

De EU Savings and Investment Union – de game changer voor collectief vermogensbeheer in Europa?

mr. M.W. Enzerink en Mr. M.K. van der Werf¹

Op 4 december 2025 heeft de Europese Commissie een omvangrijk wetgevingspakket gelanceerd als onderdeel van de *Savings and Investment Union*-strategie: het *Market integration package*. Dit pakket beoogt onder meer materiële wijzigingen in de regelgeving voor de vermogensbeheersector, waaronder de AIFM Richtlijn en de Verordening Grensoverschrijdende Distributie. Dit artikel geeft een overzicht van die wijzigingen en analyseert de te verwachten impact voor vermogensbeheerders.

1. Introductie

In het huidige geopolitieke klimaat is het behalen van de strategische doelstellingen van de Europese Unie belangrijker dan ooit. Tot deze doelstellingen behoort het vergroten van het concurrerend vermogen van de Europese Unie ten opzichte van andere grote economieën. Eén van de zogenoemde "enablers" om dit doel te bereiken, is het volledig integreren van het financiële systeem en de financiële markten door het toewerken naar een "single market strategy".² Om het gestelde doel te bereiken, moet de Europese financiële markt in beweging komen. Er zijn significante investeringen in onder meer digitalisering, defensie en duurzaamheid vereist om het concurrerend niveau van de Europese Unie weer op peil te krijgen. Deze investeringen moeten worden gefinancierd; daarbij wordt gekeken naar het vrijspelen van kapitaal uit private bronnen, specifiek ook de consument. Dit alles heeft ertoe geleid dat de Europese Commissie in maart 2025 een strategie voor de *Savings and Investment Union* (hierna ook de **SIU**) presenteerde, gericht op het verwijderen van obstakels aan de financierings- en investeringskant door het toewerken naar één geïntegreerde Europese markt.³

Op 4 december 2025 – slechts negen maanden na de aankondiging van de SIU-strategie, hetgeen de gevoelde urgentie van de SIU onderstreept – heeft de Europese Commissie ter implementatie van de SIU-strategie een omvangrijk en overkoepelend pakket aan maatregelen en voorstellen gepubliceerd. Door de EU wordt aan dit pakket ook wel gerefereerd als het "*Market integration package*" (hierna ook het **MIP-wetgevingspakket**).

In dit artikel zullen wij kort ingaan op de context en achtergrond van de voorgestelde SIU-strategie en de inrichting van het voorgestelde MIP-wetgevingspakket. Noemenswaardig daarbij is de bredere rol die aan ESMA toebedeeld lijkt te worden. Daarnaast zullen we enkele onderdelen van het MIP-wetgevingspakket, alsmede de mogelijke impact vanuit een toezichtsrechtelijke context, bespreken. Wij richten ons daarbij specifiek op de impact van de voorgestelde wijzigingen op het gebied van collectief vermogensbeheer (*i.e.*, wijzigingen die beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen en voor zover het gelijke regelingen betreft ook beheerders van een instelling voor collectieve belegging in effecten (hierna **UCITS-beheerders**) raken).

2. Achtergrond van de savings and investment union

2024 was een belangrijk jaar in de Europese politiek en economie: Enrico Letta deed een oproep tot een *Savings and Investment Union* (de SIU)⁴ en Mario Draghi schreef het rapport over het (achterblijvende) concurrerend vermogen van de Europese Unie.⁵ In reactie daarop heeft de EU verdere stappen gezet in het bewerkstelligen van "*a real Single Financial Market*",⁶ waaronder ook de SIU-strategie.

Doelstellingen van de SIU

De SIU-strategie is er in de kern op gericht om zowel financiële mogelijkheden voor EU-burgers als financieringsmogelijkheden voor EU-bedrijven te verbeteren - "*Connecting savings and productive investments*".⁷ De EU richt haar peilen daarbij specifiek op inves-

1. Mariska Enzerink is Partner en Marloes van der Werf is Senior Associate in de Financial Markets Regulation praktijk van De Brauw Blackstone Westbroek N.V.
2. Zoals meermaals gecommuniceerd door de Europese Commissie, laatstelijk in het op 29 januari 2025 gepubliceerde rapport *A competitiveness compass for the EU*.
3. Zie voor een overzicht COM (2025) 124 final.

4. Het betreffende rapport van Enrico Letta is getiteld "*Much More Than a Market*", te raadplegen via Enrico Letta - Much more than a market (April 2024).
5. Getiteld: "*The future of European competitiveness*", te raadplegen via The Draghi report on EU competitiveness.
6. Aldus Maria Luis Albuquerque, Eurocommissaris voor Financiële Diensten en de Spaar- en Investeringsunie.
7. Dit wordt in het algemeen als slagzin gebruikt voor de SIU, zie bijvoorbeeld *Savings and investments union - Finance - European Commission*.

teringen met een strategische impact, onder meer op het gebied van klimaatverandering, technologie, geopolitieke ontwikkelingen en defensiebehoeften (bijvoorbeeld in *cleantech*, energie, *biotech* en *artificial intelligence*). Hoewel de investeringsbehoefte in dat verband groot is,⁸ hebben juist deze investeringen vaak niet genoeg aan (enkel) reguliere financieringsmogelijkheden zoals bankfinanciering vanwege zowel de omvang van de kapitaalbehoefte als beperkingen aan reguliere financieringsmogelijkheden, specifiek voor deze vaak als risicovollere beschouwde investeringen.⁹ Tegelijkertijd is er veel spaargeld van EU-burgers beschikbaar,¹⁰ wat bij het investeren daarvan tot (meer) rendement en een groter vermogen zou kunnen leiden (bijvoorbeeld om pensioen op te bouwen, of voor het kopen van een huis)¹¹. Hoewel EFAMA begin december 2025 in haar *Asset Management Report* rapporteerde dat de waarde van *assets under management* in Europa in het derde kwartaal van 2025 tot een recordhoogte van EUR 34,4 triljoen is gestegen, is op het gebied van kapitaalinjecties door het vrijspelen van spaargeld nog steeds veel te winnen: de gerapporteerde stijging is voornamelijk te wijten aan goede resultaten op de kapitaalmarkten. In het kader van de SIU is bovendien geconstateerd dat de kapitaalinjecties die al plaatsvinden, veel buiten de grenzen van de EU worden gedaan. Hierover geeft de Europese Commissie aan: "*Compounding the issue is the peculiar fact that moving money to non-EU countries is often easier than transferring it within EU Member States.*"¹²

De EU wil de voornoemde investerings- en spaarbehoeften met elkaar verbinden en daarmee zorgen voor toename van zowel individueel vermogen als algemene welvaart. Concrete, reeds aangekondigde maatregelen in dit verband zijn onder meer het opzetten van EU-brede spaar- en investeringsrekeningen¹³ en het bevorderen van investeringen in aandelenkapitaal (onder andere met een review van het regelgevend kader voor de *European Venture Capital Fund*-opzet, en zie verder ook de paragraaf "*Institutionele beleggers binnen het SIU-kader*" hierna).¹⁴ Aanvullend richt de EU zich daarbij op integratie en

schaal, en efficiënt toezicht op de interne markt.¹⁵ De EU erkent daarbij het spanningsveld met *shadow banking*-praktijken waar in recente jaren ook juist veel aandacht voor is geweest en ook wel met argwaan naar is gekeken. In het kader van de SIU geeft de EU echter juist ook aan dat het vertrouwen zou moeten bestaan in de niet-bancaire sector om op de brede financieringsbehoefte in te stappen, maar dat daarvoor wel een versterkt macroprudentieel toezichtskader nodig is, als ook aangegeven door de markt: "*Finally, to build trust in the non-bank financial sectors, the Commission recognises the need for holistic, simpler and well-coordinated macroprudential oversight and risk monitoring across the financial system. ... the Commission is considering targeted actions for 2026 to strengthen macroprudential oversight and enhance the EU financial system's resilience.*"¹⁶

