

# Op zoek naar de grenzen van het AIFMD-activiteitenverbod: beleggingsdienstverlening door een beheerder van een beleggingsinstelling

mr. drs. J.C.A. Tonino<sup>1</sup>

De AIFM-richtlijn beperkt welke werkzaamheden een beheerder van een alternatieve beleggingsinstelling (hierna: beleggingsinstelling) onder zijn AIFM-vergunning mag verrichten (hierna: het AIFMD-activiteitenverbod). Een beheerder die werkzaamheden verricht die op basis van het AIFMD-activiteitenverbod niet verricht mogen worden, handelt in strijd met de Wet op het financieel toezicht (hierna: Wft) waarin de AIFM-richtlijn is geïmplementeerd. Het is dan ook van groot belang dat duidelijkheid bestaat over welke werkzaamheden een beheerder op basis van het AIFMD-activiteitenverbod wel en niet mag verrichten. Dit artikel bespreekt - zonder uitpuittend te zijn - waar de grenzen van het AIFMD-activiteitenverbod lijken te liggen voor wat betreft het door een beheerder van een beleggingsinstelling verlenen van beleggingsdiensten in de zin van de MiFID (hierna: beleggingsdiensten).

## 1. Het AIFMD-activiteitenverbod

Het AIFMD-activiteitenverbod beperkt welke werkzaamheden onder een AIFM-vergunning verricht mogen worden.<sup>2</sup> Alvorens in te gaan op de inhoud van het AIFMD-activiteitenverbod is het interessant om kort stil te staan bij de mogelijke ratio achter dit verbod. Ik schrijf 'mogelijke', want opvallend genoeg is in de AIFM-richtlijn geen motivering voor het activiteitenverbod gegeven. Die motivering werd gelukkig wel (ofschoon summier) gegeven in de ICBE II richtlijn (uit 2002) die een soortgelijk activiteitenverbod bevatte. De ICBE II richtlijn versoepelde het in de ICBE I richtlijn (uit 1985) opgenomen activiteitenverbod voor externe<sup>3</sup>

beheerders van icbe's. Deze beheerders mochten niet langer alleen icbe's en beleggingsinstellingen beheren, maar daarnaast ook bepaalde beleggingsdiensten verlenen. In het kader van die versoepeling werd opgemerkt dat deze nodig was 'to take into account recent developments in national legislation of Member States and to permit such companies to achieve important economies of scale'. Daaraan werd toegevoegd: 'such an extension of the scope of the activity of the management company would not prejudice the stability of such companies' en 'however, specific rules should be introduced preventing conflicts of interest'.<sup>4</sup> Hoewel uit de in de ICBE II richtlijn gegeven toelichting niet al te veel valt op te maken, volgt daaruit wel dat het activiteitenverbod in ieder geval samenhangt met het willen waarborgen van stabiliteit van beheerders en het willen voorkomen van belangenconflicten.

Dan de strekking van het AIFMD-activiteitenverbod. Een interne beheerder mag onder de AIFM-vergunning slechts de eigen beleggingsinstelling beheren.<sup>5</sup> Een externe beheerder mag op z'n meest een of meer beleggingsinstellingen behe-

1. J.C.A. Tonino is werkzaam bij de AFM. Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven en weerspiegelt enkel de persoonlijke opvattingen van de auteur. De kopij voor dit artikel is afgerond op 12 juli 2015.
2. Art. 6 leden 2 tot en met 4 AIFM-richtlijn. Het AIFMD-activiteitenverbod is door de Nederlandse wetgever neergelegd in art. 2:67a leden 1 en 2 Wft.
3. Een beleggingsinstelling die over rechtspersoonlijkheid beschikt kan zelf de beheertaken uitvoeren. In dat geval kwalificeert de beleggingsinstelling zelf als 'beheerder' en spreekt men van een 'interne beheerder' (en ook wel van een 'selfmanaged'-beleggingsinstelling). Vaker komt de situatie voor dat een beleggingsinstelling een aparte rechtspersoon als

beheerder aanstelt. Die aparte beheerder kwalificeert in dat geval als 'externe beheerder' (zie ook art. 5 lid 1 AIFM-richtlijn).

4. Ov. 9 ICBE II richtlijn.
5. Art. 6 lid 3 AIFM-richtlijn jo. 2:67a lid 1 Wft.

ren (mits hij daarvoor over een AIFM-vergunning beschikt), een of meer icbe's beheren (mits hij daarvoor over een ICBE-vergunning beschikt), en - mits zijn lidstaat van herkomst gebruik heeft gemaakt van de in de richtlijn geboden lidstaattoptie daartoe (en dat heeft Nederland) - bepaalde beleggingsdiensten verlenen zonder dat daarvoor een separate MiFID-vergunning vereist is.<sup>6</sup> Het gaat specifiek om de beleggingsdiensten van a. het beheren van een individueel vermogen, b. het in de uitoefening van beroep of bedrijf adviseren over financiële instrumenten, c. bewaring en administratie van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en icbe's en d. het in de uitoefening van beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten.<sup>7</sup> Een externe beheerder die deze beleggingsdiensten onder zijn AIFM-vergunning verleent dient wel aan additionele voorwaarden te voldoen: i. alvorens een beheerder een of meer van deze beleggingsdiensten onder zijn AIFM-vergunning mag verlenen dient hij daarvoor (in de vorm van een MiFID-uitbreiding van zijn AIFM-vergunning) toestemming van de AFM te hebben verkregen, ii. de beheerder zal naast het verlenen van betreffende beleggingsdienst(en) ook het beheer van een of meer beleggingsinstellingen uitoefenen, iii. de beheerder zal zich niet beperken tot het verlenen van (de) beleggingsdienst(en) b, c en/of d, maar zal daarnaast beleggingsdienst a verlenen, iv. de beheerder zal naast de beleggingsdiensten a tot en met d geen andere beleggingsdiensten verlenen en v. de beheerder zal voldoen aan de toepasselijke wet- en regelgeving met betrekking tot de verleende beleggingsdiensten.<sup>8</sup>

