



Aan de voorzitter en de leden
van de Vaste Commissie voor Financiën
van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA DEN HAAG

Amsterdam, 11 juni 2012

Referentie: B12.45

Betreft: Wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (kamerstukken 33 235)

Geachte dames en heren,

Eumedion heeft kennis genomen van het wetsvoorstel d.d. 19 april 2012 tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht, het Burgerlijk Wetboek, de Wet op de economische delicten en enige fiscale wetten ter implementatie van richtlijn nr. 2011/61/EU inzake de beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: het wetsvoorstel).¹ Graag willen wij een aantal aspecten met betrekking het tot het wetsvoorstel onder uw aandacht te brengen. Eumedion stelt het op prijs, indien u onze opmerkingen betreft bij de inbreng voor het verslag bij het wetsvoorstel.

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

¹ Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 1-2.

1. Onduidelijkheid over wijze van beschikbaarstelling van informatie en cumulatie met biedplichtregels

Op grond van conceptartikel 4:37y 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 Autoriteit Financiële Markten (AFM), de aandeelhouders en de uitgevende instelling. Het gaat om informatie over de identiteit van de beheerder, het beleid ter voorkoming en beheer van belangenconflicten en het beleid inzake de communicatie met betrekking tot de desbetreffende uitgevende instelling en met name met betrekking tot de werknemers van de desbetreffende uitgevende instelling. Bij welke mate van zeggenschap er sprake is van ‘controle’ wordt bepaald door de nationale wetgeving van de lidstaat waarin de beursgenoteerde uitgevende instelling gevestigd is (conceptartikel 4:37w sub c Wft). Voor in Nederland gevestigde beursvennootschappen is er bij verkrijging van 30 procent van de stemrechten sprake van controle.²

Onduidelijk is *op welke wijze* de informatie over de Nederlandse beheerder van een abi die controle heeft verworven beschikbaar moet worden gehouden. Ook is onzeker hoe de informatieverplichtingen van conceptartikel 4:37y Wft zich verhouden tot de bestaande wettelijke verplichting een openbaar overnamebod uit te brengen wanneer een controlerend belang in een beursvennootschap is verworven (artikel 5:70 Wft).³ Wordt er bijvoorbeeld voldaan aan de verplichting om de informatie beschikbaar te houden, wanneer deze informatie wordt opgenomen in een bij het verplichte bod openbaar te maken biedingsbericht (artikel 5:74 Wft)? Het laatste lijkt Eumedion voor de hand te liggen en voorkomt onnodige administratieve lasten. Een verdere 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.

Het wetsvoorstel noch de memorie van toelichting geeft helder antwoord op deze vragen. Volstaan wordt met de summiere mededeling dat met de AFM dient te worden overlegd over hoe ingeval van cumulatie van de voorgestelde informatieverplichtingen van conceptartikel 4:37y Wft en de biedplichtregels het beste aan de regelgeving kan worden voldaan.⁴ Dit biedt volstrekt geen zekerheid aan marktpartijen. Het is temeer onbevredigend omdat het cumulatieprobleem geen uitzondering zal zijn, maar zich in beginsel standaard zal voordoen ingeval een beheerder van abi controle verwerft in een beursvennootschap. Eumedion meent dat in het wetsvoorstel zelf duidelijkheid dient te worden gegeven door te preciseren *op welke wijze* ‘informatie beschikbaar kan worden gehouden’ in de zin van conceptartikel 4:37y Wft en hoe dient te worden gehandeld bij een cumulatie met de biedplichtregeling.

² Definitie ‘overwegende zeggenschap’ in artikel 1:1 Wft.

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

⁴ P. 97 van de memorie van toelichting.

2. Te beperkte beschikbaarheid van informatie over zeggenschap in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen

In het wetsvoorstel wordt in conceptartikel 4:37s 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, 20, 30, 50 en 75 procent.