Institutionele beleggers binnen het SIU-kader

Indirect wordt spaargeld van EU-burgers op dit moment ook vaak al geïnvesteerd, ervan uitgaande dat dit aangehouden wordt bij een financiële onderneming die ook (institutioneel) belegt. Dat voldoet echter niet aan de doelstellingen van de SIU: het levert geen of althans maar een heel beperkt voordeel op voor particulieren (een verlaging in bankkosten en/of rente) en de institutionele beleggers beslissen over het gebruik van het geld. Bepaalde kapitaalbehoefte categorieën waarin een investering zou bijdragen aan de door de EU in het kader van de SIU geïdentificeerde strategische impactdoelen worden daarbij nog vaak overgeslagen (zoals *venture capital*, *private equity* en infrastructuur).¹⁷ In het kader van de SIU worden daarom ook specifiek regels voorgesteld om die institutionele beleggers (*i.e.*, de financiële ondernemingen) bij het vaststellen van hun beleggingen te sturen richting de doelstellingen van de SIU via daarop gerichte prikkels. Zo omvat de SIU ook regelingen over de relatief gunstige behandeling van investeringen in aandelenkapitaal in de berekening van de kapitaalvereisten van banken¹⁸ en verzekeraars¹⁹, en worden ook pensioen-

8. Mario Draghi raamt deze behoefte op EUR 750-800 miljard extra per jaar in 2030 in zijn rapport.

9. Zie bijvoorbeeld de begeleidende notitie van de Europese Commissie bij de publicatie van het MIP-wetgevingspakket, te raadplegen via Savings and investments union - Finance - European Commission.

10. Dit bedrag wordt voor de EU geschat op EUR 10 triljoen, zie bijvoorbeeld het persbericht "*Commission unveils Savings and Investments Union strategy to enhance financial opportunities for EU citizens and businesses.*", te raadplegen via Commission unveils Savings and Investments Union strategy to enhance financial opportunities.

11. De Europese Commissie presenteert dit als "*Saving for the future*" in de *fact sheet* inzake de SIU, met de titel "*Connecting savings and productive investments*" en te raadplegen via Factsheet: Savings and Investments Union - Finance - European Commission.

12. COM(2025) 940 final, par. 1.

13. Een spaar- en investeringsrekening is een product dat particulieren de mogelijkheid geeft om op een relatief eenvoudige en laagdrempelige manier te beleggen in verschillende producten zoals aandelen, obligaties en fondsen (waarbij particulieren zelf controle houden over hun

beleggingen). Hiervoor gelden vaak aantrekkelijke belastingvoordelen en eenvoudige belastingregels, waardoor beleggers een relatief groot gedeelte van hun winst kunnen behouden.

14. In de *fact sheet* van de Europese Commissie inzake de SIU wordt "*promoting equity investment*" als "*key measure*" gepresenteerd en onderverdeeld in twee pijlers: (i) "*Eligibility and clarification of equity investment by institutional investors*", gepland voor Q4 van 2025 en (ii) "*European Venture Capital Fund (EuVECA) Regulation review*", gepland voor Q3 2026.

15. COM(2025) 940 final, par. 2.2.

16. COM(2025) 940 final, par. 2.2.

17. COM(2025) 124 final.

18. Onder het (huidige) regime voor "*legislative programmes to stimulate specified sectors of the economy*" in artikel 133(5) van Verordening (EU) No 575/2013 (de **CRD**), zie ook voor meer achtergrond en een overzicht C(2025) 7231 final.

19. Hiertoe wordt een regeling voorgesteld in de *Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 as regards technical provisions, long-term guarantee measures, own funds, equity risk, spread risk on securitisation positions, other standard formula capital require-*

fondsen aangemoedigd om in deze investeringen te stappen.²⁰ Voor Nederland verwachten we dat regelingen die specifiek zien op pensioenfondsen in het bijzonder effectief zullen zijn, nu de Nederlandse markt voor vermogensbeheer haar relatief significante omvang voor een belangrijke reden dankt aan de pensioensector. EFAMA bevestigde dit ook weer in haar rapport (overigens benoemt dit rapport wel ook de trend dat pensioenfondsen steeds meer via individuele mandaten beleggen in plaats van via collectieve beleggingsstructuren).

3. Het MIP wetgevingspakket - inrichting en de rol van ESMA

Het MIP-wetgevingspakket zoals dat op 4 december 2025 werd gepubliceerd bestaat uit drie wetgevingsinitiatieven, welke alle drie zouden leiden tot een (volledige) herziening van bestaande richtlijnen en verordeningen:

- i. Master Verordening²¹
- ii. Master Richtlijn²²
- iii. Wijzigingsverordening voor de Settlement Finality Directive / aanpassing van de Financial Collateral Directive

De bovengenoemde voorstellen richten zich op het verwijderen van barrières – en daarmee het toewerken naar marktintegratie tot een *single market* – op het gebied van (i) handel, (ii) post-handel en (iii) vermogensbeheer. Om dit te bewerkstelligen, worden naast het wijzigen van (de inhoud van) bestaande regelingen, ook voorstellen gedaan tot het aanpassen van het bredere toezichtsrechtelijke kader in de drie genoemde sectoren (waaronder een vergrote beoogde rol voor ESMA, zie ook paragraaf "Een grotere toezichtsrol voor ESMA" hierna). Zoals in de inleiding aangegeven zullen wij ons in dit artikel specifiek focussen op de wijzigingen die worden voorgesteld die raken aan beheerders van collectief vermogen; het voert gezien de omvangrijkheid van de voorstellen te ver om in dit artikel ook de verder beoogde wijzigingen voor andere sectoren door te nemen.

Voor beheerders van collectief vermogen zijn de Master Verordening en de Master Richtlijn relevant. De voorgestelde Master Verordening brengt wijzigingen aan in de Verordening Grensoverschrijdende Distributie²³ (zie de paragraaf "Het geharmoniseerde kader voor vergunningsaanvragen en grensoverschrijdend aanbieden" hierna), terwijl de Master Richtlijn wijzigingen beoogt in de UCITS Richtlijn²⁴ en de AIFM Richtlijn²⁵ (zie paragraaf "Harmonisatie in de Verordening Grensoverschrijdende Distributie" en vanaf paragraaf "Concrete wijziging 2: Volledige kosten transparantie omtrent grensoverschrijdend aanbieden" hierna).

Een grotere toezichtsrol voor ESMA

Voordat wij ingaan op de inhoud van die specifieke wijzigingen, behandelen we nog kort een ander noemenswaardig punt uit het pakket, te weten de voor ESMA beoogde grotere rol in het toezicht op de Europese financiële markten. Het MIP-wetgevingspakket breidt de rol van ESMA op twee materiële onderdelen uit. Ten eerste wordt voorgesteld dat ESMA de directe toezichthouder wordt over specifieke typen marktpartijen, waaronder significante handelsplatformen, het nieuwe *species* van het pan-Europees marktplatform (*Pan-European Market Operator*) en alle vergunning houdende crypto asset serviceproviders (ook aangeduid als **CASPs**) als bedoeld onder MiCAR.^{26,27} De rol van ESMA schuift daarmee meer toe naar de rol die de ECB op dit moment houdt voor banken en significante beleggingsondernemingen, waarbij de instellingen die vanwege schaal en/of complexiteit systeemrelevant worden geacht, van toezicht door de nationale toezichthouder verschuiven naar ESMA als overkoepelende Europese toezichtautoriteit.²⁸ Dit hangt naar wij aannemen samen met het tweede punt waarop de rol van ESMA beoogd wordt uitgebreid, te weten het bevorderen van uniforme toepassing van wet- en regelgeving door, en samenwerking tussen, nationale toezichthouders (de zogenaamde "*supervisory convergence*"). Om dit te bewerkstelligen wordt aan ESMA een man-

ments, reporting and disclosure, proportionality and group solvency (de **Gedelegeerde Solvency II-verordening**) - zie onder meer p. 3 van de toelichting bij de voorgestelde wijzigingen op en overweging 25 tot en met 30 bij de beoogde Gedelegeerde Solvency II-verordening. Onder deze regeling valt ook een equivalent van artikel 133(5) CRR in artikel 173 van de beoogde Gedelegeerde Solvency II-verordening.