Het AIFMD-activiteitenverbod brengt dus mee dat een externe beheerder op z'n meest aan collectief vermogensbeheer van beleggingsinstellingen en

icbe's mag doen (zie paragraaf 2) en de hiervoor aangehaalde beleggingsdiensten mag verlenen (zie paragraaf 3). In het verlengde daarvan heb ik het in de rest van deze bijdrage voor het gemak over het collectief vermogensbeheer-, respectievelijk, MiFID-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod wanneer ik doel op de beperkingen die het AIFMD-activiteitenverbod meebrengt wat betreft welke collectief vermogensbeheer werkzaamheden, respectievelijk, beleggingsdiensten (naast zijn collectief vermogensbeheer) een beheerder mag verrichten/verlenen.

## 2. Toegestaan collectief vermogensbeheer

Zowel een interne als een externe beheerder mag onder een AIFM-vergunning een beleggingsinstelling beheren. Dit werpt de vraag op uit welke werkzaamheden het collectief vermogensbeheer van een beleggingsinstelling mag bestaan (zie paragraaf 2.1). Een externe beheerder die naast de AIFM-vergunning over een ICBE-vergunning beschikt mag ook een icbe beheren. Dit werpt de vraag op uit welke werkzaamheden dat collectief vermogensbeheer van een icbe mag bestaan (zie paragraaf 2.2).

### 2.1. Collectief vermogensbeheer van een beleggingsinstelling

In de AIFM-richtlijn wordt een uitwerking gegeven van uit welke werkzaamheden collectief vermogensbeheer van een beleggingsinstelling bestaat.<sup>9</sup> Annex I van de AIFM-richtlijn begint in lid 1 met de verplichting dat het beheren van een beleggingsinstelling minimaal moet bestaan uit het uitoefenen van portefeuillebeheer en/of<sup>10</sup> risicobeheer voor de beleggingsinstelling ('kerntaken').<sup>11</sup> In Annex I

6. Art. 6 leden 2 en 4 AIFM-richtlijn jo. 2:67a leden 1 en 2 Wft. Sterker uit de AIFMD Q&A ID 1142 van de Europese Commissie (hierna: EC) van 22 maart 2013 blijkt dat een MiFID-vergunning zelfs niet is toegestaan naast een AIFM-vergunning.

7. Art. 6 lid 4 AIFM-richtlijn jo. 2:67a lid 2 Wft. Bewaring en administratie van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en icbe's betreft strikt genomen geen 'beleggingsdienst' maar een 'nevendienst' in de zin van de MiFID. Voor het gemak heb ik het verder in deze bijdrage steeds over 'beleggingsdienst(en)'.

8. Art. 6 leden 5 en 6 AIFM-richtlijn jo. 2:67a lid 4 Wft. Voor wat betreft v.: in de AIFM-richtlijn (art. 6 lid 6) is specifiek aangegeven om welke eisen het gaat, in de Wft niet. In de toelichting bij de wet waarmee de AIFM-richtlijn is geïmplementeerd (hierna: MvT bij de AIFMD-implementatiewet) wordt slechts opgemerkt dat op het verlenen van beleggingsdiensten de wet- en regelgeving met betrekking tot het verlenen van beleggingsdiensten onverkort van toepassing is (*Kamerstukken II 2011/12, 33 235, nr. 3, p. 34 en 58*). Afgaande op het op 5 juni jl. door het ministerie van Financiën gepubliceerde concept-wetsvoorstel ter implementatie van de richtlijn markten voor financiële instrumenten 2014 (*PbEU 2014, L 173, MiFID II*) zal dit waarschijnlijk met de implementatie van MiFID II in de Wft worden hersteld (zie art. 1:19 lid 2 Wft van het concept-wetsvoorstel).

9. Annex I AIFM-richtlijn. Deze annex is geïmplementeerd in art. 1:1 Wft dat het 'beheren van een beleggingsinstelling' definieert als het 'als beheerder verrichten van de werkzaamheden, bedoeld in bijlage I van de richtlijn beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen'.

10. Opmerkelijk genoeg wordt uit de AIFM-richtlijn niet geheel duidelijk of een beheerder minimaal portefeuille- én risicobeheer dient te verrichten (steun daarvoor te vinden in: art. 6 lid 5 sub d jo. ov. 21 AIFM-richtlijn) of dat voldoende is dat hij voor beide verantwoordelijk is en bijvoorbeeld slechts een van de twee zelf verricht (steun daarvoor te vinden in: art. 4 lid 1 sub w, 20 lid 1 sub c, d en lid 2, Annex I lid 1 AIFM-richtlijn). Zie voor de lijn van de AFM het antwoord op de vraag 'Welke collectief-beheer activiteiten moet een beheerder onder een AIFMD-vergunning verrichten?' in de AIFMD Q&A van de AFM. De AIFMD Q&A van de AFM is hier te vinden: <http://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/aifm/aifm/faq>.

