

Recente ontwikkelingen

Juli 2009

Deze nieuwsbrief behandelt de volgende recente ontwikkelingen:

Non-retail en private equity fondsen:

- Vrijwillig toezichtregime voor beleggingsinstellingen
- Voorstel EU Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen
- Fiscale ontwikkelingen en private equity

Retailfondsen:

- Geharmoniseerde informatieverplichtingen

Vermogensbeheerders en pensioenfondsen:

- Modelovereenkomst Fiduciair Beheer beschikbaar in het Engels
- Aanpassing regeling uitbesteding door pensioenfondsen

Vrijwillig toezichtregime voor beleggingsinstellingen

Vrijwillig toezicht

Volgens een door de ministerraad goedgekeurd voorstel tot wijziging van de Wet op het financieel toezicht (Wft) zal een beleggingsinstelling of haar beheerder kunnen kiezen voor wettelijk toezicht.

Dit kan indien deelnemingsrechten in de beleggingsinstelling alleen aan gekwalificeerde beleggers worden aangeboden. Hierdoor geldt niet langer dat er alleen toezicht is indien deelnemingsrechten aan het publiek worden aangeboden. Het vrijwillige toezicht stelt minder eisen dan het verplichte toezicht. Hierdoor introduceert Nederland een regime dat vergelijkbaar is met dat van bijvoorbeeld het Luxemburgse Specialised Investment Fund (SIF).

Verlicht regime

Bij het vrijwillige toezicht gelden minder eisen dan bij het verplichte toezicht. Bijvoorbeeld:

- geen inhoudelijke eisen aan de jaarrekening en de halfjaarrekening van de beleggingsinstelling
- geen verplichting tot publicatie van de jaarrekening van de beleggingsinstelling
- geen verplichte jaarlijkse waardering van incurante activa door een onafhankelijke deskundige
- geen verplichting tot gezamenlijk beschikken door beheerder en bewaarder
- geen verplichting tot gebruik aparte bewaarder in geval van besmettingsgevaar.

Wel gelden andere eisen, die ook voor het verplichte toezicht gelden, zoals:

- toetsing op deskundigheid en betrouwbaarheid van dagelijksbeleidbepalers van (beheerders van) beleggingsinstellingen
- vereiste van een bewaarder bij een beleggingsfonds
- minimum eigen vermogen van beheerder en bewaarder.

Wanneer/waarom vrijwillig toezicht?

Het verlichte regime kan interessant zijn, omdat:

- veel institutionele beleggers die alleen mogen beleggen in onder toezicht staande beleggingsinstellingen kunnen beleggen in beleggingsinstellingen met een verlicht toezicht regime
- de toezichtskosten lager zijn dan van het verplichte toezicht
- de wettelijke regeling van afgescheiden vermogen van de bewaarder per beleggingsfonds van toepassing is
- voor een NV de mogelijkheid ontstaat om te kiezen voor de rechtsvorm van beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal ("**bmvk**"); voor de bmvk gelden minder kapitaalbeschermingsregels en berusten meer bevoegdheden bij het bestuur in plaats van bij de aandeelhoudersvergadering.

Het vrijwillige toezichtregime zou per 1 januari 2010 in werking moeten treden,

Voorstel EU Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen

Op 30 april 2009 heeft de Europese Commissie een voorstel tot invoering van een richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (de "**Concept Richtlijn**") ter eerste beoordeling naar het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie gestuurd. De Europese Commissie streeft ernaar implementatie te laten plaatsvinden in 2011. Gezien de sterke oppositie uit de markt en van verschillende EU lidstaten, met name vanwege de vergaande reikwijdte en de 'one size

fits all' benadering, is het de vraag of deze planning zal worden gehaald.