20. Er ligt een voorstel om te verduidelijken dat ook dergelijke investeringen binnen het *prudent person*-principe (zie ook artikel 135 Pensioenwet) kunnen vallen, zie bijvoorbeeld het persbericht van de Europese Commissie "*Commission proposes to boost supplementary pensions to help ensure adequate retirement income*" van 20 november 2025, te raadplegen via: Commission proposes to boost supplementary pensions to help ensure adequate retirement income.
21. *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 1095/2010, No 648/2012, No 600/2014, No 909/2014, 2015/2365, 2019/1156, 2021/23, 2022/858, 2023/1114, No 1060/2009, 2016/1011, 2017/2402, 2023/2631 and 2024/3005 as regards the*

further development of capital market integration and supervision within the Union.

22. *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2009/65/EC, 2011/61/EU and 2014/65/EU as regards the further development of capital market integration and supervision within the Union.*
23. Verordening (EU) 2019/1156.
24. Richtlijn 2009/66/EC.
25. Richtlijn 2011/61/EU.
26. Verordening (EU) 2023/1114.
27. Met dien verstande dat marktpartijen die cryptodiensten (mogen) verlenen onder een andere gehouden vergunning (zoals beleggingsondernemingen) onder hun nationale toezichthouder blijven vallen, tenzij het verlenen van cryptodiensten hun hoofdactiviteit zou worden (zie artikel 9 van de Master Verordening).
28. Dit is conform aanbeveling in zowel het Draghi- respectievelijk het Letta-rapport, alsook het rapport "*Developing European Capital Markets to Finance the Future – Proposals for a Savings and Investment Union*" van april 2024 onder leiding van Christian Noyer, te raadplegen via EN-Repo rt-Developing-European-capital-markets.pdf.

daat gegeven om de samenwerking met nationale toezichthouders te stroomlijnen dan wel verder te formaliseren via het instellen van *joint supervisory teams*, gezamenlijke inspecties bij vergunninghouders en ook operationele afstemming tussen ESMA en overige betrokken toezichthouders.²⁹ Ook wordt voorgesteld om ESMA rechten toe te kennen op basis waarvan zij kan ingrijpen in het (nationale) toezicht, waarbij ESMA de bevoegdheid krijgt om maatregelen te (laten) nemen door of in plaats van nationale toezichthouders indien deze geacht worden onvoldoende op te treden bij het overtreden van het toepasselijke toezichtsrechtelijke kader door marktpartijen (zie ook verder paragraaf "Concrete wijziging 1: Harmonisatie van de vergunningsaanvraag, paspoortprocedure en aanbiedingsregels" en "Concrete wijziging 4: Toezicht op "grote" AIFM-groepen" hierna).³⁰

4. Impact van het MIP-wetgevingspakket op vermogensbeheerders

4.1. Achtergrond ten aanzien van (collectief) vermogensbeheerders en de AIFM Richtlijn

Zoals hierboven beschreven is vermogensbeheer één van de drie sectorale pijlers van de SIU, waarbij wijzigingen worden beoogd in de AIFM Richtlijn, UCITS Richtlijn, MiFID³¹, MiCAR en enkele andere Europese regelingen op het gebied van vermogensbeheer.³² Vermogensbeheerders spelen dan ook een belangrijke rol in de gewenste sturing van de Europese economie nu zij al een relatief grote geldschieder zijn; zo becijferde EFAMA recentelijk nog in vernoemd rapport dat circa 24% van alle in de EU genoteerde aandelen en 28% van alle in de EU uitgegeven obligaties worden gehouden door vermogensbeheerders.

Voor wat betreft beheerders van een alternatieve beleggingsinstelling (hierna aangeduid als **AIFMs**)³³ is de SIU er in het bijzonder op gericht om de interne markt verder te integreren; grensoverschrij-

dend actief zijn (in het bijzonder distributie) moet voor AIFMs makkelijker worden, zodat onder meer de omvang van de beheerde fondsen zal kunnen toenemen.³⁴ Al langer is duidelijk dat een versoepeling, of althans een efficiëntieslag, op dit punt zeer gewenst is in de markt. De voorgestelde efficiëntieslagen bevinden zich op twee hoofdonderwerpen: het paspoortregime en het opereren als groep.

Grensoverschrijdend actief zijn via de inzet van een paspoort

Hoewel de AIFM Richtlijn (II) en de Verordening Grensoverschrijdende Distributie uiteraard ook al harmonisatie tot doel hebben (gehad), is geconstateerd dat het regelgevend kader en procedures ten aanzien van het grensoverschrijdend actief zijn door beheerders³⁵ nog steeds onnodig lang, complex en uiteenlopend zijn. Dit verhindert dan wel belemmert grensoverschrijdende activiteiten van AIFMs.³⁶ De Europese Commissie merkt hierover op dat het paspoorten in feite een theoretische mogelijkheid blijkt: *"Inconsistent application of rules by national authorities and unjustified additional national requirements still make passporting a theoretical possibility rather than a functional tool for many businesses"*.³⁷ Als belangrijke oorzaak hiervan is geconstateerd dat onder de huidige wet- en regelgeving een ruime discretie aan lidstaten wordt toegekend (bijvoorbeeld ten aanzien van het gebruik en toepassen van verschillende procedures en IT-systemen voor het doen van de betreffende meldingen). Ook vullen lidstaten Europese wetgeving vaak aan met nationale vereisten op onderwerpen waarvoor de Europese wet- en regelgeving nog een leemte laat (bijvoorbeeld in de vorm van aanvullende aanbiedingsregels, kosten, rapportageverplichtingen en vereisten voor lokale aanwezigheid). Dit speelt in het bijzonder bij het aanbieden van participaties in beleggingsfondsen: lidstaten schrijven doorgaans gedetailleerde aanbiedingsregels voor, terwijl de Europese regelgeving "principle-based" is en uitgaat van algemene principes zoals eerlijke, duidelijke en geen misleidende informatievoorziening.³⁸

29. Artikel 1(7) Master Regulation / artikel 8a ESMA Verordening.

30. Artikel 1(13) Master Regulation / art. 17aa ESMA Verordening en artikel 1(14) Master Regulation / art. 17aaa ESMA Verordening.

31. Richtlijn 2014/65/EU.

32. Overigens is aangegeven dat ook de European Investment Bank en het European Investment Fund betrokken zullen worden bij verdere implementatie van de SIU, zie bijvoorbeeld COM(2025) 940 final en *Questions and answers on the Savings and Investments Union*, te raadplegen via *Questions and answers on the Savings and Investments Union*.

33. Hetgeen we in dit artikel opmerken over AIFMs geldt grotendeels ook voor UCITS-beheerders.

34. Bij de SIU is toegelicht dat Europese beleggingsfondsen vijf keer kleiner zijn dan beleggingsfondsen onder het recht van de Verenigde Staten, zie bijvoorbeeld de *fact sheet* inzake de SIU, met de titel "Connecting savings and productive investments" en te raadplegen via *Factsheet: Savings and Investments Union - Finance - European Commission*.

35. Via bijvoorbeeld aanbiedingsmeldingen, de-notificaties en pre-marketing, zie ook paragraaf "Concrete wijziging 1: Harmonisatie van de vergunningsaanvraag, paspoortprocedure en aanbiedingsregels" hierna.

36. Zie bijvoorbeeld par. 4.4 uit de "in-depth analysis" van de *Economic Governance and EMU Scrutiny Unit* van het Europese Parlement getiteld "Meeting expectations? Assessing the Savings and Investment Union (SIU) communication against the recommendations of Draghi, Letta and Noyer" en te raadplegen via *Meeting expectations? Assessing the Savings and Investment Union (SIU) communication against the recommendations of Draghi, Letta and Noyer* en COM(2025) 124 final en *Questions and answers on the Savings and Investments Union*, te raadplegen via *Questions and answers on the Savings and Investments Union*.