11. In de AIFM-richtlijn wordt niet gedefinieerd wat onder de begrippen 'portefeuillebeheer' en 'risicobeheer' verstaan dient te worden. De Nederlandse

lid 2 van de AIFM-richtlijn wordt daar vervolgens aan toegevoegd dat een beheerder in het kader van het collectief beheer van de door hem beheerde beleggingsinstelling additioneel de volgende drie taken ('additionele taken') mag verrichten: (1) administratie, (2) verhandeling<sup>12</sup> en (3) werkzaamheden met betrekking tot de activa van de beleggingsinstelling. Onder 'administratie' worden de volgende werkzaamheden geschaard: zorg dragen voor de wettelijk verplichte en voor het fondsbeheer vereiste verslaglegging, verzoeken om inlichtingen van klanten, waardering en prijsstelling (inclusief belastingaangiften), toezicht op de naleving van de regelgeving, bijhouden van een deelnemers-/aandeelhoudersregister, bijhouden van de bestemming van de inkomsten, uitgifte en inkoop van deelnemingsrechten/aandelen, afwikkeling van contracten (inclusief de verzending van deelbewijzen) en het bijhouden van bescheiden. Onder 'werkzaamheden met betrekking tot de activa van de beleggingsinstelling' worden de volgende werkzaamheden geschaard: het verrichten van de diensten die noodzakelijk zijn voor het vervullen van de plichten inzake zaakwaarneming van de beheerder, faciliteitenbeheer, beheer van vastgoed<sup>13</sup>, advisering aan ondernemingen inzake kapitaalstructuur, bedrijfsstrategie en daarmee samenhangende aangelegenheden, alsmede advisering en dienstverrichtingen op het gebied van fusie en overname van ondernemingen en andere diensten die verband houden met het beheer van de beleggingsinstelling en de vennootschappen en andere activa waarin is belegd.<sup>14</sup>

---

wetgever geeft nauwelijks meer duidelijkheid (op p. 10 MvT bij de AIFMD-implementatiewet staat slechts: 'portefeuillebeheer, hetgeen de feitelijke handel in activa betreft'). Voor de invulling van de risicobeheertaak kan mogelijk gekeken worden naar de in art. 15 AIFM-richtlijn aan risicobeheer gestelde eisen.

12. Gedefinieerd in art. 4 lid 1 sub x AIFM-richtlijn. In de AIFM-richtlijn wordt niet nader uitgewerkt uit welke werkzaamheden 'verhandeling' precies bestaat.
13. Uit de AIFMD Q&A van de AFM volgt dat 'beheer van vastgoed' gelezen dient te worden als 'administratieve werkzaamheden in het kader van vastgoed' (zie het antwoord op de vragen 'Welke collectief-beheer activiteiten mag een beheerder onder een AIFMD-vergunning verrichten?' en 'Kwalificeert een 'property manager' als een beheerder van een alternatieve beleggingsinstelling?').
14. Uit ov. 31 van de AIFM-richtlijn blijkt dat de Europese wetgever ook nog taken die ter ondersteuning van het collectief beheer worden verricht ('ondersteunende taken') onderscheidt waarop de delegatieregels niet van toepassing zijn. Mij is onduidelijk of ov. 31 nu zo moet worden begrepen dat 'additionele taken' die 'ondersteunende taken' zijn niet aan de delegatieregels zijn onderworpen of dat de gegeven opsomming in Annex I geen limitatieve is en er naast 'kerntaken' en 'additionele taken' ook 'ondersteunende taken' onderscheiden kunnen worden. Indien het laatste het geval is, is mij onduidelijk hoe het onderscheid tussen 'additionele taken' en 'ondersteunende taken' precies gemaakt dient te worden.

## 2.2. Collectief vermogensbeheer van een icbe

In de ICBE II richtlijn werd voor het eerst een uitwerking gegeven van uit welke werkzaamheden collectief vermogensbeheer van icbe's kon bestaan.<sup>15</sup> Aan die uitwerking is vastgehouden in de ICBE-richtlijnen die daarna volgden. Interessant is dat Annex II van de ICBE-richtlijn een andere opzet kent als de hiervoor besproken Annex I van de AIFM-richtlijn. Waar Annex I van de AIFM-richtlijn ook voorschrijft uit welke werkzaamheden het collectief beheer van een beleggingsinstelling minimaal dient te bestaan, beperkt Annex II van de ICBE-richtlijn zich tot het geven van een (niet-uitputtende) opsomming van werkzaamheden die onder collectief vermogensbeheer van een icbe geschaard kunnen worden. Onder collectief vermogensbeheer in de context van icbe's vallen in ieder geval de volgende drie hoofdtaken: (1) beheer van beleggingen, (2) administratie en (3) verhandelen. Uit welke werkzaamheden het 'beheer van beleggingen' en 'verhandelen' bestaan, wordt in de ICBE-richtlijn niet uitgewerkt. Onder 'administratie' worden de volgende werkzaamheden geschaard: uitvoeren van de wettelijk verplichte en voor het fondsbeheer vereiste werkzaamheden op het gebied van de verslaglegging, verzoeken om inlichtingen van cliënten, waardering en prijsstelling (inclusief belastingaangiften), toezien op de naleving van de regelgeving, bijhouden van een deelnemersregister, bijhouden van de bestemming van de inkomsten, uitgifte en inkoop van deelnemingsrechten, afwikkeling van contracten (inclusief de verzending van deelbewijzen) en het bijhouden van bescheiden.