De Concept Richtlijn zal een vergunningplicht en een Europees paspoort introduceren voor beheerders van alternatieve beleggingsfondsen (*alternative investment funds*, "**AIFs**"). Vergunninghoudende beheerders van AIFs mogen in de EU onder bepaalde voorwaarden beheerdiensten verrichten voor AIFs en/of deelnemingsrechten in AIFs aanbieden aan professionele beleggers. Het begrip 'alternatieve beleggingsfondsen' is zeer ruim en omvat, met enkele uitzonderingen, alle non-UCITS beleggingsinstellingen. Eén van de uitgezonderde categorieën is de beheerder van de 'kleine' AIF. Algemeen gezegd zullen beheerders van kleine AIFs (met inbegrip van beheerders van de meeste hedge funds), die in totaal minder dan EUR 100 miljoen aan activa beheren, zijn vrijgesteld van de Concept Richtlijn. Voor beheerders van de meeste private equity fondsen geldt een bovengrens van EUR 500 miljoen aan beheerde activa om in aanmerking te komen voor de vrijstelling.

De vergunninghoudende beheerder van een AIF zal onderworpen zijn aan bepaalde doorlopende verplichtingen (zie voor een samenvatting de (Engelstalige) **annex**). Hieronder worden enkele gevolgen van de Concept Richtlijn voor verschillende soorten beleggingsinstellingen toegelicht.

ATB-regime

Onder de huidige Nederlandse toezichtwetgeving mogen deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen met zetel in een door de minister van Financiën aangewezen staat, die daar onder adequaat toezicht staan, zonder vergunning worden aangeboden in Nederland ("**ATBs**"). Voor ATBs die zijn gezeteld buiten de EU gaat het in dergelijke gevallen veelal om beleggingsinstellingen uit Guernsey, Jersey en de VS, waarvan vele zijn genoteerd aan Euronext Amsterdam.

Voor deze fondsen zal onder de Concept Richtlijn een derde landen regeling gaan gelden. In tegenstelling tot het huidige Nederlandse ATB-

regime, wijst de Europese Commissie in dat geval derde landen aan waar sprake is van adequaat toezicht. Indien tevens een OESO-Modelverdrag inzake belasting is gesloten tussen Nederland en het derde land waar de beheerder van de ATB en/of de ATB zelf is gevestigd, mogen dergelijke beheerders vanuit het derde land deelnemingsrechten aanbieden aan professionele beleggers in Nederland.

Het Nederlandse ATB-regime zal, indien de Concept Richtlijn wordt aangenomen, niet gehandhaafd kunnen worden. Het is dan belangrijk dat er een deugdelijke overgangsregeling komt voor ATBs die onder het ATB-regime markttoegang in Nederland hebben verkregen. Een mogelijkheid daarvoor is nog niet in de Concept Richtlijn opgenomen.

Private equity

Private equity fondsen (waaronder *buyout* en *venture capital* fondsen) vallen veelal niet onder de huidige Nederlandse toezichtwetgeving. Dit komt omdat (i) zij gebruik maken van een vrijstelling, of (ii) er geen sprake is van beleggen maar ondernemen. Hoewel het onderscheid tussen private equity fondsen en 'gewone' ondernemingen (of bijvoorbeeld een conglomeraat van ondernemingen) niet duidelijk uit de Concept Richtlijn blijkt, beoogt de Europese Commissie in ieder geval de Concept Richtlijn te laten gelden voor private equity fondsen. Tevens zullen de huidige vrijstellingen waarschijnlijk komen te vervallen.

Bezwaarlijke verplichtingen voor private equity fondsen zullen onder andere zijn:

- de verplichte aanstelling van een onafhankelijke taxateur voor de waardering van de activa en de deelnemingsrechten van het private equity fonds
- de verplichte aanstelling van een vergunninghoudende kredietinstelling in de EU als bewaarder, waarvoor aparte aansprakelijkheidsregels in de Concept Richtlijn zijn opgenomen.