Uit de wettekst of toelichting blijkt echter niet exact wat vervolgens met de gegevens over zeggenschap van een abi 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 register van de AFM, zoals thans wel geldt voor op grond van hoofdstuk 5.3 Wft gedane meldingen van substantiële belangen in beursvennootschappen.⁵

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 richtlijn nr. 2011/61/EU 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 4:47t en 4:47u 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. Dit toont temeer aan dat de verplicht te verstrekken informatie over de aanmerkelijke belangen van beheerders van abi's niet uitsluitend een toezichtdoel dient maar ook ter beschikking van belanghebbende anderen (medeaandeelhouders, werknemers, schuldeisers, etc.) dient te worden gesteld. Het wetsvoorstel dient op dit punt te worden aangevuld.

3. Passief over- of onderschrijden van de meldingsdrempel problematisch

Een ander belangrijk punt is dat het zeer bewerkelijk kan worden 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-

⁵ Zie het bestaande artikel 1:107 lid 3 onderdeel c Wft.

beursgenoteerde uitgevende instellingen en een door toezichthouder verzorgde 'alertservice' voor beleggers. Van de beheerder wordt verwacht dat hij de betreffende informatie uit de betreffende handelsregisters haalt en deze voortdurend monitort.⁶ Dit is echter lastig uitvoerbaar voor Nederlandse beheerders met een brede internationale beleggingsportefeuille, omdat de meldingsverplichting in conceptartikel 4:37s Wft zich richt tot *alle* aanzienlijke belangen van Nederlandse beheerders van abi's in niet-beursgenoteerde uitgevende instellingen, ongeacht waar die vennootschappen in de Europese Unie gevestigd zijn. Een beheerder van een abi zal daardoor continu bijvoorbeeld Letse, Ierse, Tsjechische en Finse handelsregisters moeten monitoren op mogelijke wijzigingen in het geplaatst kapitaal in ondernemingen gevestigd in die lidstaten waarin de beheerder van de abi een deelneming houdt. Los daarvan is het maar 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 dient de regering naar onze mening zich uitdrukkelijk en 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 melden door niet-beursvennootschappen, gevestigd in de Europese Unie, van wijzigingen in het geplaatst kapitaal;
2. 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.

4. Rigide implementatie zet Nederlandse institutionele beleggers op achterstand

Definitie beleggingsinstellingen

Het is niet duidelijk hoe de definitie van beleggingsinstellingen precies uitwerkt voor *gelaagde* intragroep fondsstructuren die door diverse Nederlandse institutionele beleggers worden gebruikt. In een gelaagde interne structuur wordt het vermogen van enkele fondsen ('topfondsen'), die doorgaans onder het regime van de te implementeren AIFM-richtlijn vallen, belegd in een ander fonds binnen de groep ('basisfondsen'). Op die manier kan allocatie van vermogen op een efficiënte en inzichtelijke manier tot stand komen. Op grond van het wetsvoorstel en de richtlijn is onzeker of in het geval het basisfonds waarin uitsluitend door enkele interne fondsen wordt belegd ten behoeve van interne kapitaalallocatie gesproken kan worden van 'een reeks beleggers' en 'het ophalen van kapitaal' (voorgestelde definitie van beleggingsinstelling).⁷ Mocht dit onverhoopt toch het geval zijn dan wordt de groep geconfronteerd met het feit dat op twee fondsniveaus aan alle richtlijneisen moet worden voldaan, terwijl het 'onderste' fonds in feite niet meer dan 'een doorgeefluik' is waarin geen publiek kapitaal wordt aangetrokken. Hierdoor worden institutionele beleggers onnodig op hoge kosten

⁶ P. 91 van de toelichting.

⁷ 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".

gejaagd terwijl de belangen van externe beleggers en/of klanten op geen enkele wijze in het geding zijn.