## 2.3. Collectief vermogensbeheer werkzaamheden die kwalificeren als beleggingsdienst

Uit de vorige paragrafen blijkt dat een beheerder *als onderdeel van* het collectief vermogensbeheer bijvoorbeeld (op verzoek van de beleggingsinstelling of - in geval van een open-end beleggingsinstelling - op verzoek van de deelnemer) deelnemingsrechten kan in- of verkopen en ter uitvoering van het met de deelnemers afgesproken beleggingsbeleid financiële instrumenten kan aan- of verkopen. Dergelijke werkzaamheden kunnen kwalificeren als het door de beheerder verlenen van beleggingsdiensten, denk bijvoorbeeld aan de beleggingsdiensten van het beroepsmatig ontvangen, doorgeven en/of uitvoeren van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten. Het is dus in beginsel mogelijk dat een beheerder als onderdeel van het collectief vermogensbeheer werkzaamheden verricht die kwalificeren als het verlenen van een be-

- 
15. Art. 5 lid 2 jo. Annex II ICBE II richtlijn. Deze uitwerking werd echter opvallend genoeg - en zonder verdere motivering - niet opgenomen in de Wtb 2005 (zie art. 6 leden 3 en 4 Wtb 2005) en is ook in de Wft niet neergelegd.

leggingsdienst. Dit werpt de vraag op hoe daarmee dient te worden omgegaan in het licht van het AIFMD-activiteitenverbod en of, en zo ja, wanneer in dat geval sprake is van strijdigheid met dat verbod. Interessant is dat de EC in het verleden ten behoeve van een geharmoniseerde implementatie van de MiFID uitingen heeft gedaan waaruit opgemaakt kan worden dat er ten aanzien van door een beheerder verleende beleggingsdiensten de volgende categorieën onderscheiden kunnen worden: werkzaamheden die door de beheerder *als onderdeel van* het collectief vermogensbeheer worden verricht en *niet* als het verlenen van een beleggingsdienst kwalificeren (paragraaf 2.3.1.), werkzaamheden die door de beheerder *als onderdeel van* het collectief vermogensbeheer worden verricht en *wel* als het verlenen van een beleggingsdienst kwalificeren (paragraaf 2.3.2.) en werkzaamheden die door de beheerder *naast* het collectief vermogensbeheer worden verricht en als het verlenen van een beleggingsdienst kwalificeren (paragraaf 2.3.3.).<sup>16</sup>

### 2.3.1. *Werkzaamheden verricht als onderdeel van het collectief vermogensbeheer die niet kwalificeren als beleggingsdienst*

Bij de meeste werkzaamheden die een beheerder als onderdeel van het collectief vermogensbeheer verricht is duidelijk dat deze niet tevens als het verlenen van een beleggingsdienst kwalificeren. Dat geldt niet voor het door de beheerder van een beleggingsinstelling of icbe (op verzoek van een deelnemer) inkopen of uitgeven van de eigen deelnemingsrechten. Die werkzaamheden kunnen immers kwalificeren als het verlenen van de beleggingsdienst van het uitvoeren van een order van cliënten met betrekking tot een financieel instrument. De EC heeft echter duidelijk gemaakt dat een beheerder die (op verzoek van een deelnemer) eigen deelnemingsrechten inkoopt of uitgeeft daarmee niet de beleggingsdienst van het uitvoeren van een order verleent.<sup>17</sup> De uitzondering die in art. 1:19 van

de Wft is opgenomen - met de strekking dat het ingevolge de Wft bepaalde ten aanzien van het ontvangen en doorgeven van orders en het uitvoeren van orders niet van toepassing is op de inkoop of verkoop van eigen deelnemingsrechten door beheerders - lijkt gelet op deze EC uiting dus overbodig.<sup>18</sup> Het in- of verkopen van de eigen deelnemingsrechten kwalificeert volgens de EC immers niet als het uitvoeren van een order; de MiFID is op die werkzaamheden sowieso niet van toepassing.

Op werkzaamheden die als onderdeel van het collectief vermogensbeheer van een beleggingsinstelling worden verricht, maar niet kwalificeren als beleggingsdienst (waaronder dus het inkopen of uitgeven van de eigen deelnemingsrechten), zijn logischerwijs geen MiFID-verplichtingen van toepassing. Wel zijn op deze werkzaamheden de verplichtingen uit hoofde van de AIFM-richtlijn van toepassing.<sup>19</sup> Nu deze werkzaamheden als onderdeel van het collectief vermogensbeheer worden verricht (en dus binnen de sfeer van het collectief vermogensbeheer-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod blijven), mogen deze werkzaamheden zowel door interne als externe beheerders worden verricht.

### 2.3.2. *Werkzaamheden verricht als onderdeel van het collectief vermogensbeheer die wel kwalificeren als beleggingsdienst*

De EC heeft in het kader van de MiFID-implementatie niettemin ook uitingen gedaan waaruit afgeleid kan worden dat als onderdeel van het collectief vermogensbeheer werkzaamheden verricht kunnen worden die kwalificeren als het verlenen van een beleggingsdienst (en dus in beginsel bepaalde MiFID-verplichtingen doen activeren).<sup>20</sup> Die opvatting volgt ook al uit het feit dat de Europese wetgever in de MiFID een expliciete uitzondering heeft opgenomen waaruit blijkt dat de MiFID niet van

16. Zie het Vraag/antwoorddocument van de EC in het kader van de implementatie van de MiFID (ec.europa.eu/internal\_market/securities/docs/isd/questions/questions\_en.pdf). Omdat beheerders van beleggingsinstellingen ten tijde van de implementatie van de MiFID nog niet Europees gereguleerd waren, adresseert de EC in dit document voornamelijk (beheerders van) icbe's. Deze EC uitingen zijn mijns inziens even relevant voor - met de inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn inmiddels ook Europees gereguleerde - beheerders van beleggingsinstellingen.

