

Gewenste duidelijkheid in het Europese kader voor grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen

mr. E. Kempenaar en mr. L.S. Engelen¹

1. Inleiding

In maart 2018 publiceerde de Europese Commissie, als onderdeel van een meeromvattend pakket maatregelen ter verdieping van de kapitaalmarktunie, voorstellen voor een richtlijn en verordening die beogen de grensoverschrijdende distributie van collectieve beleggingsfondsen te faciliteren.² Voornoemde Richtlijn³ en Verordening⁴ zijn inmiddels, per 1 augustus 2019, in werking getreden en zullen (grotendeels) per 2 augustus 2021 van kracht worden.⁵

In dit artikel wordt ingegaan op de achtergrond van de Richtlijn en Verordening en de belangrijkste wijzigingen die deze introduceren ten opzichte van het huidige regime. Wij richten ons daarbij uitsluitend op de impact die de Richtlijn en Verordening zullen hebben op het huidige AIFMD⁶-regime en zullen het icbe⁷-regime buiten beschouwing laten.

2. Behoeftte aan duidelijkheid en harmonisatie

De AIFMD voorziet reeds in een Europees 'paspoort'-regime dat het mogelijk maakt voor vergunninghoudende Europese beheerders van beleggingsinstellingen om de door hen beheerde Europese beleggingsinstellingen grensoverschrijdend te beheren en de deelnemingsrechten of aandelen in deze Europese beleggingsinstellingen aan te bieden in andere Europese lidstaten.⁸ In het kort houdt dit regime in dat, op verzoek van de beheerder, de bevoegde toezichthouder in de lidstaat van herkomst een kennisgeving zal versturen naar de lidstaat waar de beheerder voornemens is de beleggingsinstellingen aan te bieden en het verzenden hiervan zal bevestigen aan de beheerder, waarna de beheerder de betreffende beleggingsinstelling in die lidstaat mag aanbieden aan professionele beleggers.⁹ Indien de beheerder voornemens is een niet-professionele beleggers, kunnen per lidstaat aanvullende verplichtingen gelden.¹⁰

Hoewel voornoemd regime een op het eerste gezicht eenvoudige procedure voor grensoverschrijdende distributie behelst, blijkt daar in de praktijk slechts beperkt gebruik van te worden gemaakt. Zo behoorde eind juni 2017 70% van het totale beheerde vermogen toe aan beleggingsfondsen¹¹ waarvan de deelnemingsrechten of aandelen uitsluitend in de eigen lidstaat werden aangeboden. Voorts was op dat

1. Eva Kempenaar en Leon Engelen zijn beiden advocaat te Amsterdam.
2. COM(2018) 92 final.
3. Richtlijn (EU) 2019/1160 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 tot wijziging van Richtlijnen 2009/65/EG en 2011/61/EU met betrekking tot de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging.
4. Verordening (EU) 2019/1156 van het Europees Parlement en de Raad van 20 juni 2019 betreffende het faciliteren van de grensoverschrijdende distributie van instellingen voor collectieve belegging en houdende wijziging van de Verordeningen (EU) nr. 345/2013, (EU) nr. 346/2013 en (EU) nr. 1286/2014.
5. Zie paragraaf 3 voor reikwijdte en inwerkingtreding.
6. Richtlijn 2011/61/EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen.
7. Richtlijn 2009/65/EG van het Europees Parlement en de Raad van 13 juli 2009 tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen betreffende bepaalde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's).

8. Art. 32 en 33 AIFMD, zoals in Nederland geïmplementeerd in respectievelijk art. 2:121c en 2:121d Wft.
9. Art. 32 AIFMD, zoals in Nederland geïmplementeerd in art. 2:121c Wft.
10. Zie art. 4:37p Wft jo. art. 115p e.v. Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo) voor het Nederlandse 'retail regime'.
11. Zowel icbe's als beleggingsinstellingen.

moment slechts 3% van de beleggingsinstellingen geregistreerd voor verhandeling in meer dan drie lidstaten.¹² De Europese Commissie wijt deze cijfers aan bepaalde aspecten van de huidige regelgeving die de grensoverschrijdende distributie ontmoedigen, waaronder administratieve en kennisgevingsverplichtingen, de vergoedingen die in elke afzonderlijke lidstaat in rekening worden gebracht door de toezichthouder, maar met name aan de verschillende nationale eisen die worden gesteld aan de grensoverschrijdende verhandelingen van beleggingsinstellingen ten gevolge van uiteenlopende implementatie en interpretatie van de AIFMD.¹³ Daarnaast identificeert de Europese Commissie andere belemmerende factoren, zoals belastingregelingen, verticale distributiekanaalen en culturele voorkeuren voor nationale investeringen.¹⁴ Met de Richtlijn en Verordening wordt beoogd de grensoverschrijdende verhandeling van beleggingsinstellingen te bevorderen door bezwarende regels te reduceren, nationale voorschriften inzichtelijk te maken en bepaalde aspecten van het huidige distributieproces te harmoniseren.¹⁵ De toename van investeringsmogelijkheden voor Europese beleggers en de versterking van de concurrentie die hiermee naar verwachting gepaard zullen gaan, sluiten tevens goed aan bij de doelstellingen van het Actieplan van de Europese Commissie voor de opbouw van een kapitaalmarktunie, dat, onder andere, grensoverschrijdende investeringen tracht te faciliteren.¹⁶

3. Reikwijdte en inwerkingtreding

De Richtlijn wijzigt de AIFMD en derhalve zullen de nieuwe bepalingen uit de Richtlijn uitsluitend gelden voor vergunninghoudende beheerders. De zogenoemde 'kleine beheerders' vallen namelijk in principe niet onder het toepassingsbereik van de Richtlijn.¹⁷ De werkingssfeer van de Verordening is eveneens beperkt tot vergunninghoudende beheerders¹⁸ en ziet daarnaast op 'kleine beheerders' die geregistreerd zijn bij ESMA op

basis van de EuVECA verordening¹⁹ of de EuSEF verordening.²⁰ Dit brengt met zich mee dat 'kleine beheerders' enkel onder de reikwijdte van de Verordening vallen wanneer zij voor een door hen beheerde beleggingsinstelling een EuVECA of EuSEF label hebben verkregen.

