

Enkele opmerkingen op hoofdlijnen bij het conceptwetsvoorstel ter implementatie van de AIFM-Richtlijn

*Mr. F.G.K. Overkleef, LL.M.**

Inleiding

Op 18 augustus 2011 heeft het ministerie van Financiën een concept voor het wetsvoorstel ter implementatie van de zogeheten AIFM-Richtlijn (Alternative Investment Fund Managers Directive¹) gepubliceerd.² De AIFM-Richtlijn is op 8 juni 2011 vastgesteld en bevat een groot aantal regels gericht op beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen. Hoewel de naam van de richtlijn dit wellicht niet meteen doet vermoeden, bewerkstelligt de AIFM-Richtlijn een aanzienlijke verschuiving in het landschap van wet- en regelgeving met betrekking tot beleggingsinstellingen; met de richtlijn wordt in één klap het tot op heden niet op Europees niveau gereguleerde deel van de beleggingssector, waaronder *hedge funds* en *private equity funds*, aan toezicht onderworpen.³ Daarnaast is de AIFM-Richtlijn niet alleen qua reikwijdte opmerkelijk, maar ook qua inhoud: aan beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (hierna: *abi's*) wordt naast een toezichtrechtelijk kader (zoals vergunningvereisten om als beheerder op te mogen treden en regels ten aanzien van informatieverstrekking aan de toezichthouder) ook een set aan inhoudelijke – operationele – vereisten opgelegd op terreinen zoals de financiering van de beleggingsinstelling, het beloningsbeleid en de waardering van de beleggingsportfolio. Tot slot geeft de AIFM-Richtlijn aanvullende regels voor beheerders van *abi's* die – kort gezegd – controle verwerven over beursgenoteerde of niet-beursgenoteerde ondernemingen, waarvan het verbod op *'asset stripping'* (art. 30 AIFM-Richtlijn) de meest in het oog springende bepaling is. Al met al biedt de AIFM-Richtlijn dus een breed scala aan nieuwe regels op diverse terreinen; met recht mag van een ambitieus project gesproken worden.

Dat het Nederlandse conceptwetsvoorstel (hierna: het Voorstel) al twee maanden na de vaststelling van de definitieve

richtlijn is gepubliceerd, is knap: de AIFM-Richtlijn kende een beweging voorgeschiedenis en is in de loop van het wetgevingsproces meerdere keren ingrijpend gewijzigd.⁴ Voor de wetgevingsambtenaren belast met de voorbereiding van het Voorstel moet het bij tijden als schieten op een bewegend doel hebben gevoeld. Desalniettemin was bij de voorbereiding van het voorstel enige haast geboden; op grond van artikel 66 van de AIFM-Richtlijn moet de richtlijn uiterlijk op 22 juli 2013 in nationale wetgeving zijn omgezet. Gelet op de vele wetgevings-technische uitdagingen die zich bij de invlechting van de bepalingen van de AIFM-Richtlijn in de Nederlandse wetgeving, in het bijzonder de Wet op het financieel toezicht (Wft), zullen voordoen, zou de parlementaire behandeling van een uiteindelijk wetsvoorstel flink wat tijd kunnen vergen. Een voortvarende start in het wetgevingsproces was dus nodig om uitzicht op een tijdige implementatie te houden. Het Voorstel is in eerste instantie in consultatie gegeven voor een periode tot 30 september 2011. Parallel hieraan loopt nog een adviestraject vanuit de Europese Commissie bij de European Securities and Market Authority (ESMA) over bepaalde uitvoeringsmaatregelen die nog op Europees niveau moeten worden vastgesteld.⁵ Ook zullen belangrijke delen van de AIFM-Richtlijn op basis van het Voorstel nog moeten worden uitgewerkt in lagere regelgeving. Het zal dus nog enige tijd duren voordat het totaalpakket van wet- en regelgeving met betrekking tot de AIFM-Richtlijn op Europees en nationaal niveau gereed zal zijn.