17. Zie Vraag/antwoorddocument EC in het kader van de implementatie van de MiFID (ec.europa.eu/internal\_market/securities/docs/isd/questions/questions\_en.pdf), vraag 55. Grundmann-van de Krol komt overigens op andere gronden reeds tot hetzelfde oordeel. Kort gezegd wijst zij op de afzijdigheid van een cliëntrelatie en dat anders iedere willekeurige uitgaande instelling die zijn effecten in- of verkoopt een uitzondering van de MiFID zou behoeven. Zie Grundmann-van de Krol, 2008, 'Beleggingsinstellingen en

de MiFID: art. 1:19 Wft', *Ondernemingsrecht* 2008-1, p. 33.

18. Vgl. Verwilt, 2007, 'De gevolgen van MiFID voor de beleggingsinstellingenindustrie', *FR* 2007, nr. 10, p. 309. De in art. 1:19 Wft neergelegde uitzondering zou overigens mogelijk wel nog waarde kunnen hebben in de zin van dat het verduidelijkt dat ook de MiFID-verplichtingen inzake het ontvangen en doorgeven van orders niet van toepassing zijn op de in- of verkoop van eigen deelnemingsrechten door beheerders.

19. De algemene verplichtingen van de AIFM-richtlijn (bijvoorbeeld art. 12 AIFM-richtlijn jo. 4:14 jo. 4:25 Wft waaruit onder andere volgt dat de beheerder zorgvuldig en in het belang van de belegger moet handelen) en vaak ook specifieke verplichtingen van de AIFM-richtlijn (dat wil zeggen verplichtingen die zijn toegespitst op bepaalde werkzaamheden van de beheerder, zoals bijvoorbeeld art. 26 EC Verordening nr. 231/2013 dat specifiek ziet op het inkopen of uitgeven van de eigen deelnemingsrechten).

20. Zie Vraag/antwoorddocument EC in het kader van de implementatie van de MiFID, vragen 21.2 en 41.



toepassing is op beheerders van beleggingsinstellingen of icbe's mits zij onderworpen zijn aan regels die direct op hun werkzaamheden zijn toegespitst.<sup>21</sup> Blijkbaar is de Europese wetgever van oordeel dat er werkzaamheden kunnen zijn die als onderdeel van het collectief vermogensbeheer worden verricht en tegelijkertijd als het verlenen van een beleggingsdienst kwalificeren, anders was een dergelijke uitzondering niet nodig geweest.<sup>22</sup> De EC heeft niet duidelijk gemaakt welke werkzaamheden zij hierbij op het oog heeft. Naar mijn mening heeft de EC waarschijnlijk gedacht aan het ter uitvoering van het met de beleggers afgesproken beleggingsbeleid ontvangen, doorgeven en uitvoeren van orders inzake financiële instrumenten die onderdeel zijn (of worden) van de beheerde beleggingsportefeuille.

Op werkzaamheden die als onderdeel van het collectief vermogensbeheer van een beleggingsinstelling worden verricht en tegelijkertijd kwalificeren als het verlenen van een beleggingsdienst zijn - dankzij de MiFID-uitzondering van art. 2 lid 1 sub h jo. ov. 15 MiFID - eveneens geen MiFID-verplichtingen van toepassing. Wel zijn op deze werkzaamheden de verplichtingen uit hoofde van de AIFM-richtlijn van toepassing.<sup>23</sup> Nu deze werkzaamheden als onderdeel van het collectief vermogensbeheer worden verricht (en dus binnen de sfeer van het collectief vermogensbeheer-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod blijven), mogen deze werkzaamheden zowel door interne als externe beheerders worden verricht. Het feit dat deze werkzaamheden als onderdeel van het collectief vermogensbeheer worden verricht, brengt eveneens mee dat er in het licht van het AIFMD-activiteitenverbod geen MiFID-uitbreiding van de AIFM-vergunning nodig is en ook de andere additionele voorwaarden die gesteld zijn aan het verlenen van bepaalde beleggingsdiensten onder een AIFM-vergunning niet van toepassing zijn.<sup>24</sup>

### 2.3.3. *Werkzaamheden verricht naast het collectief vermogensbeheer die kwalificeren als beleggingsdienst*

De EC heeft in het kader van de MiFID-implementatie tot slot duidelijk gemaakt dat een beheerder van een beleggingsinstelling of icbe ook *naast* het collectief vermogensbeheer bepaalde werkzaamheden kan verrichten die kwalificeren als het verlenen van een beleggingsdienst en in dat geval de MiFID-uitzondering van art. 2 lid 1 sub h MiFID niet van toepassing is. De EC geeft de expliciete voorbeelden van het beheren van een individueel vermogen of het geven van advies over financiële instrumenten voor/aan specifieke cliënten.<sup>25</sup> Bij het laatste kan bijvoorbeeld worden gedacht aan het verstrekken van advies inzake hoe beleggers hun kapitaal het beste kunnen verdelen over de door de beheerder beheerde beleggingsinstelling(en) of aan het verstrekken van advies dat ziet op andere financiële instrumenten dan de eigen deelnemingsrechten.<sup>26</sup>