Op 1 augustus 2019 is de Richtlijn in werking getreden.²¹ De lidstaten hebben tot uiterlijk 1 augustus 2021 de tijd om de Richtlijn in de nationale wetgeving te implementeren.²² Deze datum is gekozen om de implementatie van de Richtlijn te synchroniseren met de inwerkingtreding van de bepalingen uit de Verordening omtrent publicitaire mededelingen en pre-marketing.²³ Vanaf 1 augustus 2019 is de Verordening namelijk rechtstreeks van toepassing in alle lidstaten, met uitzondering van enkele bepalingen die een overgangstermijn kennen en zullen gelden vanaf 2 augustus 2021.²⁴ Het wetsvoorstel ter implementatie van de Richtlijn is op het moment van schrijven van dit artikel nog niet beschikbaar, maar is al wel opgenomen in de wetgevingskalender.²⁵

4. Wijzigingen op grond van de Richtlijn

De meest in het oog springende wijzigingen die de Richtlijn met zich meebrengt, zijn de introductie van een geharmoniseerd kader voor *pre-marketing* en de procedure voor het intrekken van een Europees 'paspoort'. Bij deze laatste twee wijzigingen zullen wij derhalve uitgebreider stilstaan om vervolgens kort de overige wijzigingen aan te stippen.

4.1. Harmonisatie van de 'pre-marketing' definitie

De Nederlandse implementatie van de AIFMD reguleert, onder andere, het, zowel nationaal²⁶ als grensoverschrijdend²⁷, aanbieden van deelnemingsrechten in Europese beleggingsinstellingen door Nederlandse vergunninghoudende beheerders.²⁸ Het begrip 'aanbieden' is gedefinieerd in art. 1:1 Wft en betreft de Nederlandse implementatie van de definitie 'verhandeling' uit

12. COM(2018) 92 Final, p. 2.

13. COM(2018) 92 Final, p. 1-2.

14. COM(2018) 92 Final, p. 3.

15. Zie de preambules van de Richtlijn en Verordening.

16. Actieplan voor de opbouw van een kapitaalmarktunie, COM/2015/0468.

17. Op basis van art. 3 lid 2 van de AIFMD, zoals in Nederland geïmplementeerd in art. 2:66a van de Wft, zijn beheerders die voldoen aan de in deze artikelen opgenomen voorwaarden uitgezonderd van de vergunningplicht op basis van art. 6 lid 1 van de AIFMD, zoals in Nederland geïmplementeerd in art. 2:65 van de Wft.

18. Ten aanzien van beheerders van beleggingsinstellingen is de definitie in art. 3 onder b van de Verordening expliciet beperkt tot vergunninghoudende beheerders.

19. Verordening (EU) nr. 345/2013.

20. Verordening (EU) nr. 345/2013.

21. *PbEU* 2019, L 188/62 en art. 6 van de Richtlijn.

22. Art. 3 lid 1 van de Richtlijn

23. Preambule (13) van de Richtlijn.

24. Art. 19 van de Verordening, dit ziet op de bepalingen ten aanzien van de vereisten voor publicitaire mededelingen, de publicatie van nationale bepalingen van verhandelingsvereisten en de wijzigingen aan de EuVECA- en EuSEF verordening.

25. <https://wetgevingskalender.overheid.nl/Richtlijn/EUR20191160>, laatstelijk geraadpleegd op 30 oktober 2019.

26. Art. 4:37c lid 7 Wft.

27. Dit ziet op het aanbieden van deelnemingsrechten in een andere Europese lidstaat, ex art. 2:121c Wft.

28. Voor Europese beheerders geldt het regime van art. 2:70 Wft.

art. 4 lid 1 sub x AIFMD. Daarnaast wordt in de praktijk soms gesproken van 'marketing', welke term ook wordt gebruikt in de Engelse tekst van de AIFMD. Voornoemde definities wijzigen niet door inwerkingtreding van de Richtlijn.

Voorafgaand aan het daadwerkelijk aanbieden van de deelnemingsrechten in een beleggingsinstelling, kan het nuttig zijn voor een beheerder om bij potentiële beleggers te polsen of er überhaupt interesse is in een bepaald beleggingsidee of beleggingsstrategie. Met het oprichten van een beleggingsinstelling en het aanbieden in een bepaalde lidstaat kunnen aanzienlijke kosten zijn gemoeid en derhalve kan het lonen om vooraf de interesse van de markt te testen. Indien bij een dergelijke marktpeiling nog geen sprake is van het aanbieden van een beleggingsinstelling, vallen deze zogenoemde *pre-marketing* activiteiten buiten de reikwijdte van de AIFMD.