Verder bevat de Concept Richtlijn specifieke rapportageverplichtingen die vooral van belang zullen zijn voor *buyout* fondsen. In geval van een belang van 30% of meer in een onderneming moet de beheerder van de AIF informatie ter beschikking stellen aan de onderneming (inclusief haar aandeelhouders en werknemersvertegenwoordigers) over de verwerving van de zeggenschap, beleggingsstrategie en beleggingsdoelstellingen. Hieronder valt ook informatie over interne en externe communicatie en het beleid om belangenconflicten te voorkomen en te beheersen. In geval van beursgenoteerde ondernemingen verstrekt de beheerder tevens informatie gelijk aan de informatie die verstrekt moet worden ingeval van een openbaar overnamebod. Overigens zal in het algemeen een verkrijger van 30% van de zeggenschap in een beursgenoteerde onderneming een verplicht openbaar overnamebod moeten uitbrengen en moet die informatie dus reeds uit dien hoofde worden verstrekt.

De informatieverplichtingen gelden niet bij deelnemingen in kleine of middelgrote ondernemingen. Dit zijn ondernemingen waar minder dan 250 personen werkzaam zijn en/of waarvan de jaaromzet EUR 50 miljoen en het balanstotaal EUR 43 miljoen niet overschrijdt.

Hedge funds

Beheerders van AIFs die systematisch met *leverage* werken moeten – naast alle andere nieuwe verplichtingen – extra informatie aan beleggers en aan de bevoegde autoriteiten (in Nederland: de AFM) melden, zoals de maximale *leverage* die zij voor de AIF mogen gebruiken en het totale bedrag aan *leverage* dat is gebruikt. Deze verplichtingen zullen vooral van belang zijn voor beheerders van hedge funds. Onder uitzonderlijke omstandigheden kan de toezichthouder beperkingen verbinden aan de *leverage* ter waarborging van de stabiliteit en de integriteit van het financiële stelsel.

Retail beleggingsinstellingen (non-UCITS)

De Concept Richtlijn ziet op beheerders van non-UCITS beleggingsinstellingen, dus ook op beheerders van AIFs die zich richten op retail

beleggers. De nationale wetgever kan daarvoor aanvullende regels stellen. Hoewel het vooralsnog onduidelijk is hoe de nationale wetgever de bestaande toezichtwetgeving voor retail beleggingsinstellingen gaat aanpassen, zullen in elk geval de normen uit de Concept Richtlijn (indien aangenomen) gaan gelden als minimum normen. Dit zal onder andere kunnen betekenen dat retail beleggingsinstellingen een vergunninghoudende kredietinstelling in de EU moeten aanstellen als bewaarder, met het daarbij geldende aansprakelijkheidsregime voor bewaarders.

UCITS

UCITS vallen niet onder de Concept Richtlijn. Het is echter waarschijnlijk dat door reflexwerking tevens verplichtingen uit de Concept Richtlijn zullen worden overgenomen in de UCITS richtlijnen. Het lijkt immers niet logisch om zwaardere eisen te stellen aan beheerders die deelnemingsrechten aanbieden aan professionele beleggers (in geval van AIFs), dan aan beheerders die deelnemingsrechten aanbieden aan retail beleggers (in geval van UCITS). Recent heeft de Europese Commissie dat gesuggereerd ten aanzien van de verplichte bewaarder (zijnde een vergunninghoudende kredietinstelling in de EU) en het daarbij geldende aansprakelijkheidsregime voor bewaarders.

Europees paspoort

De Concept Richtlijn introduceert tevens een Europees paspoort. Een vergunninghoudende beheerder van een AIF kan na een notificatieprocedure beheerdiensten verrichten voor AIFs en/of deelnemingsrechten aanbieden aan professionele beleggers in een andere EU lidstaat. Dit betekent dat er daarvoor geen verschillende regels en daaruit voortvloeiende *selling restrictions* meer zullen zijn per lidstaat.