Het verlenen van bepaalde beleggingsdiensten naast het collectief vermogensbeheer is op basis van het AIFMD-activiteitenverbod niet toegestaan voor interne beheerders. Externe beheerders mogen blijkens het MiFID-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod wel bepaalde beleggingsdiensten naast het collectief vermogensbeheer verlenen, mits zij daarvoor een MiFID-uitbreiding van de AIFM-vergunning aanvragen. In dat geval zijn op deze werkzaamheden ook de andere additionele voorwaarden die gesteld zijn aan het verlenen van bepaalde beleggingsdiensten onder een AIFM-vergunning van toepassing. In paragraaf 3 zal dieper in worden gegaan op de beleggingsdiensten die door externe beheerders naast het collectief vermogensbeheer verleend mogen worden en het MiFID-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod.

## 3. Toegestane beleggingsdienstverlening

Zoals in paragraaf 1 al opgemerkt kent de AIFM-richtlijn (net als de ICBE-richtlijn) de lidstaat

21. Art. 2 lid 1 sub h jo. ov. 15 MiFID.

22. De Nederlandse wetgever heeft dit oordeel van de Europese wetgever gevolgd. Art. 2 lid 1 sub h MiFID is (deels) geïmplementeerd in art. 1:19 Wft. In de toelichting bij art. 1:19 Wft wordt opgemerkt dat de uitzondering van art. 1:19 Wft is opgenomen omdat de in- of verkoop van deelnemingsrechten door de (beheerder van de) beleggingsinstelling 'gekwalificeerd zou kunnen worden als het verlenen van een beleggingsdienst, namelijk het uitvoeren van orders' (*Kamerstukken II 2006/07, 31 086, nr. 3, p. 12*). Nog los van het feit dat deze reden ongegrond lijkt (zie paragraaf 2.3.1), is de implementatie van art. 2 lid 1 sub h MiFID in art. 1:19 Wft enerzijds te ruim en anderzijds te eng: zie Grundmann-van de Krol 2008, p. 32.

23. Zie bijvoorbeeld voor wat betreft het ontvangen, doorgeven en uitvoeren van orders inzake activa die onderdeel zijn (of worden) van de beheerde beleggingsportefeuille in het bijzonder art. 25 en 27 t/m 29 EC Verordening nr. 231/2013.

24. In die zin ook het antwoord op de vraag 'Welke collectief-beheer activiteiten mag een beheerder onder een AIFMD-vergunning verrichten?' in de AIFMD Q&A van de AFM.

25. Zie Vraag/antwoorddocument EC in het kader van de implementatie van de MiFID, vragen 21.2, 38 en 41. De EC verwijst daarbij naar het MiFID-gedeelte van het ICBE-activiteitenverbod.

26. Het louter algemeen aanprijzen van de eigen deelnemingsrechten in het kader van een aanbidding/verhandeling van die deelnemingsrechten aan een potentiële belegger kwalificeert niet als het verstrekken van beleggingsadvies in de zin van de MiFID. De beheerder verstrekt slechts beleggingsadvies in de zin van de MiFID indien hij - kort gezegd - aan een potentiële belegger een gepersonaliseerde (dat wil zeggen: diens persoonlijke omstandigheden in ogenschouw nemende) aanbeveling doet. Van dat laatste is mijns inziens overigens niet reeds sprake enkel en alleen omdat de beheerder uitsluitend een aanbidding doet aan een door hem geselecteerde groep potentiële beleggers.

optie om een externe beheerder toe te staan dat hij onder zijn AIFM-vergunning ook bepaalde beleggingsdiensten verleent zonder dat daarvoor een separate MiFID-vergunning is vereist. Nederland heeft bij de implementatie van de AIFM-richtlijn, net als bij de implementatie van de ICBE-richtlijn, van deze lidstaatoptie gebruik gemaakt.<sup>27</sup> De beleggingsdiensten die blijkens het AIFMD-activiteitenverbod (uiteraard mits aan de daaraan gestelde additionele voorwaarden is voldaan – zie paragraaf 1) onder een AIFM-vergunning mogen worden verleend zijn a. het beheren van een individueel vermogen, en ‘als nevendiensten’ b. het in de uitoefening van beroep of bedrijf adviseren over financiële instrumenten, c. bewaring en administratie van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en icbe’s en d. het in de uitoefening van beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten. Het gaat hierbij dus om beleggingsdiensten die naast (en niet als onderdeel van) het collectief vermogensbeheer verleend worden. Hierna wordt kort ingegaan op de beleggingsdiensten die een externe beheerder naast zijn collectief vermogensbeheer mag verlenen en enkele onduidelijkheden die daarbij spelen.