In Nederland is tot op heden door de wetgever of toezichthouders geen duiding gegeven aan de reikwijdte van *pre-marketing*. Om te bepalen of er sprake is van niet-gereguleerde *pre-marketing* activiteiten, is het derhalve belangrijk om vast te stellen wanneer er sprake is van 'marketing' c.q. 'aanbieden' in Nederland. Daarvoor moet allereerst naar het Nederlandse aanbiedingsbegrip worden gekeken. In art. 1:1 Wft is 'aanbieden' ten aanzien van beleggingsinstellingen gedefinieerd als 'het rechtstreeks of middellijk doen van een voldoende bepaald voorstel tot het als wederpartij aangaan van een overeenkomst inzake een recht van deelneming in een beleggingsinstelling of het rechtstreeks of middellijk vragen of verkrijgen van gelden of andere goederen van een cliënt ter deelneming in een beleggingsinstelling'. Deze definitie werd al gehanteerd voor inwerkingtreding van de AIFMD²⁹ en sluit niet volledig aan bij het 'marketing'-begrip uit de AIFMD. De Nederlandse definitie van 'aanbieden' kan derhalve eventueel nog verder worden ingekleurd door de definitie van 'marketing' in de AIFMD en de Beleidsregel Actief zijn in Nederland 2013, waarin enkele aanknopingspunten worden gegeven om te bepalen wanneer beleggingsinstellingen worden geacht te zijn aangeboden in Nederland. Het blijft echter onzeker onder welke omstandigheden gesproken kan worden van *pre-marketing*. Er zal steeds op basis van de omstandigheden van het geval een afweging dienen te worden gemaakt of de voorgenomen informatieverstrekking nog binnen het Nederlandse *pre-marketing* begrip valt.

Pre-marketing is een onderwerp dat onder het huidige regime grotendeels voorbehouden is aan de lidstaten. Niet alle lidstaten kennen het *pre-marketing* begrip en, als het concept al wordt erkend, verschillen de definitie en bijbehorende voorwaarden per lidstaat. Beheerders die gebruik wensen te maken van *pre-marketing*, worden geconfronteerd met uiteenlopende interpretaties

van dit begrip in de verschillende lidstaten, wat het gebruik ervan natuurlijk ontmoedigt.

Om deze onduidelijkheden weg te nemen, introduceert de Richtlijn een geharmoniseerde definitie van *pre-marketing*³⁰ en stelt de Richtlijn de voorwaarden vast waaraan moet worden voldaan om van *pre-marketing* gebruik te kunnen maken.³¹

Om te kunnen spreken van *pre-marketing* zal de beheerder uitsluitend informatie omtrent beleggingsstrategieën of beleggingsideeën mogen verstrekken aan potentiële Europese professionele beleggers met de bedoeling na te gaan of deze beleggers belangstelling hebben voor een beleggingsinstelling die (of compartiment dat) nog niet is opgericht, dan wel voor een beleggingsinstelling die (of compartiment dat) wel is opgericht maar waarvoor nog geen aanbiedingsnotificatie overeenkomstig de AIFMD is gedaan.³² De definitie onderstreept ook dat tijdens de *pre-marketing* fase geen informatie mag worden verstrekt die neerkomt op een aanbod of plaatsing van deelnemingsrechten of aandelen in de beleggingsinstelling. In het nieuwe art. 30bis van de AIFMD, dat de voorwaarden voor *pre-marketing* bevat, is daartoe tevens opgenomen dat tijdens *pre-marketing* geen (i) informatie die beleggers in staat stelt zich ertoe te verbinden om deelnemingsrechten of aandelen in de beleggingsinstelling te verkrijgen, (ii) (concept) inschrijfformulieren of soortgelijke documenten en (iii) definitieve oprichtingsdocumentatie, prospectus of aanbiedingsdocumenten van een nog niet opgerichte beleggingsinstelling mogen worden verspreid.³³ Indien een concept prospectus of aanbiedingsdocumentatie wordt verstrekt, schrijft de Richtlijn voor dat deze de beleggers niet in staat mag stellen een beleggingsbeslissing te nemen en moet worden voorzien van een voorgeschreven disclaimer.³⁴

De Richtlijn biedt hiermee de gewenste duidelijkheid omtrent de invulling van het *pre-marketing* begrip. Zo wordt het expliciet toegestaan om een conceptprospectus of concept aanbiedingsdocumentatie te verstrekken. Door de afbakening van dit begrip kunnen beheerders eenvoudiger tegemoet komen aan eventuele aanvullende informatieverzoeken van beleggers in de *pre-marketing* fase en hoeft er niet langer per jurisdictie advies te worden ingewonnen over de erkenning en reikwijdte van dit begrip. Wel plaatsen wij daarbij de kanttekening dat er nog steeds advies zal moeten worden ingewonnen over de implementatie van de *pre-marketing* definitie in de betreffende lidstaat. Ook is onduidelijk welke informatie in een conceptprospectus

30. Art. 2 lid 1 van de Richtlijn.

31. Art. 2 lid 2 van de Richtlijn.

32. Art. 2 lid 1 van de Richtlijn.

33. Het nieuwe art. 30bis lid 1 AIFMD, zoals opgenomen in art. 2 lid 2 van de Richtlijn.

34. Het nieuwe art. 30bis lid 1 AIFMD, zoals opgenomen in art. 2 lid 2 van de Richtlijn.

29. Kamerstukken II 2005/06, 29 708, nr. 19, p. 357.

of concept aanbiedingsdocumentatie dient te ontbreken om beleggers niet in staat te stellen een beleggingsbeslissing te nemen. Daarnaast merken wij op dat uit de preambule³⁵ en definitie van *pre-marketing* blijkt dat dit concept als doel heeft om marktpeilingen te faciliteren. Het conceptprospectus of de concept aanbiedingsdocumentatie zal echter doorgaans pas opgesteld worden nadat de beheerder een idee heeft over de potentiële interesse in de markt, mede gelet op de aanzienlijke kosten die gepaard gaan met het opstellen daarvan. De introductie van dit begrip zal er mogelijk voornamelijk toe leiden dat een beheerder reeds de beoogde potentiële beleggers bijeen kan brengen alvorens een verzoek tot registratie van een beleggingsinstelling in te dienen bij de toezichthouder, al dan niet in samenhang met een notificatie ten aanzien van een grensoverschrijdende aanbieding van deze beleggingsinstelling.