De eerdere concepten van de AIFM-Richtlijn hebben in de Nederlandse rechtswetenschappelijke publicaties reeds het nodige stof doen opwaaien.⁶ Ook zijn de gevolgen van deze eerdere concepten van de AIFM-Richtlijn reeds vanuit verschillende invalshoeken besproken, zoals vanuit het perspec-

* Mr. F.G.K. Overkleef, LL.M. is werkzaam als advocaat bij NautaDutilh te Amsterdam.

1. Richtlijn 2011/61 EU van het Europees Parlement en de Raad van 8 juni 2011 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en tot wijziging van enige andere richtlijnen, PbEU 1 juli 2011, L 174/1 e.v.
2. Zie voor het conceptvoorstel van wet en memorie van toelichting <www.internetconsultatie.nl/wijzigingswet_implementation_richtlijn_beleggingsinstellingen>.
3. C.M. Grundmann-van de Krol, *Beleggingsinstellingen: 'uitdagende' en andere regelgeving op komst*, *Ondernemingsrecht* 2010, p. 436.

4. Zie over deze voorgeschiedenis L.J. Silverentand, F.W.J. van der Eerden & B. Bierman, *De concept-richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen; work in progress*, TFR 2009, p. 332-342 en L.J. Silverentand, *De AIFM-richtlijn – een stap verder?*, TFR 2010, p. 65-67.
5. Memorie van toelichting (MvT) Voorstel, p. 66. Het voorstel van wet en de MvT zijn in het Voorstel in één document opgenomen. De MvT begint bij p. 61.
6. Zie in algemene zin Silverentand e.a. 2009 en Silverentand 2010. Zie ook J.H.A. Verweij, *Ingrijpende Europese regelgeving voor alternatieve beleggingsinstellingen*, V&O 2010, p. 85-91.

tief van beheerders van beleggingsfondsen,⁷ bewaarders van beleggingsinstellingen,⁸ vastgoedfondsen⁹ en de private equity-industrie.¹⁰ Veel van deze schrijvers plaatsten kritische kanttekeningen bij verschillende bepalingen van de voorgestelde AIFM-Richtlijn. Inmiddels is de AIFM-Richtlijn definitief vastgesteld en voor wat betreft de rechtspolitieke discussie op Europees niveau dus een *fait accompli*. Gelet op de relatief beperkte ruimte voor invulling en interpretatie die de tekst van de AIFM-Richtlijn aan de nationale wetgevers laat, lijkt het weinig zinvol om de rechtspolitieke discussie op nationaal niveau in het kader van het Voorstel nog eens over te doen. Desalniettemin staat de Nederlandse wetgever bij de implementatie voor een aantal fundamentele keuzes. Het Voorstel geeft een voorproefje van de denkrichting van het ministerie van Financiën over die keuzes, wat het interessant maakt om die keuzes in algemene zin na te lopen.

Deze tekst beoogt een bijdrage te leveren aan de gedachtevorming over de implementatie van de AIFM-Richtlijn in het huidige systeem van wet- en regelgeving in Nederland. Hiermee beoog ik nadrukkelijk niet om een stelling in te nemen over de vermeende (on)wenselijkheid van bepaalde elementen of voorschriften van de AIFM-Richtlijn. Tevens is het niet mijn doel om een uitputtende beschrijving te geven van het gehele Voorstel of om een diepgravende analyse te bieden op een van de vele interessante deelreinen daarvan. Ik beperk me in plaats daarvan tot twee thema's op hoofdlijnen, meer specifiek (1) de rol en doorwerking van het idee van beleggersbescherming in het Voorstel en (2) de wijze van inbedding en inkadering van de bepalingen van de AIFM-Richtlijn in de Wft. Deze thema's zullen hierna achtereenvolgens worden besproken.