### 3.1. Beheren van een individueel vermogen

Uit de in de MiFID gegeven definitie van het beheren van een individueel vermogen volgt dat het daarbij gaat om het op discretionaire basis voeren van het beheer over één of meer *financiële instrumenten*.<sup>28</sup> Dit werpt de vraag op of een beheerder die over een MiFID-uitbreiding voor individueel vermogensbeheer beschikt ook individueel vermogen mag beheren dat louter uit andere activa dan financiële instrumenten bestaat? De AFM beantwoordt deze vraag positief (al merkt de AFM wel nog op dat beperkingen ten aanzien van welke activa er collectief beheerd mogen worden ook gelden ten aanzien van het individueel vermogensbeheer).<sup>29</sup> Deze positieve beantwoording lijkt mij terecht nu de Europese wetgever in de MiFID de definitie van het beheren van een individueel vermogen slechts heeft beperkt tot het beheren van een vermogen dat (ook) uit financiële instrumenten bestaat, omdat zij het (blijkbaar) niet nodig achtte om het beheren van een individueel vermogen dat louter uit andere activa als financiële instrumenten bestaat te onderwerpen aan MiFID-verplichtingen.

27. Overigens heeft de Nederlandse wetgever de lidstaatoptie in de context van de AIFM-richtlijn anders uitgewerkt dan in de context van de ICBE-richtlijn is gebeurd. Zie hierover uitgebreid Grundmann-van de Krol, 2014, ‘Verlenen van MiFID-diensten door beheerders van beleggingsinstellingen en icbe’s: enkele knelpunten’, *Ondernemingsrecht* 2014/38.

28. Art. 4 lid 1 sub 9 MiFID jo. 1:1 Wft.

29. Zie het antwoord op de vraag ‘Wat is de reikwijdte van het individueel vermogensbeheer dat onder een AIFMD-vergunning mag worden uitgevoerd?’ in de AIFMD Q&A van de AFM.

Analoog aan wat er in paragraaf 2.3. is besproken ten aanzien van werkzaamheden die als onderdeel van het collectief vermogensbeheer verricht kunnen worden, kunnen als onderdeel van het individueel vermogensbeheer werkzaamheden worden verricht die kwalificeren als het verlenen van een (andere) beleggingsdienst. Denk bijvoorbeeld aan het in het kader van het individueel vermogensbeheer ontvangen, doorgeven en uitvoeren van orders. Dit werpt de vraag op hoe daar in het licht van het MiFID-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod en de daaraan gekoppelde additionele voorwaarden mee omgegaan dient te worden. Dient in dat geval voor het ontvangen en doorgeven van orders een aparte MiFID-uitbreiding van de AIFM-vergunning bij de AFM aangevraagd te worden? En: is het blijkens het MiFID-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod wel toegestaan om orders uit te voeren nu deze beleggingsdienst niet terugkomt in de opsomming van beleggingsdiensten die onder een AIFM-vergunning verleend mogen worden? Analoog aan de redenering die in paragraaf 2.3.1. en 2.3.2. is gevolgd voor werkzaamheden die als onderdeel van het collectief vermogensbeheer verricht worden, ben ik van mening dat werkzaamheden die als onderdeel van het individueel vermogensbeheer verricht worden blijkens het AIFMD-activiteitenverbod zijn toegestaan indien de beheerder beschikt over een AIFM-vergunning met een MiFID-uitbreiding voor individueel vermogensbeheer (en die beheerder dus geen MiFID-uitbreiding van de AIFM-vergunning voor een andere beleggingsdienst dan individueel vermogensbeheer hoeft te hebben).<sup>30</sup>

### 3.2. Het ‘als nevendiensten’ verstrekken van advies, bewaren en het ontvangen en doorgeven van orders

Een externe beheerder mag blijkens het MiFID-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod naast het verlenen van individueel vermogensbeheer ook *als nevendiensten* - kort gezegd - beleggingsadvies verstrekken, deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen en icbe’s bewaren en administreren en orders van cliënten ontvangen en doorgeven.<sup>31</sup> Daarbij geldt wel de additionele eis dat deze nevendienst(en) alleen verleend mag/mogen worden als ook de dienst van individueel vermogensbeheer verleend wordt.<sup>32</sup> De zinsnede ‘als nevendiensten’ in

30. Dat de EC en de AFM eenzelfde opvatting lijken te zijn toegeedaan maak ik op uit het Vraag/antwoorddocument van de EC in het kader van de implementatie van de MiFID, vraag 55, respectievelijk, het antwoord op de vraag ‘Wat is de reikwijdte van het individueel vermogensbeheer dat onder een AIFMD-vergunning mag worden uitgevoerd?’ in de AIFMD Q&A van de AFM.

31. Art. 6 lid 4 sub b AIFM-richtlijn. In art. 2:67a lid 2 Wft, waarin art. 6 lid 4 AIFM-richtlijn is geïmplementeerd, komt de zinsnede ‘als nevendiensten’ overigens niet terug.