Voorts schrijft de Richtlijn voor dat de beheerder uiterlijk binnen twee weken nadat de *pre-marketing* is aangevangen, de bevoegde toezichthouder van zijn lidstaat van herkomst daarvan kennis dient te geven onder vermelding van, onder andere, de lidstaten en periode waarin *pre-marketing* zal plaatsvinden, een beschrijving van de *pre-marketing* inclusief informatie over de beleggingsstrategieën en eventueel een lijst van beleggingsinstellingen en compartimenten die het voorwerp van *pre-marketing* zijn. De relevante toezichthouder geeft dit door aan de toezichthouders in de lidstaten waar *pre-marketing* zal plaatsvinden, waarbij aan hen de mogelijkheid wordt geboden om aanvullende informatieverzoeken in te dienen.³⁶ De beheerder dient er voor te zorgen dat de *pre-marketing* toereikend gedocumenteerd is.³⁷ Deze nieuwe administratieve verplichting doet, ons ziens, niet af aan het voordeel dat wordt verkregen met de nieuwe rechtszekerheid door harmonisatie van *pre-marketing*.

De Richtlijn expliciteert dat elke inschrijving door een professionele belegger binnen 18 maanden nadat *pre-marketing* is aangevangen, zal worden gezien als het resultaat van een aanbieding waarvoor een notificatie bij de toezichthouder op grond van art. 31 en 32 AIFMD moet zijn ingediend.³⁸ Het gevolg hiervan lijkt te zijn dat na een *pre-marketing* notificatie in een lidstaat, een beheerder zich de daaropvolgende 18 maanden niet zal kunnen baseren op *reverse solicitation* wanneer de beheerder wordt benaderd door geïnteresseerde beleggers in die betreffende lidstaat.

Wij merken ten slotte nog op dat de Richtlijn de kring van derden die namens de beheerder

betrokken mogen zijn bij *pre-marketing* beperkt tot een aantal in een Europese lidstaat gevestigde en vergunninghoudende financiële instellingen.³⁹ Het nieuwe *pre-marketing* regime is tevens niet van toepassing op niet-Europese beheerders en 'kleine beheerders',⁴⁰ Indien deze beheerders interesse voor beleggingsinstellingen wensen te peilen in de Europese Unie, zullen zij nog steeds per lidstaat de mogelijkheden voor *pre-marketing* moeten nagaan. Het *pre-marketing* regime zal daarentegen wel van toepassing zijn op 'kleine beheerders' met een EuVECA of EuSEF label.⁴¹ Ondanks het feit dat het nieuwe *pre-marketing* regime niet direct van toepassing is op 'kleine beheerders' zouden wij willen pleiten voor een gelijke behandeling van Nederlandse vergunninghoudende beheerders en Nederlandse 'kleine beheerders' bij het aanbieden van een beleggingsinstelling in Nederland. Dat zou wat ons betreft betekenen dat op mogelijke *pre-marketing* activiteiten door Nederlandse vergunninghoudende beheerders en Nederlandse 'kleine beheerders' in Nederland dezelfde definitie van *pre-marketing* van toepassing is, waardoor een gelijk speelveld gecreëerd wordt op dit punt.

4.2. Harmonisatie van het de-notificatie regime

Aan het Europese marketingpaspoort zitten in diverse lidstaten (doorlopende) kosten verbonden, die de toezichthouders van de genotificeerde lidstaten in rekening brengen bij de beheerder. Als de beheerder de marketingactiviteiten in een lidstaat op enig moment wil stopzetten, is het Europese marketing paspoort niet langer nodig en ligt het – mede gelet op deze toezichtkosten – voor de hand om het paspoort in te trekken.

Thans voorziet de AIFMD niet in een geharmoniseerd kader voor het intrekken van een Europees paspoort. In de praktijk gaan lidstaten hierdoor verschillend om met een dergelijke intrekking. In onze ervaring staat de AFM het intrekken van het paspoort op basis van de AIFMD bijvoorbeeld toe in de situatie dat er (i) geen beleggers uit een bepaalde lidstaat geïnvesteerd hebben in de beleggingsinstelling en (ii) het niet voorzien is dat in de nabije toekomst beleggers uit die lidstaat zullen toetreden. De voorwaarden waaronder intrekking wordt toegestaan, verschillen echter

35. Preambule (9) van de Richtlijn.

36. Art. 30bis lid 2, laatste alinea, zoals opgenomen in art. 2 lid 2 van de Richtlijn.

37. Art. 30bis lid 4, zoals opgenomen in art. 2 lid 2 van de Richtlijn.

38. Art. 30bis lid 2, tweede alinea, zoals opgenomen in art. 2 lid 2 van de Richtlijn.

39. Op grond van art. 30bis lid 3, zoals opgenomen in art. 2 lid 2 van de Richtlijn, kunnen uitsluitend beleggingsondernemingen met een MiFID II vergunning, kredietinstellingen overeenkomstig Richtlijn 2013/36/EU, icbe-beheerders overeenkomstig Richtlijn 2009/65/EG en abi-beheerders overeenkomstig de AIFMD aan *pre-marketing* doen namens een vergunninghoudende Europese beheerder.

40. Gelet op de reikwijdte van de AIFMD en de zinsnede '[...] een vergunninghoudende EU-abi-beheerder' in art. 30bis lid 1, zoals opgenomen in art. 2 lid 2 van de Richtlijn.

41. Art. 15 en 16 van de Verordening.

per lidstaat en deze uiteenlopende behandeling resulteert in economische en rechtsonzekerheid voor beheerders.⁴²

Om deze reden voorziet de Richtlijn in een geharmoniseerd kader voor het intrekken van de kennisgeving voor het aanbieden van een beleggingsinstelling in andere lidstaten dan de lidstaat van herkomst. Oftewel, de Richtlijn voorziet in de mogelijkheid tot 'de-notificatie' van een marketingpaspoort voor een vergunninghoudende beheerder.