37. COM(2025) 940 final, par. 2.1.

38. Par. 3 van de toelichting bij de Master Regulation, en zie ook het *Impact Assessment Report* bij het MIP-wetgevingspakket, SWD(2025) 943 final, par. 3.2 en *Questions and answers on the Savings and Investments Union*, te raadplegen via *Questions and answers on the Savings and Investments Union*.

Grensoverschrijdend actief zijn als groep

Daarnaast wordt opgemerkt dat het (grensoverschrijdend) opereren als groep, of althans binnen een groepsstructuur, makkelijker moet worden.³⁹ In dit kader worden eveneens diverse maatregelen beoogd: zo wordt een versoepeling voor intra-groep uitbesteding voorgesteld (zie ook paragraaf "Concrete wijziging 3: Intra-groep uitbesteding wordt onder omstandigheden vrijgesteld van de uitbestedingsregels" hierna).

Formele wijzigingen

Om de hierboven genoemde leemtes inzake divergente nationale regelingen te corrigeren worden, naast inhoudelijke wijzigingen voor het grensoverschrijdend opereren, ook enkele formele regelingen aangepast. Zo wordt toezicht op Europees niveau versterkt of althans gepromoot via de voornoemde centralere rol voor ESMA.

Een ander noemenswaardig punt is dat expliciet wordt aangegeven dat de Europese Commissie toe wil naar een simpeler en minder gelaagd systeem van wetgeving, en daarmee naar een gelijk speelveld binnen jurisdicties in de Europese markt. Deze gewenste simplificatie moet worden bereikt via een set aan aanpassingen. Zo worden in het MIP-wetgevingspakket bepaalde regelingen van een richtlijn naar een verordening overgeheveld.⁴⁰ In tegenstelling tot een richtlijn, behoeft een verordening geen implementatie in het nationaal recht van lidstaten en heeft deze directe werking. De Europese Commissie merkt hierover op dat dit de mogelijkheid tot *goldplating* op nationaal niveau elimineert. Daarbij merken wij op dat in de praktijk is gebleken dat, ook voor verordeningen, per lidstaat een andere uitleg of toepassing kan worden gehanteerd. Deze maatregel werkt daarom alleen in combinatie met het voorstel om ESMA een meer coördinerende en formele rol te geven ten aanzien van de uniforme toepassing van Europese regelgeving. Daarnaast wordt opgemerkt dat bestaande richtlijnen en verordeningen zo zullen worden aangepast dat mandatering aan andere organen (zoals de Europese Commissie in Level 2-instrumenten), wordt verwijderd dan wel beperkt in scope. De gedachte hierachter lijkt te zijn dat regelgeving moet worden gecentraliseerd: *what you see is what you get*. Dit lijkt ons een welkom streven, omdat de praktijk tot dusver geregeld in vertwijfeling achterblijft met de vraag wanneer (of zelfs: of) een Level 2-instrument nog gaat verschijnen terwijl de uiterste

deadlines voor implementatie naderen.⁴¹

4.2. Concrete wijziging 1: Harmonisatie van de vergunningsaanvraag, paspoortprocedure en aanbiedingsregels

Harmonisatie in de Verordening Grensoverschrijdende Distributie

De vereisten voor een vergunningsaanvraag, paspoortprocedure en aanbiedingsregels worden in het voorstel volledig geharmoniseerd. Daarbij komen de betreffende regels grotendeels terecht in de Verordening Grensoverschrijdende Distributie in plaats van de AIFM Richtlijn, waardoor implementatie niet nodig is en directe toepassing in lidstaten gegarandeerd wordt.

Het geharmoniseerde kader voor vergunningsaanvragen en grensoverschrijdend aanbieden

Ten aanzien van de vergunningaanvraag wordt een mandaat gegeven aan ESMA om *regulatory technical standards* te formuleren met daarin specifieke regelgeving over de aan te leveren informatie en de opmaak ("*format*"), het sjabloon ("*template*") en de procedures in dat kader.⁴² Dit voorkomt naar wij aannemen dat sommige lidstaten (of toezichthouders) zich kunnen presenteren als "de meest pragmatische" of "snelste" route naar een vergunning.

Daarnaast gaan de paspoortprocedure voor het grensoverschrijdend aanbieden van fondsen en veel andere aanbiedingsregels op de schop. Voortaan zullen de formaliteiten omtrent het gebruikmaken van een paspoort voor het aanbieden reeds bij het aanvragen van een vergunning en/of de aanmelding van een fonds en volledig via de *home state* toezichthouder worden afgehandeld. Een AIFM moet al bij vergunningaanvraag bij diens *home state* toezichthouder aangeven in welke lidstaten de AIFM beleggingsinstellingen zal aanbieden en voor de te beheeren fondsen ook relevante (aanbiedings)documentatie voor aanleveren (zoals het prospectus, voor zover het gaat om al bestaande beleggingsinstellingen dan wel instellingen die per het verkrijgen van de vergunning zullen worden beheerd). Deze documentatie zal door de *home state* toezichthouder worden gedeeld met relevante *host state* toezichthouders via een daarvoor bestemd dataplatform.⁴³ Het zal daarvoor niet meer nodig zijn om na verkrijgen van de

39. Zie onder meer par. 2.1 van COM(2025) 940 final.

40. Zie ook de Master Richtlijn en Master Verordening onder "*Regulatory fitness and simplification*"; een voorbeeld is het verplaatsen van het paspoortregime uit de AIFM Richtlijn en UCITS Richtlijn naar de Verordening Grensoverschrijdende Distributie.

41. De Europese Commissie communiceerde in oktober 2025 al een voornemen tot het verminderen van prioriteit aan een uitgebreide lijst Level 2- regelgeving, zie De-prioritisation of Level 2 acts in financial services legislation - Finance.

42. Artikel 2(3)(b) Master Directive / artikel 7(6) AIFM Richtlijn.

43. Artikel 6(10) Master Regulation / artikel 12 Verordening Grensoverschrijdende Distributie. Het platform moet binnen 24 maanden na inwerkingtreding van de Master Verordening worden opgericht door ESMA: nationale toezichthouders krijgen hier direct elektronische toegang tot. Dit platform zal in de beoogde opzet overigens breder gebruikt worden, ook voor onder meer European Venture Capital Funds, European Social Entrepreneurship Funds and European long-term investment funds (zie *Questions and answers on the Savings and Investments Union*, te raadplegen via *Questions and answers on the Savings and Investments Union*).

vergunning en/of goedkeuring voor een fonds door de *home state* toezichthouder ook nog aan elke relevante *host state* (waar nu nodig) meldingen met bijbehorende informatie te doen voordat van een paspoort gebruikt kan worden gemaakt.⁴⁴ Zodra is bevestigd door de *home state* toezichthouder dat de relevante gegevens op het dataplatform zijn geüpload, is aanbidding in de aangemelde lidstaten toegestaan. De aanmelding en het paspoorten van nieuwe beleggingsinstellingen, dan wel beleggingsinstellingen in een nieuwe lidstaat, vindt eveneens uitsluitend bij de *home state* toezichthouder plaats volgens eenzelfde regime.⁴⁵