32. Art. 6 lid 5 AIFM-richtlijn jo. 2:67a lid 4 Wft.

combinatie met deze additionele eis werpt de vraag op of het de bedoeling van de Europese wetgever is geweest dat deze nevendiensten alleen verleend mogen worden als onderdeel van het individueel vermogensbeheer (lees: binnen/ter uitvoering van het met een specifieke cliënt afgesloten individueel vermogensbeheermandaat).<sup>33</sup> Dat lijkt mij onwaarschijnlijk. De Europese wetgever heeft immers - zoals ook volgt uit het feit dat het MiFID-gedeelte van het AIFMD-activiteitenverbod alleen ziet op welke beleggingsdiensten naast (en niet als onderdeel van) het collectief vermogensbeheer mogen worden verleend - steeds gekozen voor de systematiek dat zij werkzaamheden die alleen als onderdeel van een andere activiteit uitgevoerd (mogen) worden niet apart noemt.<sup>34</sup> Wat de Europese wetgever dan wel heeft bedoeld met de zinsnede 'als nevendiensten' (in combinatie met de additionele eis dat deze nevendiensten alleen verleend mogen worden als de beheerder ook individueel vermogensbeheer verleend) is mij onduidelijk. Al aannemelijker lijkt mij dat de Europese wetgever heeft bedoeld dat de genoemde nevendiensten weliswaar naast het individueel vermogensbeheer (lees: buiten het individueel vermogensbeheermandaat) verleend mogen worden, maar er een link met het hoofdbedrijf moet zijn in de zin van dat die nevendiensten alleen verleend mogen worden aan de cliënten aan wie individueel vermogensbeheer wordt verleend. Ik kan mij namelijk voorstellen dat het een logische aanvulling op het aan cliënten verleende individueel vermogensbeheer zou kunnen zijn als je die cliënten buiten het individueel vermogensbeheer bijvoorbeeld ook mag voorzien van beleggingsadvies alsmede de mogelijkheid kunt bieden om aan- of verkoopinstructies te geven voor financiële instrumenten (als gevolg waarvan de beheerder orders zal ontvangen en doorgeven).<sup>35</sup> Het kan echter ook zijn dat de Europese wetgever niets inhoudelijks

met de zinsnede 'als nevendiensten' heeft bedoeld en een beheerder deze nevendiensten gewoon als zelfstandige diensten (zonder dat er een verband is met het verleende individueel vermogensbeheer) mag verlenen.<sup>36</sup> Het lijkt mij van belang dat de EC op korte termijn verduidelijkt wat zij precies heeft bedoeld met de zinsnede 'als nevendiensten'.

#### 4. Conclusie

De AIFM-richtlijn kent een activiteitenverbod dat beperkt welke werkzaamheden een beheerder onder een AIFM-vergunning mag verrichten. Om beter te begrijpen welke beperkingen het AIFMD-activiteitenverbod meebrengt voor wat betreft door een beheerder onder zijn AIFM-vergunning te verlenen beleggingsdiensten helpt het om onderscheid te maken tussen het collectief vermogensbeheer (dat ziet op: beperkingen ten aanzien van welke collectief vermogensbeheer werkzaamheden een beheerder mag verrichten) en MiFID-gedeelte (dat ziet op: beperkingen ten aanzien van welke beleggingsdiensten een beheerder naast zijn collectief vermogensbeheer mag verlenen) van dat verbod. Voor (eventuele) beleggingsdiensten verleend als onderdeel van het collectief vermogensbeheer (te denken valt aan het in- of verkopen van de eigen deelnemingsrechten, en het ontvangen, doorgeven en uitvoeren van orders bij de uitvoering van het met de beleggers afgesproken beleggingsbeleid) is naar mijn mening slechts het collectief vermogensbeheer-gedeelte van het activiteitenverbod relevant. Dit brengt mee dat deze beleggingsdiensten zowel door een interne als externe beheerder verleend mogen worden zonder dat daarvoor een MiFID-uitbreiding van de AIFM-vergunning nodig is en zonder dat daarop MiFID-verplichtingen van toepassing zijn. Uitsluitend voor beleggingsdiensten verleend naast het collectief vermogensbeheer is naar mijn mening het MiFID-gedeelte van het activiteitenverbod relevant. Het MiFID-gedeelte van het activiteitenverbod brengt in dat geval mee dat slechts (de in art. 2:67a lid 2 Wft) bepaalde beleggingsdiensten verleend mogen worden en alleen een externe beheerder die beleggingsdiensten mag verlenen. Die externe beheerder dient daarvoor over een MiFID-uitbreiding van zijn AIFM-vergunning te beschikken en te voldoen aan de additionele eisen die zijn gesteld aan het verlenen van beleggingsdiensten naast collectief vermogensbeheer.

33. De Nederlandse wetgever merkt in de gegeven toelichting bij art. 2:67a Wft bijvoorbeeld op: '(...) de activiteiten als bedoeld onder b behoren tot activiteiten die worden verricht in het kader van het beheer van een individueel vermogen' (zie MvT bij de AIFMD-implementatiewet, p. 58).

34. Ook kun je je afvragen waar anders aan gedacht moet worden bij beleggingsadvies dat als onderdeel van individueel vermogensbeheer verstrekt dient te worden.

35. In iets mindere mate gaat dit overigens ook op voor beleggers in de door de beheerder beheerde beleggingsinstellingen. In de door de Europese wetgever gegeven motivering bij het MiFID-gedeelte van het vergelijkbare ICBE-activiteitenverbod staat ook 'as well as some specific non-core activities linked to the main business' (zie ov. 9 ICBE II richtlijn), hetgeen mijns inziens ruimte laat voor het betoog dat de beheerder de genoemde nevendiensten ook mag verlenen aan beleggers in de door hem beheerde beleggingsinstellingen. De additionele eis van art. 6 lid 5 AIFM-richtlijn jo. 2:67a lid 4 Wft, inhoudende dat de genoemde nevendiensten alleen verleend mogen worden als ook de dienst van individueel vermogensbeheer wordt verleend, sluit echter lastig op dat betoog aan.

36. Dit lijkt bijvoorbeeld de uitleg te zijn die verschillende nationale toezichthouders in de context van de ICBE-richtlijn aan de zinsnede 'als nevendiensten' hebben gegeven (en mogelijk dus ook in de context van de AIFM-richtlijn aan die zinsnede geven).