De rol van beleggersbescherming in de AIFM-Richtlijn en in het Voorstel

Het eerste punt dat ik wil aanstippen, heeft betrekking op de keuze in het Voorstel om aanvullende regels te stellen – boven op de regels die door de AIFM-Richtlijn worden gesteld – voor beheerders van abi's die (mede) rechten van deelneming aan niet-professionele beleggers aanbieden.¹¹ Het gaat om regels, nog nader uit te werken in het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo Wft),¹² ten aanzien van de bedrijfsvoering, informatie aan beleggers en toezichthouders en regels ten aanzien van een adequate behandeling van deelnemers. Hiermee wordt beoogd om het niveau van beleggersbescherming voor retailinvesteers in een abi gelijk te

trekken met het niveau van beleggingsbescherming van een instelling voor collectieve belegging in effecten (icbe¹³).¹⁴ Deze keuze wordt gemotiveerd met het argument dat het kader van regelgeving voor icbe's nadrukkelijk op de bescherming van retailbeleggers ziet en het argument dat zo een *level playing field* bewerkstelligd kan worden tussen icbe's en abi's, voor zover zij zich op niet-professionele investeerders richten.¹⁵

Vooropgesteld moet worden dat de AIFM-Richtlijn expliciet de ruimte laat aan lidstaten om aanvullende regels te stellen wanneer rechten van deelneming in een beleggingsinstelling worden aangeboden aan niet-professionele investeerders (art. 43 AIFM-Richtlijn). Ten aanzien van beleggingsinstellingen die alleen aan professionele partijen rechten van deelneming aanbieden kan dit niet; voor deze categorie is bij de AIFM-Richtlijn sprake van maximumharmonisatie. Op zich is de keuze van het ministerie van Financiën om een kop op de regels voor 'retail-abi's' te zetten dus niet onverenigbaar met de AIFM-Richtlijn. Desalniettemin vraag ik me af of deze keuze, gelet op de doelstelling van de AIFM-Richtlijn, niet een meer uitgebreide, of althans beter gemotiveerde, afweging verdient.

Voor wat betreft de doelstelling van de AIFM-Richtlijn is het nuttig om eerst een paar stappen terug te zetten richting de achtergrond en totstandkomingsgeschiedenis van de richtlijn. Hoewel sinds 2006 al op werkgroepniveau binnen de Europese Commissie werd nagedacht over een evaluatie van toezichtmaatregelen op beleggingsinstellingen,¹⁶ vormde de crisis die vanaf grofweg medio 2007 door achtereenvolgens de wereldwijde financiële sector en reële economie trok de belangrijkste katalysator voor het eerste voorstel van de AIFM-Richtlijn in april 2009.¹⁷ Meer in het bijzonder was op verschillende niveaus (de G20,¹⁸ het Europees Parlement¹⁹ en bij de opstellers van verschillende onderzoeksrapporten zoals de Turner Review²⁰ en het De La Rosière-rapport²¹) de overtuiging gegroeid dat bepaalde praktijken van hedge funds en private equity funds onder meer vanwege een gebrek aan transparantie risico's opleverden voor de stabiliteit van het financiële stelsel en het functioneren van de financiële markten binnen de EU. Het primaire doel van de AIFM-Richtlijn was dan ook

7. N.B. Spoor & J.M.W.M. Franken, De impact van de AIFM-richtlijn op de beleggingsfondsensector, Bb 2011, nr. 6, p. 20-23.
8. J.W.P.M. van der Velden, Babylonische bewaarders, Ondernemingsrecht 2009, p. 742-744.
9. J.Ph. Broekhuizen & J. den Hamer, Toezicht op alternatieve fund managers, VGR 2010, p. 73-76.
10. C.C. Sip, Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen; gevolgen voor de private equity-industrie, TOP 2011, p. 78-84. Zie ook J. Kerkvliet, De gevolgen van de AIFM Richtlijn voor de Nederlandse private equity-industrie, V&O 2011, p. 55-59.
11. Art. 4:37q Voorstel en MvT Voorstel, p. 67 en 145.
12. MvT Voorstel, p. 145.