Op basis van de Richtlijn⁴³ wordt de mogelijkheid in het leven geroepen om een marketingpaspoort in één of meer EU lidstaten te de-notificeren, indien de beheerder uiterlijk op de datum van het verzoek de aanbieding of plaatsing van de deelnemingsrechten beëindigt, en voldoet aan de volgende drie voorwaarden:

- (i) met uitzondering van closed-end beleggingsinstellingen, dient gedurende 30 werkdagen een algemeen openbaar aanbod gedaan te worden aan beleggers in de relevante lidstaat tot inkoop van de uitstaande deelnemingsrechten, welk aanbod eveneens – direct of indirect – wordt gericht aan de individuele beleggers waarvan de identiteit bekend is;
- (ii) het voornemen van een beheerder om een verzoek tot de-notificatie in te dienen, wordt openbaar gemaakt via een publiek medium dat gebruikelijk is voor de verhandeling van beleggingsinstellingen en geschikt is voor het type belegger(s) dat heeft geïnvesteerd⁴⁴; en
- (iii) bestaande contractuele regelingen met tussenpersonen dienen te worden gewijzigd of beëindigd om nieuwe of verdere aanbieding of plaatsing van de deelnemingsrechten te voorkomen.

Interessant om op te merken is dat, in vergelijking met eerdere versies van voorstellen voor de Richtlijn, in de uiteindelijk aangenomen versie een tweetal aanvullende voorwaarden voor de-notificatie zijn komen te vervallen. Het de-notificatie regime uit de Richtlijn beperkt de mogelijkheid tot het indienen van een verzoek tot de-notificatie namelijk niet langer tot de situatie waarin de beleggingsinstelling geen of slechts een zeer beperkt aantal beleggers in de desbetreffende lidstaat kent.⁴⁵ Daarnaast is, anders dan in de eerste versie van de Richtlijn, de verplichting tot het doen van een algemeen inkoopaanbod (ad. (i) hierboven) beperkt tot de open-end beleggingsinstellingen, waardoor de-

notificatie ook toegankelijk is gemaakt voor closed-end beleggingsinstellingen welke in de regel gelet op de illiquide aard van de beleggingen geen of zeer beperkte inkoopmogelijkheden kennen gedurende de looptijd van de beleggingsinstelling. Zonder deze laatste wijziging zou het nieuwe art. 32bis AIFMD mogelijk een dode letter zijn geworden voor veel closed-end beleggingsinstellingen.

Niettegenstaande de mogelijkheid tot de-notificatie wanneer de beleggingsinstelling nog wel beleggers uit de lidstaat kent, blijven de informatieverplichtingen uit art. 22 en 23 van de AIFMD⁴⁶ na de de-notificatie onverkort gelden ten aanzien van deze resterende beleggers.⁴⁷ Op deze manier wordt gewaarborgd dat de de-notificatie geen afbreuk doet aan de bescherming van de resterende beleggers, waaronder, met name, het recht op correcte informatieverschaffing.⁴⁸

In de Richtlijn is voor de-notificatie procedure aangesloten bij de procedure zoals deze reeds geldt voor het indienen van een verzoek voor een marketingpaspoort. De beheerder dient het verzoek in bij de bevoegde autoriteit in de lidstaat van herkomst, welke dit, na controle van het verzoek op volledigheid, binnen 15 werkdagen zal doorzenden naar ESMA en de bevoegde autoriteiten in de lidstaten waarop het de-notificatieverzoek ziet. Het doorzenden wordt onverwijld aan de beheerder doorgegeven.⁴⁹

De Richtlijn bepaalt niet expliciet dat het in rekening brengen van kosten door de toezichthouder van de lidstaat van ontvangst na een de-notificatie van een beleggingsinstelling niet meer mag. De conclusie dat dit niet langer is toegestaan, lijkt echter wel voor de hand te liggen gelet op de beëindiging van de aanbieding in de lidstaat en het in paragraaf 5.2 behandelde vereiste dat de toezichtkosten in verhouding moeten staan tot het gehouden toezicht. Het indienen van de de-notificatie zorgt er daarnaast voor dat de lidstaat van ontvangst niet langer van de beheerder mag eisen dat deze aantoonbaar te voldoen aan de overeenkomstig art. 5 van de Verordening openbaar gemaakte nationale wettelijke en bestuursrechtelijke verhandelingsvereisten. Deze openbaarmakingsverplichting wordt in paragraaf 5.2 nader toegelicht.

Nadat een beheerder gebruik heeft gemaakt van de de-notificatiemogelijkheid geldt er voor de beheerder gedurende een periode van 36 maanden een verbod op *pre-marketing* in de lidstaat in kwestie van de desbetreffende gedenotificeerde beleggingsinstelling, of van

42. Preamble (7) bij de Richtlijn.

43. Het nieuwe art. 32 bis AIFMD, zoals opgenomen in art. 2 lid 4 van de Richtlijn.

44. Het is vooralsnog onduidelijk hoe aan dit vereiste zal moeten worden voldaan en op welk type publiek medium hier wordt bedoeld.

45. In het eerste voorstel van de Richtlijn (COM(2018) 92 Final, gold het vereiste voor de-notificatie dat de beleggingsinstelling geen of maximaal 10 beleggers kende, welke gezamenlijk minder dan 1% van het beheerde vermogen van de beleggingsinstelling vertegenwoordigen. Dergelijke eis komt niet langer terug in de Richtlijn.

46. Art. 22 en 23 AIFMD zien op het verstrekken van het door een accountant gecontroleerde jaarverslag van een beleggingsinstelling aan beleggers en de informatievoorziening aan beleggers, inclusief materiële wijzigingen in deze informatie.