Joint ventures vrijstelling ontbreekt

Hetzelfde probleem doet zich voor als het vermogen van een beleggingsfonds wordt herbelegd in een joint venture constructie met een andere externe belegger (institutionele belegger). Deze joint venture structuur wordt in de praktijk door uitvoerders van pensioenfondsen en andere institutionele beleggers uitsluitend gebruikt om beleggingen in te zetten voor – bijvoorbeeld – vastgoedinvesteringen om zo, onder meer, risico's te delen. Ook hier bestaat het gevaar van 'dubbel' toezicht, terwijl sterk kan worden betwijfeld of er wel sprake is van een 'reeks beleggers' en het 'ophalen van (extern) kapitaal' op het niveau van het 'investeringsvehikel'. In de richtlijn wordt deze onwenselijkheid uitdrukkelijk onderkend. In overweging 8 is namelijk aangegeven dat 'joint ventures' voor bijzondere doelen zijn uitgezonderd van de werkingssfeer van de richtlijn. Helaas is deze uitzondering ten onrechte niet opgenomen in het wetsvoorstel.

Uitzondering pensioenfondsen

Ook ten aanzien van onderdelen a en d van conceptartikel 1:13a Wft is aanpassing 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 tweede pijler Nederlandse pensioenen, dat vaak – in afwijking van het beheer in veel andere landen – via fondsen voor gemene rekening plaatsvindt ('pooling structuur'). Eumedion verzoekt alsnog expliciet in onderdelen a en d van conceptartikel 1:13a Wft tot uitdrukking te brengen dat het beheer van Nederlandse pensioenvermogens, inclusief pooling structuren, wordt uitgezonderd van de werkingssfeer. De juridisch-administratieve vormgeving van het beheer van diverse Nederlandse pensioenfondsen mag redelijkerwijs niet tot gevolg hebben dat in het geheel geen gebruik kan worden gemaakt van de pensioenfondsuitzonderingen. Anders zou een ongelijk speelveld in de EU ontstaan waar het gaat om het beheer van pensioenvermogen met onnodige kosten als gevolg.

Eumedion adviseert het wetsvoorstel op bovenstaande punten aan te passen.

5. Nadere opmerkingen

Ten slotte heeft Eumedion nog enkele nadere opmerkingen en vragen.

- In conceptartikel 4:37q 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 waarvan (geen) aandelen zijn toegelaten tot de handel op de gereguleerde markt' te gebruiken. Consistente terminologie is van groot belang om de wetgeving enigszins inzichtelijk te houden. 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 de term beursnotering – op goede gronden – vervangen door de term ‘toelating tot de handel op een gereguleerde markt’.⁸

- In conceptartikel 4:37s, 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 4:37y lid 1 onder c Wft staat “niet-beursgenoteerde uitgevende instelling”. Eumedion meent dat dit “uitgevende instelling” zou moeten zijn.
- Conceptartikel 4:37z 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’). In de toelichting is aangegeven dat deze bepaling de rechtmatigheid van besluiten van de aandeelhoudersvergadering waar de beheerder met zijn bepaling deel van uitmaakt, niet zal aantasten. Wel zal hij een bestuurlijke boete of dwangsom van de AFM opgelegd kunnen krijgen wanneer hij vóór een voorstel in de aandeelhoudersvergadering stemt dat tot asset stripping leidt.⁹ Eumedion vraagt zich af of het niet meer voor de hand ligt om deze vennootschapsrechtelijke bepalingen langs privaatrechtelijke weg te handhaven in plaats via de bestuursrechtelijke weg, zoals bijvoorbeeld ook bij de bestaande artikelen 5:25k en 5:25ka Wft het geval is.
- 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 4:37z Wft met betrekking tot ‘asset stripping’ (zie definitie van controle in conceptartikel 4:37w Wft). Dit lijkt te betekenen dat wanneer de beleggingsinstelling via een deelneming in een andere vennootschap een controlerend belang in een beursgenoteerde instelling verwerft, deze beleggingsinstelling ook aan conceptartikel 4:37z 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 4:37z Wft dan ook van toepassing? Het bevat namelijk geen element van ‘acting in concert’ zoals artikel 5:70 Wft (verplicht bod) dat wel bevat.


Eumedion meent dat het wetsvoorstel ook op deze punten verhelderd dient te worden.

⁸ 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 (COM(2001) 280), 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.*

⁹ p. 94 van de memorie van toelichting.

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

Postbus 75926

1070 AX AMSTERDAM

www.eumedion.nl