13. Zie hierover C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door de Wet op het financieel toezicht, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2010, p. 92-94. Zie over de icbe-richtlijn J.H.A. Verweij, Verdere harmonisatie van Europese regelgeving voor beleggingsinstellingen, V&O 2010, p. 68-74.
14. MvT Voorstel, p. 67.
15. Ibid.
16. Silverentand e.a. 2009, p. 333.
17. In dezelfde zin Silverentand e.a. 2009, p. 332 en Verweij 2010, p. 85.
18. Zie het Final Report van de G20 Working Group, 'Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency' van 25 maart 2009, <www.g20.org>.
19. Zie Silverentand e.a. 2009, p. 332 en noot 11.
20. 'The Turner Review; A regulatory response to the global banking crisis' van de Financial Services Authority (United Kingdom) van 18 maart 2009, <www.fsa.gov.uk>.
21. 'Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU' van 25 februari 2009, <http://ec.europa.eu>.

om grip te krijgen op de activiteiten van deze sector door enerzijds het afdwingen van een bepaalde mate van transparantie (door de vergunningplicht voor beheerders van abi's en door enige doorlopende informatieverplichtingen) en anderzijds het stellen van bepaalde gedragsregels voor beheerders van beleggingsinstellingen om zo deze risico's te kunnen adresseren.²²

Welke risico's beoogt de AIFM-Richtlijn dan te bestrijden? De Europese Commissie bracht in de toelichting bij het eerste ontwerp voor de AIFM-Richtlijn onder de vlag van de risico's die verband houden met abi's een breed scala van vermeende misstanden met betrekking tot (met name) hedge funds en private equity funds samen.²³ Het aanbod varieert van koersmanipulaties op financiële markten tot systeemrisico's voor het financiële stelsel bij een abrupte afbouw van posities. Bij nadere beschouwing blijkt vooral interessant *waar* deze risico's terecht komen, dat wil zeggen welke partijen in de ogen van de Europese Commissie de risico's lopen die door de beheerders van abi's veroorzaakt kunnen worden. De lijst van geïdentificeerde risico's overziend,²⁴ liggen de risico's – grofweg genomen – enerzijds in het domein van de andere actoren in het financiële stelsel (zoals *trading counterparties*, *brokers* en financierende banken) en anderzijds in dat van de andere participanten in de markten waarop de abi's actief zijn (zoals beleggers op aandelenmarkten). Het zijn mijns inziens met name deze partijen die de AIFM-Richtlijn beoogt te beschermen tegen de door beheerders van abi's veroorzaakte risico's.

Het idee van beleggersbescherming speelt daarentegen in de AIFM-Richtlijn in mijn ogen een ondergeschikte rol. Weliswaar rept de AIFM-Richtlijn op een enkele plaats over de beleggers²⁵ en zijn enkele bepalingen uit de AIFM-Richtlijn primair geënt op beleggersbescherming (zoals de gedragsregels voor beheerders omtrent hun zorgplicht naar beleggers (art. 12 AIFM-Richtlijn), het voorkomen van belangenconflicten (art. 14 AIFM-Richtlijn) en bepaalde transparantievoorschriften jegens beleggers (art. 22 en 23 AIFM-Richtlijn)), deze overwegingen lijken niet leidend te zijn geweest bij de totstandkoming van de richtlijn. Dit is ook niet vreemd: het type abi's dat de opstellers van de AIFM-Richtlijn met name op het oog had (hedge funds en private equity funds), staat in de regel alleen open voor grote professionele beleggers. Van deze professionele beleggers (veelal institutionele beleggers en zeer vermogende particulieren) wordt doorgaans verwacht dat zij zelf '*sophisticated*' genoeg zijn om geïnformeerde en afgewogen beleggingsbeslissingen te nemen en om hun investeringen en beleggingen deugdelijk te monitoren; bescherming van deze beleggers wordt politiek gezien veelal niet noodzakelijk geacht. Aldus draait de AIFM-Richtlijn niet

primair om de risico's waaraan beleggers in abi's bloot kunnen staan; de nadruk ligt eerder op de risico's die de activiteiten van abi's voor derden, zoals andere marktpartijen en financiële instellingen, kunnen veroorzaken.