Fiscale ontwikkelingen en private equity

Op 15 juni 2009 heeft het Ministerie van Financiën een consultatiedocument gepresenteerd met voorstellen voor wijzigingen op het gebied van de

belasting van groepsrente; de aftrekbaarheid van 'excessieve' rente; en de deelnemingsvrijstelling. De voorstellen zouden per 1 januari 2010 in werking moeten treden.

De voorgestelde wijzigingen, met name die de aftrekbaarheid van financieringskosten beperken, zijn in het bijzonder relevant voor private equity fondsen die gebruik maken van Nederlandse houdstermaatschappijen voor *leveraged* investeringen.

Verplichte groepsrentebox

Er wordt een verplichte groepsrentebox voorgesteld, belastbaar tegen een effectief tarief van 5%. De groepsrentebox bestaat uit het saldo van alle door de groep betaalde en ontvangen rente alsmede bepaalde andere inkomsten of winsten met betrekking tot financieringsactiviteiten van de groep. Voor de implementatie van dit regime is toestemming van de Europese Commissie vereist.

Beperkingen van de aftrekbaarheid van financieringskosten – twee alternatieve benaderingen

In reactie op de recente ophef over 'excessieve' renteaftrek, bevat het consultatiedocument voorts twee alternatieven voor de wetgever om de aftrekbaarheid van rente te beperken. Beide alternatieven zien op zowel interne als externe financiering, zijn alleen van toepassing voor zover de financieringskosten meer dan EUR 250.000 bedragen en vervangen de bestaande *thin cap* regels.

Het eerste alternatief introduceert twee *specifieke* regels:

- beperking van de aftrekbaarheid van financieringskosten van (i) deelnemingen waarvoor de deelnemingsvrijstelling van toepassing is en (ii) groepsvorderingen die worden belast in de groepsrentebox, en
- beperking van de verrekening van 'excessieve' rente voor rekening van een Nederlandse houdstervennootschap met winsten van dochtervennootschappen die deel uitmaken van dezelfde fiscale eenheid. Rente

is 'excessief' voor zover de *debt-to-equity* ratio van de belastingplichtige hoger is dan 3:1. Het tweede alternatief bevat algemene *earnings-stripping* regels die de winst- en verliesrekening van de belastingplichtige als uitgangspunt nemen om vast te stellen of rente excessief is. In dit voorstel zal rente slechts aftrekbaar zijn tot 30% van de EBITDA van de belastingplichtige. Dit geldt niet als de belastingplichtige geen deel uitmaakt van een groep of als de *debt-to-equity* ratio van de groep hoger is dan die van de belastingplichtige.

Deelnemingsvrijstelling

Het consultatiedocument stelt voor de vereisten voor de deelnemingsvrijstelling te versoepelen. De huidige objectieve criteria, hoewel pas geïntroduceerd in 2007, zijn erg onpraktisch gebleken. Het consultatiedocument stelt voor de niet-ter-beleggingseis van vóór 2007 met enkele verbeteringen te herintroduceren. De deelnemingsvrijstelling is dan, kort gezegd, van toepassing op elke deelneming van ten minste 5% die niet als belegging wordt aangehouden. Er is een uitzondering voor deelnemingen die worden gehouden als belegging en:

- die belast worden met vennootschapsbelasting tegen een tarief van 10% of meer, *of*
- waarvan de bezittingen voor minder dan 50% uit vrije beleggingen bestaan.

Geharmoniseerde informatieverplichtingen retail pakketproducten

De Europese Commissie heeft aangegeven dat voor alle retail pakketproducten dezelfde uniforme informatieverplichtingen en gedragsregels voor de distributie moeten gaan gelden. Retail pakketproducten moeten hierdoor beter vergelijkbaar worden.