47. Het nieuwe art. 32bis lid 4 van de AIFMD, zoals opgenomen in art. 2 lid 4 van de Richtlijn.

48. Preamble (8) van de Richtlijn.

49. Het nieuwe art. 32bis lid 2 en 3 van de AIFMD, zoals opgenomen in art. 2 lid 4 van de Richtlijn.

een beleggingsinstelling met vergelijkbare beleggingsstrategieën of beleggingsideeën.⁵⁰ Dit kan problematisch zijn voor *successor funds* van bijvoorbeeld een beheerder met een *private equity* focus, aangezien dergelijke beleggingsinstellingen in de regel een vergelijkbare beleggingsstrategie kennen, en zou derhalve het gebruik van notificatie in de weg kunnen staan.

4.3. Overige wijzigingen

Naast de hiervoor beschreven wijzigingen bevat de Richtlijn nog een drietal wijzigingen. Ten eerste worden de voorwaarden voor de verhandeling van deelnemingsrechten aan niet-professionele beleggers nader ingevuld. Voorheen gold dat dergelijke verhandeling in principe buiten het toepassingsbereik van de AIFMD viel⁵¹ en daardoor volledig aan de individuele lidstaten werd overgelaten. Het nieuwe art. 43bis AIFMD vult dit aan en schrijft voor dat beheerders een aantal voorzieningen beschikbaar moeten stellen⁵² in de lidstaat waar de verhandeling aan niet-professionele beleggers plaatsvindt, zonder dat hiervoor een fysieke aanwezigheid van de beheerder of het aanstellen van een derde vereist mag worden door de lidstaat. Daarnaast mogen onverminderd aanvullende regels voor de verhandeling van deelnemingsrechten aan niet-professionele beleggers worden gesteld in de lidstaten.

Ten tweede dient de Europese Commissie een verslag in te dienen – al dan niet vergezeld van een wetgevingsvoorstel – over de beoordeling van de bestaande paspoortregeling voor beheerders⁵³, voordat de mogelijkheid om een Europees marketingpaspoort aan te vragen, wordt opengesteld voor niet-Europese beheerders die een Europese beleggingsinstelling beheren⁵⁴ of Europese beheerders die een niet-Europese beleggingsinstelling beheren.⁵⁵

Tot slot dienen beheerders bij een verzoek tot het verkrijgen van een Europees marketingpaspoort op basis van art. 32 AIFMD extra informatie aan de toezichthouder van de lidstaat van herkomst te sturen.⁵⁶ Deze informatie ziet op (i) de benodigde

gegevens, waaronder de adresgegevens, om toezichtkosten in rekening te brengen en (ii) indien van toepassing, informatie over de getroffen voorzieningen voor de verhandeling van deelnemingsrechten aan niet-professionele beleggers als bedoeld in het nieuwe art. 43bis AIFMD.

5. Wijzigingen op grond van de Verordening

Naast enkele bepalingen die zien op de taken en bevoegdheden van ESMA, introduceert de Verordening regels omtrent marketinguitingen ten aanzien van beleggingsinstellingen en toezichtkosten die in rekening mogen worden gebracht door lokale toezichthouders. De bepalingen uit de Verordening die specifiek zien op EuVECA en EuSEF beheerders behandelen wij separaat in paragraaf 6 hieronder.

5.1. Marketinguitingen

De AIFMD bevatte tot op heden geen specifieke vereisten voor de aan potentiële beleggers gerichte marketingmaterialen en lidstaten waren derhalve op dit gebied vrij om nationale regels te stellen. Indien een beheerder wenst marketingmaterialen, zoals flyers, presentaties, wervende e-mails of commercials, te verspreiden, dient de beheerder, eventueel met behulp van een lokale adviseur, per lidstaat na te gaan of daar, naast een eventueel *pre-marketing* regime, specifieke regels op van toepassing zijn. Zo zijn er in ieder geval zes lidstaten waar de toezichthouder marketingmaterialen vooraf dient te controleren en/of goedkeuren.⁵⁷ Deze voorafgaande controle door de toezichthouder maakt het marketingproces minder flexibel en kan leiden tot vertraging.

Nederland kent op dit moment tevens regels voor reclame-uitingen, waarbij op sommige punten onderscheid kan worden gemaakt tussen deelnemingsrechten zijnde een effect en niet-zijnde een effect. In het algemeen gelden ten aanzien van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen de regels uit art. 4:19 Wft, welke nader worden uitgewerkt in de Beleidsregel Informatieverstrekking van de AFM. Voor deelnemingsrechten die kwalificeren als effect kunnen tevens de reclameregels uit de Prospectusverordening van toepassing zijn, voor zover er op grond van de Prospectusverordening sprake is van een aanbieding aan het publiek of toelating van effecten tot de handel op gereguleerde markt.⁵⁸ Voor inwerkingtreding

50. Het nieuwe art. 33bis lid 3 AIFMD, zoals opgenomen in art. 2 lid 4 van de Richtlijn.

51. Zie art. 43 AIFMD.

52. De voorzieningen zien op (i) het verwerken van orders van beleggers, (ii) mededelingen aan beleggers over de wijze van verwerking van orders en de wijze van uitoefening van rechten door de beleggers, (iii) de beschikbaarheid van de in art. 22 en 23 AIFMD voorgeschreven informatie, en (iv) het fungeren als contactpunt voor communicatie met de bevoegde autoriteiten.

53. Het nieuwe art. 69bis AIFMD, zoals opgenomen in art. 2 lid 7 van de Richtlijn.

54. Op basis van art. 39 AIFMD.

55. Op basis van art. 35 AIFMD.

56. De wijziging wordt doorgevoerd door een toevoeging aan Bijlage IV van de AIFMD, zoals opgenomen in art.

2 lid 8 van de Richtlijn.