Tegen deze achtergrond is het opmerkelijk dat het ministerie van Financiën er in het Voorstel voor kiest om in het verlengde van de implementatie van de AIFM-Richtlijn een aanzet te geven voor aanvullende regulering voor abi's die ook openstaan voor retailbeleggers, een en ander onder opgaaf van een summier motivering omtrent beleggersbescherming. Op zich valt er zeker wat te zeggen voor een gedeeltelijke gelijkstelling van deze retail-abi's met icbe's, maar het is de vraag of de beheerders van deze retail-abi's hiermee niet met te hoge administratieve lasten worden geconfronteerd.²⁶ Een icbe is naar zijn aard een conservatief beleggingsvehikel en de verplichtingen op het gebied van bedrijfsvoering en informatieverstrekking zijn ook specifiek op dit conservatieve karakter toegesneden. Het is de vraag of deze icbe-jas zonder meer goed past voor alle andere beleggingsinstellingen die rechten van deelneming aan niet-professionele beleggers aanbieden. Een nadere analyse en gedachtewisseling in het wetgevingsproces lijkt me op dit punt gewenst.

De implementatie van de AIFM-Richtlijn in de Wft en de verhouding tot het BW

Het tweede thema dat ik kort wil belichten, betreft de keuze van het ministerie van Financiën om vrijwel alle bepalingen van de AIFM-Richtlijn te implementeren in de Wft. Achter deze keuze gaat een interessant verschijnsel schuil, namelijk de nog altijd veranderende aard van de effectenrechtelijke regelgeving op Europees (en als gevolg daarvan nationaal) niveau. Reeds eerder was een ontwikkeling gaande waarbij het klassieke effectenrecht (met name gericht op doorlopende informatieverplichtingen om een goede prijsvorming op de effectenmarkten te waarborgen) door toename van publiekrechtelijke regulering van marktverrichtingen met betrekking tot effecten gaandeweg uitgroeide tot een meeromvattend toezichtsrecht voor financiële markten.²⁷ Bij dit 'moderne' toezichtsrecht financiële markten worden de meer traditionele instrumenten voor regulering, zoals vergunningverplichtingen en doorlopende informatieverplichtingen, ook wel gecombineerd met specifieke gedragsregels. De AIFM-Richtlijn gaat in deze ontwikkeling nog een stap verder.

De AIFM-Richtlijn bevat onder meer specifieke verplichtingen voor beheerders van abi's ten opzichte van ondernemingen waarin zij controle verwerven (art. 26-30 AIFM-Richtlijn), waarvan de verbodsbepaling met betrekking tot '*asset stripping*' (art. 30 AIFM-Richtlijn) de meest opvallende is. Deze bepalingen van de AIFM-Richtlijn lijken met name opgesteld te zijn met het oog op vermeende uitwassen van de

22. Zie nr. 2 van de considerans van de AIFM-richtlijn. Zie ook MvT Voorstel, p. 64.

23. Zie het overzicht in het Explanatory Memorandum bij het voorstel van de Europese Commissie voor de AIFM-richtlijn van 30 april 2009 (COM(2009)207 def.), p. 2-3.