Dergelijke pakketproducten zijn onder meer:

- deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen, zowel UCITS als onder toezicht staande non-UCITS

- unit linked producten, zoals een levensverzekering met een beleggingscomponent
- gestructureerde effecten
- gestructureerde termijndeposito's, zoals een rente cap (een optie waardoor een renterisico wordt beperkt).

Aanbieders van retail pakketproducten (zoals de beheerder van een beleggingsinstelling) en distributeurs (tussenpersonen en beleggingsadviseurs) moeten, in aanvulling op het prospectus voor een product, een uniform document met 'essentiële beleggersinformatie' ter beschikking stellen. Dat document zal lijken op het 1 à 2 pagina's tellende *Key Investor Information Simplified Prospectus* van UCITS IV het omvangrijke *Simplified Prospectus* van UCITS III vervangt. Dit document bevat informatie over:

- de belangrijkste eigenschappen van het product
- de uiteindelijke kosten
- de productrisico's
- verwachte rendementen
- de voorwaarden die verbonden zijn aan kapitaalgaranties.

De informatie moet tijdig aan beleggers beschikbaar worden gesteld om daadwerkelijk van invloed te kunnen zijn op de aankoopbeslissing. Het is waarschijnlijk dat voor retail pakketproducten het uniforme informatie document de op dit moment in Nederland verplichte financiële bijsluiter zal vervangen.

Voor de distributie van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen in Nederland zal het voor de te verstrekken informatie geen verschil uitmaken of de deelnemingsrechten via een beleggingsonderneming of door de beheerder van een beleggingsinstelling worden aangeboden.

Daarnaast moet iedere belangenverstremgeling bij het verkopen van of het adviseren over een product worden voorkomen, worden beheerst en openbaar worden gemaakt.

De Europese Commissie streeft ernaar eind 2009 een meer gedetailleerd ontwerp van deze regeling ter consultatie voor te leggen.

Modelovereenkomst Fiduciair Beheer beschikbaar in het Engels

Als uitwerking van de DUFAS Principes voor Fiduciair Beheer heeft De Brauw Blackstone Westbroek een Modelovereenkomst Fiduciair Beheer en een toelichting opgesteld.

Er zijn nu ook **Engelstalige versies** van deze documenten beschikbaar via onze website (www.debrauw.com). De modelovereenkomst kan door marktpartijen worden gebruikt als basis voor specifieke regelingen op het gebied van fiduciair beheer.

Aanpassing regeling uitbesteding door pensioenfondsen

De regels voor uitbesteding door pensioenfondsen zijn gewijzigd. Toezichthouders krijgen daarmee de bevoegdheid om rechtstreeks inlichtingen te vragen en direct onderzoek in te stellen bij de derde aan wie wordt uitbesteed. Overigens blijft het pensioenfonds volledig verantwoordelijk voor de uitvoering.

De wijziging kan betekenen dat bestaande overeenkomsten (zoals vermogensbeheerovereenkomsten) tussen pensioenfondsen en derden moeten worden aangepast. De wijzigingen zijn per 1 juli 2009 in werking getreden.

Recente ontwikkelingen

Contact

Voor vragen over de in deze Nieuwsbrief beschreven onderwerpen kunt u contact opnemen met uw contactpersoon bij De Brauw of met:

Kees Groffen

T +31 88 888 1025

E kees.groffen@debrauw.com

Bernard Spoor

T +31 88 888 1907

E bernard.spoor@debrauw.com

Francine M. Schlingmann

T +31 88 888 1564

E francine.schlingmann@debrauw.com

Amsterdam

Tripolis

Burgerweeshuispad 301

Postbus 75084

1070 AB Amsterdam

T +31 88 888 1888

F +31 88 888 1889

Londen

5th Floor, East Wing

10 King William Street

Londen EC4N 7TW

Verenigd Koninkrijk

T +44 20 7337 3510

F +44 20 7337 3520

New York

650 Fifth Avenue, 4th floor

New York, NY 10019-6108

Verenigde Staten

T +1 212 259 4100

F +1 212 259 4111

**Deze publicatie geeft
hoofdpunten weer. Zij
pretendeert geen volledigheid
en is geen juridisch advies.**

Wil u onze nieuwsbrief niet meer ontvangen, informeer dan onze afdeling Marketing & Communicatie in Amsterdam of stuur een e-mail naar unsubscribe@debrauw.com