De rol van de *host state* toezichthouder wordt aan (strengere) banden gelegd. Zo is expliciet gemaakt dat *host state* toezichthouders geen aanvullende eisen mogen stellen aan aanbiedingsmaterialen of anderszins: aanbieden in de *host* lidstaat is toegestaan zodra het dataplatform is bijgewerkt en de *host state* toezichthouder ontvangt hiervan een melding via het platform. Verder zal geen melding van pre-notificatie of de-notificatie voor het aanbieden meer gedaan hoeven te worden gedaan bij de relevante *host state* toezichthouder en kan dit ook niet als eis worden gesteld: de *host state* is afhankelijk van informatievoorziening via het platform. Ook vervalt de op dit moment geldende 36-maanden termijn waarin geen beroep meer kan worden gedaan op "pre-marketing" voor fondsen met een beleggingsstrategie gelijkend aan een gedenotificeerd fonds; de *host state* toezichthouder hoeft daarmee ook dit niet meer in de gaten te houden. Verder is specifiek gemaakt dat geen fysieke aanwezigheid in de *host state* gevraagd mag worden, waarbij zowel expliciete als impliciete eisen in dat kader (bijvoorbeeld door het bevoordelen van beheerders of fondsen uit de lidstaat zelf met toepassing van lichtere regels) worden verboden.⁴⁶ Voor zover een *host state* toezichthouder een schending van regelgeving of andere onregelmatigheden constateert, zal zij zich bij wijze van convergerend toezicht moeten melden bij de *home state* toezichthouder (en kan zij bij ontevredenheid over het optreden daarvan als vervolgstap bij ESMA terecht). ESMA kan vervolgens – na eigen beoordeling – optreden op basis van haar gangbare (en na implementatie van het MIP-wetgevingspakket ook versterkte) bevoegdheden als neergelegd in de ESMA Verordening.^{47,48}

Om een eventuele toename van risico's bij het versimpelde paspoorten te mitigeren, krijgt ESMA daarnaast ook een nieuwe, vergaande bevoegdheid:

ESMA mag paspoort-rechten opschorten als, kort gezegd, sprake is van ernstige tekortkomingen in het naleven van toepasselijk (Europees) recht.⁴⁹ In dat opzicht zal de toezichtsrol van ESMA (ook) op dit specifieke punt fors toenemen. Daarnaast kan ESMA worden gevraagd te bemiddelen in een geschil tussen nationale autoriteiten van *host* en *home states*.⁵⁰ Volgens de Europese Commissie moet het verstevigde toezicht door ESMA bijdragen aan het (herstel van) vertrouwen in het paspoort-systeem en ook zorgen voor effectief toezicht – een pan-Europese aanpak op dit punt zal de interne markt verder bevorderen, met name nu maatregelen ten aanzien van paspoorten logischerwijs inherent grensoverschrijdend effect hebben.⁵¹ Wij verwachten ook dat regulatorie arbitrage zal afnemen, als de Europese standaard ook daadwerkelijk op Europees niveau gehandhaafd wordt. De hier genoemde doelen en effecten zijn op papier prachtig, maar vereisen wel een degelijke afstemming op doorlopende basis tussen nationale toezichthouders en ESMA – hopelijk biedt het beoogde platform daar de juiste functies en stimulanzen voor.

Harmonisatie van andere aanbiedingsregels

Ter harmonisatie van andere aanbiedingsregels zal de Europese Commissie ook de bevoegdheid hebben om gedelegeerde regelgeving vast te stellen, specifiek ten aanzien van de opmaak en de inhoud van aanbiedingsuitingen zodat het aanbieden uniformer zal plaatsvinden binnen de EU.⁵² Daarin zien wij een voordeel voor alle partijen: het biedt duidelijkheid en daarmee een lastenverlichting voor AIFMs en toezichthouders, en maakt het ook makkelijker voor beleggers om producten te vergelijken en beoordelen. Kanttekening daarbij is dat er al veel vaker soortgelijke initiatieven zijn ontplooid (EID, PRIIPS etc.) zonder dat dit tot de voor beleggers gewenste bescherming (door meer transparantie en onderlinge vergelijkbaarheid) geleid lijkt te hebben. Nog onduidelijk is voor ons hoe dit voorstel zich onderscheidt van die eerdere initiatieven waardoor het wel tot een succes zal worden.

Kortom: het voorgestelde regime voor zowel paspoorten als het aanbieden van participaties lijkt een stuk simpeler te worden op materiële punten en zorgt ervoor dat beheerders één centraal aanspreekpunt krijgen; hun eigen toezichthouder. Oók in de goed denkbare situatie waarin bij het lanceren van een fonds nog niet uitputtend duidelijk is in

44. Artikel 6(15) Master Regulation / artikelen 17a tot en met 17i Verordening Grensoverschrijdende Distributie.

45. Artikel 6(15) Master Regulation / artikel 17g Verordening Grensoverschrijdende Distributie.

46. Artikel 6(3)(d) Master Regulation / artikel 4(5a) Verordening Grensoverschrijdende Distributie en artikel 6(15) Master Regulation / artikel 17g Verordening Grensoverschrijdende Distributie.

47. Verordening (EU) No 1095 / 2010.

48. Artikel 6(5) Master Regulation / artikel 7 Verordening Grensoverschrijdende Distributie en artikel 6(15) Master Regulation / artikel 17g Verordening Grensoverschrijdende Distributie.

49. Artikel 6(14) Master Regulation / artikel 14c Verordening Grensoverschrijdende Distributie en artikel 2(21) Master Directive / artikel 47b AIFM Richtlijn.

50. Artikel 6(13) Master Regulation / artikel 14(2) Verordening Grensoverschrijdende Distributie, artikel 6(14) Master Regulation / artikel 14d Verordening Grensoverschrijdende Distributie, artikel 2(21) Master Directive / artikel 47a AIFM Richtlijn en artikel 2(24) Master Directive / artikel 55 AIFM Richtlijn.

51. Par. 2.2 COM(2025) 940 final.

52. Artikel 6(3) Master Regulation / artikel 4 Verordening Grensoverschrijdende Distributie.

welke lidstaten dat fonds zal worden aangeboden, en de grensoverschrijdende aanbieder derhalve voor sommige lidstaten op een later moment wordt doorgegeven aan de *home state* toezichthouder, verwachten wij dat dit sterk geharmoniseerde regime efficiëntievoordelen met zich brengt vergeleken met het huidige, gefragmenteerde regime. De doorlooptijd voor het goedkeuren van een voorgenomen aanbieder in aanvullende lidstaten is beperkt tot 10 werkdagen en de gronden voor het weigeren ervan zijn ook beperkt tot het handelen in strijd met de AIFM Richtlijn ofwel de Master Verordening.⁵³ Dit biedt meer duidelijkheid dan in de huidige situatie het geval is. Bovendien kan in lidstaten al verkend worden of er interesse is via pre-marketing; bij een fondsmelding zelf kunnen dan alle lidstaten worden doorgegeven waar en interesse blijkt te zijn.

Of deze voorstellen ook leiden tot het uitrollen van specifieke fondsen door geheel Europa (in plaats van uitsluitend in beperkte lidstaten) is wat ons betreft de vraag. Lidstaten mogen nog steeds kosten rekenen voor het aanbieden van fondsen in de eigen lidstaat, waarmee beheerders op basis van verwachte interesse voor een fonds een kosten-batenanalyse zullen moeten maken. Daarnaast zijn er ook andere redenen die volledig grensoverschrijdend actief zijn beperken, zoals de verschillende belastingregimes die voor fondsen en/of de beleggers daarin vaak doorslaggevend zijn bij het aanbieden dan wel deelnemen vanuit een specifieke jurisdictie.

4.3. Concrete wijziging 2: Volledige kosten transparantie omtrent grensoverschrijdend aanbieden

De harmonisatieslag strekt zich verder ook uit tot het handelen van toezichthouders en dan specifiek de kosten die zij aan beheerders die grensoverschrijdend actief zijn in hun lidstaat, in rekening brengen. ESMA zal in dit kader namens en over nationale toezichthouders publiceren welke kosten zij in rekening brengen (hoogte, frequentie en berekeningsgrondslag).⁵⁴ Ook wordt opgenomen dat de betreffende kosten consistent en te rechtvaardigen moeten zijn.⁵⁵ Dit laatste punt beschermt AIFMs en ook beleggers tegen exorbitante kosten, en zal het voor ESMA makkelijker maken om op te treden tegen toezichthouders die kosten verbonden aan grensoverschrijdend aanbieden op een oneigenlijke manier gebruiken. Publicatie van kosten zal de analyse door

AIFMs van (kosten gemoeid met) grensoverschrijdende activiteiten vergemakkelijken.