24. Ibid.

25. Zie bijv. nr. 2, 3, 12 en 29 van de considerans van de AIFM-richtlijn.

26. Het Voorstel geeft geen uitsplitsing van deze specifieke administratieve lasten. Zie MvT Voorstel, p. 84-86.

27. In deze zin Grundmann-van de Krol 2010, p. 1.

private equity-industrie²⁸ en zien primair op de wijze waarop private equity funds rondom hun investeringen (acquisities) met de door hen in de portefeuille gehouden ondernemingen en de daarbij betrokken personen zoals werknemers dienen om te gaan. De reikwijdte van deze regels strekt zich mede uit tot niet-beursgenoteerde ondernemingen, wat betekent dat ook bepaalde zeggenschapstransacties die zich buiten het bereik van de financiële markten afspelen door deze regels worden bestreken. Ook van deze bepalingen wordt in het Voorstel in een omzetting in bepalingen in de Wft voorzien (art. 4:37r-za Wft), overigens onder de ietwat misleidende kop 'informatieverplichtingen'. Zodoende zou de Wft een bron voor relevante rechtsregels worden bij – kort gezegd – een private transactie in de aandelen van een 'grote' BV (de desbetreffende bepalingen in het Voorstel zien alleen op ondernemingen met ten minste 250 werknemers en een jaaromzet van ten minste € 50 miljoen of een balanstotaal van ten minste € 43 miljoen, zie art. 4:37s lid 3/4:37y lid 2 Wft), waarbij toevallig een private equity fund als koper optreedt. Zelfs de aanduiding 'toezichtsrecht financiële markten' is te beperkt om de lading van deze nieuwe regels te kunnen dekken.

De AIFM-Richtlijn plaatst de nationale wetgevers voor de nodige wetgevingstechnische uitdagingen. Voor de Nederlandse wetgever is de Wft een logische plaats voor de implementatie van de richtlijn, ook voor de hierboven beschreven verplichtingen ten aanzien van de door abi's gecontroleerde ondernemingen; de verplichtingen uit hoofde van de AIFM-Richtlijn gelden immers voor de beheerders van de abi's, niet voor de ondernemingen zelf, en toezicht en handhaving berust bij de publiekrechtelijke toezichthouders (de Autoriteit Financiële Markten en De Nederlandsche Bank). Ook is de reikwijdte van deze regels niet beperkt tot ondernemingen in de vorm van het Nederlandse Boek 2 rechtspersonen, waardoor inpassing in het Burgerlijk Wetboek (BW) als alternatief praktisch niet mogelijk lijkt. Tegelijkertijd zorgt de inbedding van deze bepalingen in de Wft ook voor complicaties. Zo wordt het toch al indrukwekkende arsenaal van definities in de Wft door het Voorstel verrijkt met een definitie van 'niet-beursgenoteerde uitgevende instelling' (art. 4:37r onder b Wft), waarbij de precieze reikwijdte van dit begrip via de in serie geschakelde definities van 'uitgevende instelling' en 'effect' (art. 1:1 Wft) nog wel eens aan de nodige interpretatieperikelen onderhevig zou kunnen geraken.²⁹ Ook de toepassing van de verbodsbepaling ten aanzien van '*asset stripping*' (kort gezegd: een beheerder van een abi mag gedurende twee jaar na het verwerven van controle over een grote onderneming in beginsel niet meewerken aan handelingen waardoor het vermogen van de onderneming in bepaalde mate afneemt) zal mogelijk bij traditionele vennootschapsrechtjuristen voor

problemen kunnen zorgen; de voorwaarden waaronder een dergelijke uitkering wel gedaan zou mogen worden, zullen namelijk nog in lagere regelgeving uitgewerkt worden (art. 4:37w lid 2 en 4:37za lid 2 Wft),³⁰ waardoor het spectrum aan relevante rechtsregels (Boek 2 BW, de Wft en de betreffende nog op te stellen algemene maatregel van bestuur met de uitvoeringsregeling) vrij onoverzichtelijk wordt. Tot slot zal in de uitvoeringsregeling een afstemming moeten worden gevonden tussen enerzijds de vereisten die de AIFM-Richtlijn aan deze uitkeringen stelt (art. 30 lid 2 en 3 AIFM-Richtlijn) en anderzijds de voorgestelde vermogenstoets bij uitkeringen van artikel 2:216 nieuw-BW uit het wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht (31 058) om te voorkomen dat de praktijk op dit punt met conflicterende normen wordt geconfronteerd. Al met al meer dan genoeg stof tot nadenken dus.