Annex – Samenvatting doorlopende verplichtingen voor (beheerders van) AIFs

Conduct of business	
1	The AIFM shall: (a) act honestly, with due skill, care and diligence and fairly in conducting its activities; (b) act in the best interests of the AIF it manages, the investors of those AIF and the integrity of the market; and (c) ensure that all AIF investors are treated fairly.
2	The AIFM must have a policy regarding conflicts of interest.
3	The AIFM must ensure that the functions of risk management and portfolio management are separated and implement risk management systems.
4	For each AIF it manages, the AIFM must employ an appropriate liquidity management system and a redemption policy. It must also adopt procedures which ensure that the liquidity profile of the investments of the AIF complies with its underlying obligations.
Capital requirements	
5	The AIFM shall have own funds of at least EUR 125,000. Where the value of the portfolios of AIF managed by the AIFM exceeds EUR 250 million, the AIFM shall provide an additional amount of own funds which must be equal to 0.02 % of the amount by which the value of the portfolios of the AIFM is in excess of EUR 250 million.
Organisational requirements	
6	The AIFM shall, at all times, use adequate and appropriate resources that are necessary for the proper performance of their management activities. The AIFM shall have updated systems, documented internal procedures and regular internal controls of their conduct of business, in order to mitigate and manage the risks associated with their activity.
7	For each AIF it manages, the AIFM must appoint an independent valuator to establish the value of assets acquired by the AIF and the value of the shares and units of the AIF (at least once a year).
8	For each AIF it manages, the AIFM shall ensure that a depositary is appointed which is a credit institution having its registered office in the EU and be authorised in accordance with the Banking Directive (recast) (2006/48/EC).
Delegation of AIFM functions	
9	Each delegation to third parties of tasks by an AIFM requires prior authorisation (subject to certain conditions) from the competent authorities of its home EU Member State.
Transparency requirements	
10	For each of the AIF it manages, the AIFM shall make available to investors and competent authorities an annual report for each financial year (including audited accounts).
11	AIFM shall ensure that AIF investors receive certain information before they invest in the AIF, as well as any changes thereof, including (but not limited to) a description of (i) the investment strategy and objectives, (ii) the procedures to change the investment strategy or policy, (iii) legal implications of the contractual relationship entered into for the purpose of the investment, (iv) valuation procedure, (v) delegated functions, (vi) liquidity risk management, (vii) all fees, charges and expenses, and (viii) preferential treatment of (an) investor(s). Furthermore, for each AIF managed by an AIFM, the AIFM shall periodically disclose to investors certain information, including (i) the percentage of the AIF's assets, (ii) any new arrangements for managing the liquidity of the AIF, and (iii) the current risk profile of the AIF and the risk management systems employed by the AIFM to manage these risks.
12	AIFM shall regularly report to the competent authorities of its home EU Member State on the principal markets and instruments in which it trades on behalf of the AIF it manages. It must also disclose to these competent authorities similar information as must be disclosed to investors and also information on (i) the main categories of assets in which the AIF invested, and (ii) where relevant, the use of short selling during the reporting period. Furthermore, for each of the AIFs it manages, the AIFM shall submit an annual report and (quarterly) a detailed list of all AIFs managed by the AIFM to the competent authorities of its home EU Member State.
Obligations regarding an AIFM managing specific types of AIF	
13	As described in the Legal Alert, the Proposal also includes specific obligations for AIFMs managing leveraged AIFs (mostly hedge funds) and for an AIFM managing AIFs which acquire controlling influence in companies (mostly buyout funds).