Of de verhoogde mate van transparantie ook direct zal leiden tot lagere kosten en vergoedingen die in rekening worden gebracht, is de vraag. Het feit dat ESMA zal moeten analyseren of de in rekening gebrachte kosten in verhouding staan tot de door de relevante toezichthouder verrichte werkzaamheden in het kader van grensoverschrijdend aanbieden en daarover ook zal moeten rapporteren aan de Europese Commissie⁵⁶, zal daarbij uiteraard wel een stok achter de deur zijn voor de betrokken toezichthouders. Daarmee zal immers door ESMA een oordeel worden geveld over die kosten, wat AIFMs waar relevant mogelijk sterkt in een eventueel dispuut over (te) hoge toezichtskosten (met een toezichthouder). Daarnaast ligt voor de hand dat de beoogde "*naming and shaming*-praktijk" toezichthouders zal aansporen om hun kosten nog eens verder onder te loep te nemen (en eventueel te verlagen) als blijkt dat andere toezichthouders (veel) lagere kosten rekenen. Overigens brengt de AFM in het geheel geen kosten in rekening voor het aanmelden van een uitgaand paspoort,⁵⁷ en ook de *Central Bank of Ireland* doet dat niet.⁵⁸ De Luxemburgse toezichthouder CSSF⁵⁹ is een voorbeeld van een Europese toezichthouder die wel kosten rekent voor grensoverschrijdende activiteiten: een standaardbedrag van EUR 18.000 voor activiteiten van Luxemburgse AIFMs in andere lidstaten en EUR 15.000 voor andere AIFMs die een bijkantoor in Luxemburg willen openen, en ook voor aanbiedingsactiviteiten gelden standaardbedragen.⁶⁰ Uit een rapport van ESMA uit januari 2026 blijkt dat diverse andere toezichthouders eveneens kosten in rekening brengen aan AIFMs en UCITS-beheerders die grensoverschrijdend actief zijn; de hoogte varieert.⁶¹ AIFMs en UCITS-beheerders zullen deze kosten meewegen bij een besluit om al dan niet grensoverschrijdend aan te bieden. Specifiek merken we daarbij op dat het hanteren van een standaardbedrag niet in lijn lijkt met de voorgestelde principes van onder meer rechtvaardigheid, tenzij kan worden aangetoond dat dit gemiddeld genomen per jaar leidt tot kostendekking. In de toekomst zal het MIP-wetgevingspakket daarom mogelijk tot herziening van de kostensystematiek die toezichthouders hanteren, leiden.

53. Artikel 6(15) Master Regulation / artikel 17g(9) jo. (10) jo. (2)(g) Verordening Grensoverschrijdende Distributie.
54. Artikel 6(7) Master Regulation / artikel 10 Verordening Grensoverschrijdende Distributie.
55. Artikel 6(7) Master Regulation / artikel 9 Verordening Grensoverschrijdende Distributie.
56. Overweging 64 Master Regulation geeft daarover aan dat ESMA voor het eerst 36 maanden na de inwerkingtreding van de Master Regulation, en vervolgens elke twee jaar, zal moeten analyseren of de in rekening gebrachte kosten.

57. Zie de relevante webpagina van de AFM: Aanmelden of afmelden Europees paspoort.
58. Zie de relevante webpagina van de *Central Bank of Ireland*: Publication of Regulatory Fees and Charges for AIFs | Central Bank of Ireland.
59. *Commission de Surveillance du Secteur Financier*.
60. Zie de relevante publicatie van de CSSF, te raadplegen via Publication of regulatory fees and charges.
61. Het rapport is getiteld "*Marketing requirements and marketing communications under the Regulation on cross-border distribution of funds*." en te raadplegen via: ESMA publishes report on cross-border marketing of funds including statistics on notifications.

4.4. Concrete wijziging 3: Intra-groep uitbesteding wordt onder omstandigheden vrijgesteld van de uitbestedingsregels

Ook worden wijzigingen in het regelgevend kader voor uitbestedingen voorgesteld: het verrichten van activiteiten voor een AIFM⁶² door andere entiteiten binnen een "EU group" zal in het voorstel niet meer vallen onder de uitbestedingsregels.⁶³ Voor het groepsbegrip wordt aansluiting gezocht bij de *accountancy-richtlijn*⁶⁴ - hieronder valt "a parent undertaking and all its subsidiary undertakings". De groep kan alleen bestaan uit Europese UCITS-beheerders, AIFMs, beleggingsondernemingen en/of banken.⁶⁵ Als reden voor de wijziging wordt genoemd dat de huidige regeling inzake uitbesteding, waarbij ook intra-groep uitbesteding in scope van de regelgeving is, disproportioneel is en inefficiënties met zich brengt.⁶⁶ Logischerwijs blijft wel onveranderd dat de AIFM te allen tijde verantwoordelijk is voor de uitbestede werkzaamheden en niet mag verworden tot een brievenbusmaatschappij.⁶⁷

Deze ommezwaai ten opzichte van het huidige kader, ook zoals dat door de AFM en DNB wordt geïnterpreteerd, valt op. Onder dit huidige kader, alsook bij banken en verzekeraars, wordt uitbesteding intra-groep onderworpen aan de toezichtsrechtelijke uitbestedingsregels. De AFM heeft dit in recente jaren nog expliciet gecommuniceerd aan de markt.⁶⁸ Daarbij merken we op dat ook het huidige regime ruimte laat voor enige mate van proportionaliteit, maar sommige eisen (schriftelijk contract, het doorlopend in kaart brengen van risico's etc.) geen vorm van afwijking toelaten. Het voorstel in het MIP-wetgevingspakket wijkt daarvan af; wij zijn benieuwd of dat inderdaad zo standhoudt in de verder te finaliseren regelgeving en hoe de Nederlandse en Europese toezichthouders zich hierover zullen uitlaten, ook omdat de deur hiermee eveneens op een kier wordt gezet voor een versoepeling van uitbestedingsregels in andere sectoren.

Overigens is wel de vraag hoe verstrekkend deze wijziging in de praktijk gaat zijn. Zo is de versoepeling alleen van toepassing bij uitbesteding binnen de groep aan een gereguleerde entiteit, te we-

ten een UCITS-beheerder, beleggingsonderneming of een bank. Op de laatste twee typen entiteiten (anders dan de UCITS-beheerder of AIFM) wordt al groepstoezicht uitgeoefend onder de op hen van toepassing zijnde sectorale wetgeving, op basis waarvan bepaalde vereisten (bijvoorbeeld voor wat betreft remuneratie of algemene *governance*) ook al gelden ten aanzien van de hele groep. Ook andere onderdelen van zo'n groep zullen daardoor onder (enige vorm van) toezicht staan, wat uiteraard een aanknopingspunt biedt voor toezicht op de uitbestede taken of althans enige perverse prikkels zal beperken. Daarnaast zullen AIFMs onder de voorgestelde regelgeving zelfstandig moeten zorgen dat zij hun verantwoordelijkheden voor intra-groep "uitbestede" taken kunnen dragen, ook zonder dat het specifieke uitbestedingskader in de AIFM Richtlijn van toepassing is op (de inschakeling van) de relevante groepsentiteit. De nieuwe regeling maakt verder expliciet dat AIFMs aansprakelijk zijn voor de door hen gebruikte entiteiten. Dit is EFAMA ook opgevallen: zij refereert in dit verband aan "aansprakelijkheid" in plaats van enkel verantwoordelijkheid, en concludeert op die basis dat deze versoepeling in de praktijk slechts tot beperkte lastenverlichting zal leiden.⁶⁹ Wij kunnen ons in deze (voorlopige) conclusie vinden: indien buiten het uitbestedingskader in de AIFM Richtlijn van derden gebruik wordt gemaakt zonder toepassing van de uitbestedingsregels (die onmiskenbaar geschreven zijn ter bescherming van beleggers) roept dit in een situatie waarin het misgaat, allerlei vragen op over aansprakelijkheid van de AIFM en in hoeverre deze groter is dan in een situatie waarin het uitbestedingsregime wel volledig gevolgd was.