Uit het verschijnen van deze nieuwe soort van regeling in de Wft kunnen twee lessen worden getrokken. Ten eerste onderstreept dit verschijnsel dat voor een moderne ondernemingsrechtjurist kennis van het financieel toezichtsrecht onontbeerlijk is. Zeker voor praktijkjuristen die in de private equity-industrie werkzaam zijn of bij de advisering van acquisities of investeringen van private equity-partijen betrokken zijn, is het belang van deze kennis groter dan ooit. Ten tweede biedt de implementatie van de AIFM-Richtlijn wellicht een goede aanleiding voor de Nederlandse wetgever en beleidsmakers om de klassieke verhouding tussen vennootschapsrecht en financieel toezichtsrecht eens grondig tegen het licht te houden. Als gevolg van de AIFM-Richtlijn zal de Wft bij de huidige stand van zaken voor het eerst ook relevante rechtsregels voor niet-beursgenoteerde ondernemingen (niet zijnde financiële ondernemingen) bevatten. Nu is van een strikte scheiding tussen vennootschapsrecht en effectenrecht al langere tijd geen sprake meer,³¹ maar de vermenging lijkt op dit punt toch wel heel ver te gaan. Overwegingen van politieke haalbaarheid van een en ander terzijde, zou dit wat mij betreft een goede aanleiding zijn om de systematiek, het karakter en de reikwijdte van zowel het vennootschapsrecht alsook het toezichtsrecht financiële markten nog eens fundamenteel te overdenken.³²

Afsluiting

De AIFM-Richtlijn is zonder twijfel een interessant stuk nieuwe regelgeving. Ook de omzetting van de bepalingen van de AIFM-Richtlijn in de Nederlandse wet- en regelgeving biedt genoeg aanknopingspunten voor boeiende analyses en discussies. Nog afgezien van alle uitwerkingen op detailniveau biedt de implementatie van de AIFM-Richtlijn voor de Nederlandse

28. Zie voor een overzicht van de toenmalige discussie in Nederland S.C.W. Eijffinger & C.G. Koedijk (red.), *Private equity en aandeelhoudersactivisme*, Preadviezen voor de Koninklijke Vereniging van Staatshoudkunde, Amsterdam: Amsterdam Center for Corporate Finance 2007.

29. Zie over de reikwijdtediscussie ten aanzien van het begrip 'effect' Grundmann-van de Krol 2010, p. 43-52.

30. Zie ook MvT Wetsvoorstel, p. 150. De AIFM-richtlijn bevat wel concrete handreikingen op dit punt. Zie art. 30 lid 2 en 3 AIFM-richtlijn.

31. Zie in afkeurende zin P.A. van der Schee, *Regulation of issuers and investor protection in the US and the EU; A transatlantic comparison of the basics of securities law and corporate law* (diss. Tilburg), Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2011.

32. In soortgelijke zin, maar vanuit een andere invalshoek M.J.G.C. Raaijmakers, *Naar een wetboek ondernemingsrecht? (afscheidsrede Tilburg)*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers 2009.

wetgever zowel een mogelijkheid om bepaalde fundamentele keuzes te maken alsook een aanleiding (of zo men wil: een kans) om bepaalde elementen van de systematiek en opzet van de bestaande wet- en regelgeving nog eens te bezien. Met deze bijdrage hoop ik een eerste schets op hoofdlijnen gegeven te hebben van enkele punten die naar mijn mening in het wetgevingsproces in overweging genomen zouden kunnen worden. Het is nu aan de wetgever en aan de uitvoeringspraktijk om een verdere invulling te geven aan de gedachtewisseling hierover.