat omdat de richtlijn in het geheel geen betrekking heeft op afgescheiden vermogens van subfondsen, de richtlijn er ook niet aan in de weg staat dat hieromtrent een (niet-belastende) regeling wordt getroffen.

De beperking die wordt aangebracht, betreft dat deze beleggingsinstellingen in Nederland gevestigd moeten zijn. Dat laatste is vanuit de gedachte van een *level playing field* op het eerste gezicht mogelijk vreemd (waarom zou er een verschil moeten zijn tussen Nederlandse en buitenlandse – met name Europese – beleggingsinstellingen) maar bij nader inzien niet. Een van de mogelijke overwegingen voor de introductie van afgescheiden vermogens van subfondsen is nu juist dat Nederland op dit punt tot voor kort achterbleef bij andere landen in Europa. Daarbij geldt dat deze overweging uit de richtlijn ook andere landen de mogelijkheid biedt regels ter zake te handhaven respectievelijk te introduceren.

Het bovenstaande laat natuurlijk onverlet dat met betrekking tot beleggingsinstellingen voor niet-professionele beleggers nadere regels in ieder geval zijn toegestaan.

### Hoe verder?

Het zou goed zijn als de wetgever de mogelijkheid aangrijpt om ook voor beleggingsinstellingen nieuwe stijl, niet-icbe's dus, te voorzien in de mogelijkheid van afgescheiden vermogens voor subfondsen. Dit zou bijvoorbeeld kunnen door in de Wft een vergelijkbare regeling als bedoeld in artikel 4:45 Wft, op te nemen voor deze beleggingsinstellingen.

<sup>9</sup> Bijvoorbeeld in paragraaf 4.3.1.4. De andere nieuwe paragrafen hebben immers betrekking op informatieverplichtingen.

<sup>10</sup> Zie artikel 4 lid 1 sub a) met de definitie van abi's (alternatieve beleggingsinstellingen) waarin uitdrukkelijk de beleggingscompartimenten worden genoemd. Voor de rest komt dit begrip overigens niet terug.

<sup>11</sup> Zie de website van de Europese Commissie [http://ec.europa.eu/governance/better\\_regulation/glossary\\_en.htm#\\_G](http://ec.europa.eu/governance/better_regulation/glossary_en.htm#_G).