4.5. Concrete wijziging 4: Toezicht op "grote" AIFM-groepen

Het MIP-wetgevingspakket schrijft verder voor dat ESMA een grotere rol zou moeten spelen bij het toezicht op AIFMs – AIFMs zullen onder direct toezicht blijven staan van de nationale toezichthouder, maar ESMA moet met name de samenwerking tussen nati-

62. Deze regeling geldt overigens ook voor UCITS-beheerders (voor de volledigheid: ook zonder een AIFM in de betreffende groep), zie artikel 1(8) Master Directive / artikel 13(3) UCITS Richtlijn.

63. Artikel 2(3) Master Directive / artikel 7(2a) AIFM Richtlijn.

64. Artikel 2(11) Richtlijn 2013/34/EU.

65. Artikel 2(1) Master Directive / artikel 4(1)(av) AIFM Richtlijn.

66. Zie *Questions and answers on the Savings and Investments Union*, te raadplegen via *Questions and answers on the Savings and Investments Union*.

67. Artikel 2(10) Master Directive / artikel 20(3) en (6a) AIFM Richtlijn.

68. Zie bijvoorbeeld het rapport van de AFM met de titel "AFM deelt aanbevelingen over uitbestedingsmonitor", gepubliceerd op 23 september 2024 en te raadplegen via AFM doet aanbevelingen voor monitoring van uitbestedingen

in de asset management sector. Per 2024 is dit voor banken, betaalinstanties, elektronischgeldinstellingen en premiepensioeninstellingen ook expliciet gemaakt in artikel 32 van het Besluit prudentiële regels Wft, specifiek om de Nederlandse regeling verder in lijn te brengen met (onder meer) de Richtsnoeren inzake uitbesteding van EBA van 25 februari 2019 waar dit ook uit volgt (zie bijvoorbeeld Staatsblad 2024, 10, p. 50/51).

69. Zie het persbericht van EFAMA met de titel "European Commission's ambitious market integration package addresses many barriers to the Savings & Investment Union", gepubliceerd op 4 december 2025 en te raadplegen via *European Commission's ambitious market integration package addresses many barriers to the Savings & Investment Union* | EFAMA. Wij hebben vanuit de praktijk overigens ook zorgen vernomen over de reikwijdte van het groepsbegrip, met name over het eventueel (onterecht) opreken ervan of intensiveren van toezicht op AIFM-groepen.

onale toezichthouders en consistentie in toezicht bevorderen.⁷⁰

Daarnaast wordt aanvullend toezicht op "grote" AIFM-groepen voorzien. Onder grote AIFMs worden AIFMs of groepen van AIFMs verstaan met meer dan EUR 300 miljard aan vermogen in beheer, die opgericht of actief zijn in ten minste twee lidstaten. Deze kwalificatie geldt evenzo voor UCITS-beheerders, waarbij ook groepen met daarin zowel (een) AIFM(s) als (een) UCITS-beheerder(s) die gezamenlijk aan deze criteria voldoen als een "grote" groep worden aangemerkt – het vermogen in beheer van een AIFM en een UCITS-beheerder in dezelfde groep moet op geaggregeerde basis worden beoordeeld.⁷¹ Op deze (groepen van) AIFMs zal ESMA (in samenwerking met de nationale autoriteiten) onder het voorstel jaarlijks reviews gaan uitvoeren om problemen op het gebied van toezicht te identificeren en te verhelpen. Dit zal wel gebeuren op basis van bestaande data en rapportages; er wordt dus géén nieuwe rapportageverplichting voorzien. ESMA zal daarbij in ieder geval organisatiestructuren, *governance*-regelingen, delegatiemodellen, allocatie van middelen binnen groepen en systemen voor risico-beheer beoordelen.⁷²

Hoewel de regelgeving vooral lijkt te zijn geschreven met het oog op het bevorderen van een consistente toepassing van wet- en regelgeving door diverse bij een grote AIFM of groep van AIFMs betrokken toezichthouders, is de prangende vraag die dit voorstel oproept of de praktijk hier niet (veel) verder zal gaan en zal bewegen naar een vorm van effectief groepstoezicht op grote AIFM-groepen. Zo suggereert de tekst dat ESMA, op basis van haar bevindingen die uit de review volgen, aanbevelingen kan doen aan nationale toezichthouders over de betreffende AIFM of AIFM-groep. Dit kunnen bevindingen zijn op een breed gebied, waaronder *governance*, organisatiestructuur en risicobeheer. Van nationale toezichthouders wordt verwacht dat deze overgaan tot "*corrective actions*" indien nodig op basis van de aanbeveling, welke acties bovendien binnen één jaar na de aanbeveling doorgevoerd zullen moeten zijn, waarbij wij de wettekst zo begrijpen dat "*corrective actions*" een vorm van "*supervisory action*" zal zijn nu ESMA in het geval dat zij daartoe noodzaak ziet de betreffende aanbeveling kan doen. De reikwijdte is daarmee breed: ook handhavend optreden kan hieronder vallen, en een nationale toezichthouder zal in

principe (alle) beschikbare maatregelen om tot correctie te komen moeten aanwenden (of althans, kan geen beroep doen op een expliciete beperking op die verplichting). Laat de nationale toezichthouder dit na, of werkt de betreffende AIFM zelf niet mee aan het doorvoeren van aanbevelingen van ESMA, dan worden bepaalde toezichthoudende bevoegdheden van ESMA onder de ESMA Verordening direct van toepassing verklaard.⁷³ Dit suggereert in onze lezing toch enige vorm van direct toezicht door ESMA op grotere AIFM(-groepen).

5. Een paspoort regime voor bewaarders en andersoortige bewaarders

Niet alleen het paspoortregime voor AIFMs valt binnen de reikwijdte van de SIU; ook wordt een paspoortregime voor bewaarders geïntroduceerd om grensoverschrijdend beheren te vergemakkelijken.⁷⁴ Waar AIFMs op dit moment nog verplicht zijn om een bewaarder aan te stellen die is gevestigd in de lidstaat waar het fonds zich bevindt (met de zetel ofwel een bijkantoor in die lidstaat),⁷⁵ kan onder de voorgestelde regelgeving ook een bewaarder gevestigd in een andere lidstaat worden aangewezen. Op die manier kan gewerkt worden met dezelfde partij, óók als fondsen in verschillende lidstaten worden beheerd en/of aangeboden. De feitelijke impact op het niveau van bewaarders zelf zal overigens relatief beperkt zijn: deze regeling zal gelden voor bewaarders die al gereguleerd zijn als een bank of een beleggingsonderneming en dus ook op die grond al gebruik kunnen maken van een paspoort. Wel komt met dit paspoort de eis om een bijkantoor te hebben in lidstaten waar bewaardersdiensten worden verricht, te vervallen. Dit betekent dat bijkantoren kunnen worden verminderd vanuit toezichtsrechtelijk perspectief; fiscaal of commercieel gezien kan natuurlijk echter nog steeds de wens blijven bestaan om bijkantoren te houden. Voor AIFMs lijkt deze wijziging zeer welkom: in de praktijk wordt momenteel hinder ondervonden van de afwezigheid van bewaarders met een juiste vergunning (voor bijvoorbeeld bewaardersdiensten ten aanzien van crypto-activa) in bepaalde (kleinere) lidstaten, waaronder Nederland. Een bewaarderspaspoort lost dit op.

Verder blijft ten aanzien van bewaarders gelden dat voor bepaalde fondsen niet per se een bank als bewaarder hoeft te worden aangesteld.⁷⁶ De bevoegd-

70. Zie *Questions and answers on the Savings and Investments Union*, te raadplegen via *Questions and answers on the Savings and Investments Union*.

71. Artikel 1(47) Master Directive / artikel 110b UCITS Richtlijn en artikel 2(21) Master Directive / artikel 47a AIFM Richtlijn.