57. Te weten België, Italië, Frankrijk, Griekenland, Bulgarije, Finland en Spanje, zie SWD(2018) 54 Final, p. 15.

58. Art. 22 van de Prospectusverordening (EU) 2017/1129 en art. 13 tot en met 17 Gedelegeerde Verordening (EU).

van de Prospectusverordening was het zogenoemde 'wild-west bordje' van de AFM verplicht voor reclame-uitingen met betrekking tot bepaalde aanbiedingen aan het publiek, die waren uitgezonderd van de prospectusplicht.⁵⁹ Toepassing van dit 'wild-west bordje' is met inwerkingtreding van de Prospectusverordening vervallen en derhalve gelden er tot inwerkingtreding van de Verordening geen aanvullende marketingregels voor deelnemingsrechtendie kwalificeren als effect, maar zijn vrijgesteld van de prospectusplicht.⁶⁰ Wel dient, ongeacht de kwalificatie als effect, tevens onverminderd rekening te worden gehouden met de eisen uit de Wet oneerlijke handelspraktijken omtrent informatieverstreking.

De Verordening introduceert minimum-harmonisatie van de vereisten voor marketing-uitingen en deze vereisten gelden voor alle typen deelnemingsrechten in beleggingsinstelling. De Verordening spreekt niet van 'marketinguitingen' maar van 'publicitaire mededelingen'.⁶¹ De Verordening bevat geen definitie van dit begrip, maar dit lijkt ruim geïnterpreteerd te moeten worden en alle niet door de AIFMD voorgeschreven documenten en uitingen ten aanzien van een beleggingsinstelling te omvatten. Marketinguitingen dienen als zodanig herkenbaar te zijn en zowel de risico's als voordelen van het verwerven van deelnemingsrechten of aandelen in de betreffende beleggingsinstelling op even opvallende wijze te beschrijven. Voorts moet de informatie in marketinguitingen correct, duidelijk en niet-misleidend zijn.⁶² Voornoemde vereisten komen grotendeels overeen met de huidige in Nederland geldende voorschriften voor reclame-uitingen. De Verordening bevat tevens een grondslag voor ESMA om richtsnoeren vast te stellen ten aanzien van voornoemde eisen aan marketinguitingen.⁶³

Bovenstaande vereisten laten onverlet dat lidstaten aanvullende regels kunnen stellen ten aanzien van beleggingsinstellingen die worden aangeboden aan niet-professionele beleggers.⁶⁴ De Verordening introduceert wel een expliciete grondslag voor lidstaten om marketinguitingen die zijn gericht tot niet-professionele beleggers aan voorafgaande goedkeuring van de toezichthouder te onderwerpen. In dat geval kan de betreffende toezichthouder binnen tien werkdagen

wijzigingen in de marketinguiting verlangen.⁶⁵ De toezichthouders die een dergelijke voorafgaande goedkeuring vereisen, dienen de procedures daarvoor te publiceren op hun website.⁶⁶

5.2. Toezichtkosten

In de meeste lidstaten brengen de bevoegde toezichthouders kosten in rekening wanneer een beheerder met een andere lidstaat van herkomst grensoverschrijdend activiteiten verricht in de desbetreffende lidstaat. Dit geldt voor zowel vergunninghoudende beheerders die op basis van een Europees marketingpaspoort actief zijn, als voor 'kleine beheerders' met een EuVECA of EuSEF label.⁶⁷ Onze praktijkervaring leert dat de hoogte van de eenmalige en/of doorlopende toezichtkosten die door toezichthouders in rekening worden gebracht sterk uiteenlopen tussen de verschillende EU-lidstaten. Zo hebben wij ervaren dat de AFM bijvoorbeeld geen kosten in rekening brengt voor een inkomend en uitgaand marketingpaspoort, terwijl de *Commission de Surveillance du Secteur Financier*, de bevoegde toezichthouder in Luxemburg, hier wel kosten voor rekent en de *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, de bevoegde toezichthouder in Spanje, voorschrijft dat een lokaal betaalkantoor (*local paying agent*) wordt ingeschakeld.

Om de gelijke behandeling van beheerders te waarborgen en het proces om beleggingsinstellingen grensoverschrijdend aan te bieden te vereenvoudigen,⁶⁸ voorziet de Verordening in enkele aanvullende regels met betrekking tot de kosten die in rekening gebracht worden door toezichthouders. Deze nieuwe regels creëren een toetsingskader voor het vaststellen van de hoogte van de kosten en zorgen daarnaast voor (meer) transparantie vanuit de toezichthouders richting de marktpartijen over (de berekening van) deze kosten.

Ten eerste dienen de kosten of vergoedingen overeen te komen met de totale kosten die een toezichthouder maakt om zijn toezichtstaken uit te oefenen.⁶⁹ Het kostenplaatje voor de beheerder voor grensoverschrijdende activiteiten moet hierdoor in verhouding komen te staan tot de kosten die een toezichthouder maakt in verband met het toezicht op deze activiteiten.

Ten tweede zijn toezichthouders gehouden om de in rekening te brengen kosten middels een factuur, een individueel betalingsverzoek of een

2019/979.

59. Art. 5:20 lid 5 Wft (oud).

60. Het 'wild-west bordje' uit art. 5:20 Wft (oud) moet worden onderscheiden van het waarschuwbordje zoals voorgeschreven in art. 2:66a lid 6 Wft. Deze laatste waarschuwing melding geldt onverkort voor, onder andere, reclame-uitingen ten aanzien van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen beheerd door een 'kleine beheerder'.

61. Preambule (2) tot en met (7) en art. 4, 7 en 8 van de Verordening.

62. Art. 4 lid 1 van de Verordening.

63. Art. 4 lid 6 van de Verordening.

64. Art. 43 AIFMD.

65. Art. 7 lid 3 jo. art. 7 lid 1 van de Verordening.

66. Art. 7 lid 3 jo. art. 7 lid 2 van de Verordening.

67. Het EuVECA of EuSEF label biedt voor 'kleine beheerders' ook de mogelijkheid om in meerder EU lidstaten actief te zijn op basis van eenduidige regels en het principe van *home state control*, vergelijkbaar met een Europees marketingpaspoort, zonder dat een volledige vergunning vereist is.