72. Artikel 2(21) Master Directive / artikel 47a AIFM Richtlijn.

73. Artikel 2(21) Master Directive / artikel 47a AIFM Richtlijn.

74. Artikel 2(11) Master Directive / artikel 21(3) en (5) AIFM Richtlijn.

75. Artikel 21(5) AIFM Richtlijn; dat het vestigen in de vorm van de zetel of een bijkantoor in de betreffende lidstaat kan zijn volgt uit de implementatie daarvan in artikel 4: 62o jo. 1:1 Wft.

76. Ook andersoortige partijen mogen aangewezen worden als bewaarder, waarbij wel de volgende beschermingsmaatregelen gelden: dit kan alleen als het fonds (i) minstens 5 jaar geen recht geeft op terugbetaling, (ii) in principe geen beleggingen houdt die bij een bank aangehouden moeten worden en (iii) voornamelijk investeert in niet-beursgenoteerde bedrijven (met het doel om zeggenschap over die bedrijven te krijgen zoals *private equity*). Die andere partij zal verder ook wel onderworpen zijn aan specifieke regels: de partij moet wettelijk erkend of gereguleerd zijn, onder beroepsregels of toezicht vallen en voldoende financiële middelen en deskundigheid hebben om de bewaarderstaken betrouwbaar uit te kunnen voeren. Dat zal moeten worden aangetoond bij de

heid om dit toe te staan zal echter bij de bevoegde toezichthouder komen te liggen in plaats van de afzonderlijke lidstaten.⁷⁷ In lijn met de beoogde verdere harmonisering van het toezicht, lijkt de gedachte hierbij te zijn dat dit tot minder discrepanties zal leiden tussen verschillende jurisdicties vergeleken met de huidige situatie waarin deze bevoegdheid ter discretie van de lidstaten is.

6. Conclusie

Zoals hierboven weergegeven, biedt het MIP-wetgevingspakket bij aanneming en implementatie significante perspectieven voor de Europese vermogensbeheerindustrie. De regelgeving voor vermogensbeheerders wordt beoogd duidelijk, uniform en (grotendeels) lidstaat-neutraal te worden; dit zou kunnen leiden tot het wegnemen van barrières om grensoverschrijdend actief te zijn. Ook kunnen concurrentievoordelen die momenteel bestaan tussen lidstaten, waarbij bijvoorbeeld Ierland en Luxemburg zichzelf presenteren als dé jurisdicties voor collectief vermogensbeheer door flexibele wetgeving en een meedenkende toezichthouder, worden verwaterd.

Of dit ook gaat leiden tot een vlucht van de (Nederlandse) vermogensbeheerindustrie, blijft vooralsnog de vraag. Er zijn nog veel afhankelijkheden. Zo wordt uitsluitend het toezichtsrechtelijke kader aangepast, maar vindt geen (verdere) harmonisatie van fiscale regelingen plaats. Nu fiscale overwegingen vaak een grote rol spelen bij de keuze voor de vestigingsplaats van een AIFM of fonds, zullen de concurrentievoordelen van het voorstel voor de Nederlandse markt in die zin naar verwachting beperkt zijn. Daarnaast moet naast de investeringskant ook de financieringskant van de Europese markt worden versoepeld om zoden aan de dijk te zetten: het succes van de SIU valt of staat daarmee met een consistente doorvoering van alle beoogde maatregelen.

Dat bij aanneming van het MIP-wetgevingspakket het één en ander gaat veranderen, staat echter vast. De voorstellen voor het schrappen van nationale aanbiedingsmeldingen en transparantie inzake kosten voor het grensoverschrijdend aanbieden zijn welkom, en zullen de markt meer duidelijkheid geven dan dat het kader voor grensoverschrijdende distributie op dit moment heeft weten te bewerkstelligen. Ook het voorstel voor het instellen van een bewaarderspaspoort zou in de praktijk nuttig zijn, en belemmeringen wegnemen die op dit moment

in met name kleinere lidstaten of ten aanzien van relatief nieuwe beleggingscategorieën zoals cryptoactiva zorgen voor een vertraging dan wel onmogelijkheid tot het lanceren van nieuwe fondsstrategieën bij het ontbreken van een geschikte bewaarder.⁷⁸ Maar het is niet alleen goed nieuws: sommige maatregelen, waaronder het voorgestelde groepstoezicht op internationaal actieve of samengestelde groepen, lijken gunstig maar kunnen ook lastenverzwaring met zich brengen door aanvullend vereiste rapportage- of openbaarmakingsverplichtingen op groepsniveau. Daarnaast kan voor dergelijke groepen op het eerste gezicht overlap ontstaan met andere regimes voor groepstoezicht,⁷⁹ waardoor onduidelijkheid kan ontstaan over de toe te passen regeling indien bevindingen van ESMA haaks zouden staan op bevindingen van een andere betrokken (groeps)toezichthouder. Dergelijke weeffouten kunnen er in de wetgevingsprocedure of de dialoog voor het MIP-wetgevingspakket worden uitgevist.

Een ander punt van aandacht is de beoogde overgang van direct toezicht over bepaalde entiteiten (waaronder CASPs) naar ESMA. Dit zal tijds- en arbeidsintensief zijn voor de betrokken instellingen en ook de nodige voorbereiding vergen.

Zo ver is het echter nog niet. Het MIP-wetgevingspakket bevindt zich op dit moment nog in een relatief premature fase. Nu het voorstel van de Europese Commissie is gepubliceerd, is de volgende stap de wetgevingsprocedure, waarbij het Europese Parlement en de Europese Raad het pakket beoordelen en aannemen of – dit achten wij meer waarschijnlijk gezien de omvang en reikwijdte van het MIP-wetgevingspakket – van wijzigingen voorzien. De Commissie, het Parlement en de Raad kunnen verder een dialoog laten plaatsvinden om verdere overeenstemming te bereiken over het finale pakket wetgeving. Hiervoor gelden geen vaste tijdslijnen: een totale doorlooptijd van anderhalf tot twee jaar is daarbij geen uitzondering.⁸⁰ Daarnaast betreft het hier geen technische wetgeving, maar een veelomvattend pakket dat de grondbeginselen van het toezicht op de vermogensbeheerindustrie (en handelsindustrie) verlegt. Met name het toekennen van vergaande bevoegdheden aan ESMA (en het weghalen van of ingrijpen op bevoegdheden bij nationale autoriteiten) kan daarbij controversieel zijn en tot weerstand leiden bij lidstaten. Daar staat tegenover dat in de bankensector op dit moment al eenzelfde soort bevoegdheidsverdeling tussen de ECB, EBA en nationale autoriteiten bestaat. In die zin is het voorstel qua systematiek niet geheel nieuw.

toezichthouder als een bewaarder ter aantreding wordt voorgesteld (artikel 21(3) AIFM Richtlijn).

77. Artikel 2(11) Master Directive / artikel 21(3) AIFM Richtlijn.

78. De recente wijziging op de AIFM Richtlijn in Richtlijn (EU) 2024/927 komt daar al deels aan tegemoet door te bepalen dat een bewaarder uit een andere lidstaat mag worden aangesteld indien aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan, waarvan de meest relevante is dat uit marktonderzoek moet blijken dat er in de vestigingslidstaat van

de beleggingsinstelling geen geschikte bewaarder actief is.

79. Zoals het FICO-regime of het groepstoezicht op gecombineerde groepen met daarin, naast een vermogensbeheerder, ook een bank en/of verzekeraar.

80. Zo duurde het wetgevingsproces voor de Verordening Grensoverschrijdende Distributie en de Richtlijn Grensoverschrijdende Distributie (Richtlijn (EU) 2019/1160)) een kleine 1,5 jaar (van maart 2018 tot juni 2019) en het wetgevingsproces voor de Richtlijn (EU) 2022/2464 (de CSRD) ruim 1,5 jaar (van april 2021 tot november 2022).

Of dat gaat helpen voor een snelle behandeling op Europees niveau, is allerminst zeker. Wij zijn benieuwd naar het vervolg.