68. Preambule (8) bij de Verordening.

69. Art. 9 lid 1 van de Verordening.

betalingsoopdracht inzichtelijk te maken voor de beheerder. De te gebruiken betaalmiddelen en uiterste betalingsdatum moeten daarbij voor de beheerder duidelijk zijn.⁷⁰

Tot slot schrijft de Verordening voor dat toezichthouders openheid van zaken moeten geven ten aanzien van de door de desbetreffende toezichthouder in rekening te brengen kosten.⁷¹ Dit uit zich allereerst in de verplichting om uiterlijk op 2 februari 2020 de kosten en vergoedingen, of in voorkomend geval de berekeningsmethoden voor deze kosten en vergoedingen, op hun website te publiceren en up-to-date te houden. Dergelijk overzicht moet worden opgesteld in een taal die in de internationale financiële wereld gebruikelijk is, waardoor in de meeste gevallen enkel de taal van de lidstaat van de desbetreffende toezichthouder onvoldoende zal zijn. Het overzicht wordt ook kenbaar gemaakt aan ESMA, die ervoor zorgt dat er uiterlijk op 22 februari 2022 een volledig overzicht op haar website staat met hyperlinks naar het kostenoverzicht op de websites van alle individuele Europese toezichthouders.

Op dezelfde datum zorgt ESMA ervoor dat een publiek toegankelijke interactieve applicatie op haar website beschikbaar is, waarmee beheerders een indicatieve berekening kunnen maken van de toezichtkosten in de verschillende lidstaten die verbandhouden met de grensoverschrijdende activiteiten van de beheerder.⁷²

Hoewel deze nieuwe regeling een toetsingskader geeft voor het vaststellen van de kosten die toezichthouders in rekening brengen, zijn er geen concrete grenzen of voorschriften gesteld aan dergelijke kosten. Doordat de kosten in verhouding moeten staan tot de totale gemaakte kosten van een toezichthouder op dit gebied, wordt de vaststelling sterk afhankelijk van de overheadkosten van een toezichthouder. Naar verwachting zullen verschillen tussen lidstaten in bijvoorbeeld het salarisniveau van de medewerkers of de kosten voor het in stand houden van adequate ICT-systemen daardoor hun weerslag vinden in de uiteindelijke hoogte van de toezichtkosten. Het zal daarom nog moeten blijken of de eerder genoemde uiteenlopende hoogte van de toezichtkosten in de verschillende lidstaten door deze regeling tot het verleden behoren. De voorgeschreven mate van transparantie zal echter waarschijnlijk wel leiden tot een proportioneel kostenniveau.

6. Wijzigingen voor EuVECA en EuSEF beheerders

Zoals aangegeven in paragraaf 3, vallen 'kleine beheerders' in beginsel buiten het toepassingsbereik van de Richtlijn en Verordening. De Verordening bevat wel enkele bepalingen die relevant zullen

zijn voor 'kleine beheerders' die voor een door hen beheerde beleggingsinstelling een EuVECA of EuSEF label hebben verkregen. Zo gelden de vereisten voor marketinguitingen en toezichtkosten, zoals beschreven in respectievelijk paragraaf 5.1 en 5.2, ook voor EuVECA en EuSEF beheerders. De Verordening wijzigt tevens de EuVECA en EuSEF verordeningen, waarmee een gelijkkluidend *pre-marketing* regime zoals beschreven in paragraaf 4.1 voor vergunninghoudende beheerders wordt geïntroduceerd voor beheerders van dergelijke durfkapitaal- of sociaalondernemerschapsfondsen.

7. Afsluitende overwegingen

De Verordening en Richtlijn lijken in grote mate tegemoet te komen aan de in de praktijk ontstane behoefte aan duidelijkheid ten aanzien van verschillende aspecten in het huidige regelgevend kader voor het grensoverschrijdend aanbieden van beleggingsinstellingen. Zo zal de harmonisatie van het *pre-marketing* en de-notificatie regime naar verwachting bijdragen aan het faciliteren van grensoverschrijdende distributie van beleggingsinstellingen, nu beheerders niet langer per jurisdictie advies hoeven in te winnen over het bestaan en de voorwaarden van deze regimes. Dit neemt echter niet weg dat beheerders nog altijd bedacht moeten zijn op verschillen die kunnen ontstaan bij de implementatie van de Richtlijn in de verschillende lidstaten, met name ten aanzien van de toegestane informatie in een conceptprospectus of concept aanbiedingsdocumentatie. Daarnaast werden door de Europese Commissie administratieve en kennisgevingsverplichtingen en de toezichtkosten die in elke afzonderlijke lidstaat in rekening worden gebracht, genoemd als oorzaken die grensoverschrijdende distributie ontmoedigen. Wij merken op dat de Richtlijn en Verordening echter ook nieuwe administratieve en kennisgevingsverplichtingen introduceren (zoals de *pre-marketing* notificatie en vereisten aan marketinguitingen) en dat, ook al worden er eisen gesteld aan de totstandkoming van deze kosten, er nog altijd per lidstaat uiteenlopende toezichtkosten in rekening kunnen worden gebracht. De geïntroduceerde transparantie over de toezichtkosten zal waarschijnlijk wel leiden tot een proportioneel kostenniveau. Ook merken wij op dat de Richtlijn en Verordening op bepaalde punten onduidelijkheden met zich meebrengen, denk aan de mogelijkheden voor *reverse solicitation* en bepaalde voorwaarden en consequenties van het de-notificatieregime. Deze kanttekeningen doen, ons inziens, echter niet af aan het voordeel dat de verkregen rechtszekerheid met zich meebrengt.

70. Art. 9 lid 2 van de Verordening.

71. Art. 10 van de Verordening.

72. Art. 11 lid 2 van de Verordening.