

# Jaarverslag

Over het boekjaar van 1 januari 2012 tot en met 31 december 2012

## Dutch Fund and Asset Management Association

# inhoudsopgave

<b>Bestuursverslag</b>	
Voorwoord	5
Samenvatting	7
Algemeen	11
<b>Verslag van gebeurtenissen en activiteiten in 2012</b>	
<b>Prioriteiten van DUFAS</b>	<b>15</b>
- Alternative Investment Fund Managers (AIFM) richtlijn	15
- Beloningsbeleid	17
- Code Asset Managers	18
- Distributievergoedingen en provisieregels	19
- Fiduciary Management Principles	20
- Financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT)	21
- Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)	22
- Securities lending (AFM rol)	22
- Total cost of ownership	24
<b>Overige onderwerpen</b>	
- Afdrachtvermindering dividendbelasting	25
- Bankierseed	25
- Benchmarks en indices	26
- Capital Requirements Directive (CRD IV)	27
- Clustermunitie	27
- Corporate governance	28
- European Social Entrepreneurship Funds Regulation (ESEF)	29
- European Venture Capital Funds Regulation (EVCF)	30
- Financiële conglomeraten richtlijn (Fico I)	30
- Financiering decentrale overheden (Fido)	31
- Foreign Account tax Compliance Act (FATCA)	31
- Insurance Mediation Directive (IMD II)	32
- Interventiewet en de Recovery & Resolution Directive (RRD)	32
- Kosten van toezicht	33
- OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)	34
- Packaged Retail Investment Products (PRIIPs)	35
- Premie Pensioen Instelling en implementatie IORP richtlijn	36
- Productgoedkeuringsproces / productontwikkelingsproces	36
- Proxy voting	37
- Securities settlement & Central Securities Depositories (CSD)	38
- Shadow banking	38
- Short selling	39
- Solvency II	40
- Tuchtcollege financiële sector	40
- Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)	41

- Uitvoeringskosten pensioenfondsen	43
- Verantwoord beleggen	44
- Vermogensscheiding beleggingsinstellingen	44
- Volcker rule	45
- Wijzigingswet financiële markten 2012, 2013 en 2014	46
Kerncijfers Nederlandse asset management industrie	47
Jaarrekening	55

# Bestuursverslag

## Voorwoord

DUFAS kan sedert januari 2013 terugkijken op haar 10-jarig bestaan! Hoewel jaarverslagen een retrospectief zijn naar het afgelopen boekjaar, dienen relevante feiten na balansdatum wel degelijk te worden vermeld. Het 10-jarig bestaan van DUFAS is wel zo'n feit! In deze periode zijn wij spectaculair gegroeid van de acht 'founding fathers' van weleer naar bijna 50 leden. Ook onze activiteiten zijn in de afgelopen 10 jaren enorm gegroeid. Lag de focus in het prille begin op het inhalen van de achterstand die de Nederlandse financiële wetgeving had op de ons omringende Europese landen, tegenwoordig is de hele wereld ons werkterrein. DUFAS heeft zich ontwikkeld tot een autoriteit in vermogensbeheerland en haar plaats naast bank- en verzekeringsorganisaties ingenomen. DUFAS handreikingen, nieuwsbrieven en andere overzichten vormen voor velen een duidelijk baken om op te koersen in onze steeds complexere wereld. Daarbij blijft DUFAS zich onverkort inzetten voor het bevorderen van een goed vestigingsklimaat voor vermogensbeheerders in Nederland.

De stroom aan nieuwe regels die ons deel is geworden en de daarmee gepaard gaande work load is zo groot, dat DUFAS een duidelijke prioriteitstelling hanteert. Onze hoogste prioriteiten hebben wij nader uiteengezet in de management samenvatting die u in dit jaarverslag aantreft. Op blz. 15 e.v. doen wij verslag van de meest betekenisvolle onderwerpen waar wij in 2012 aan hebben gewerkt.

Asset managers kennen andere activiteiten en organisatiestructuren dan banken en verzekeraars. Asset managers verrichten uitsluitend individueel en collectief vermogensbeheer en nemen geen risico's of klantvermogen op hun eigen balans ('off balance' activiteiten). De klant bepaalt bij asset managers zelf het risico dat hij wil lopen en het belegd vermogen is bij asset managers strikt afgescheiden van het ondernemingsvermogen van de asset manager. Een eventueel faillissement van de asset management onderneming raakt het daarvan afgescheiden vermogen van de fondsbeleggers niet. De asset manager beheert het vermogen van de klant conform daarover schriftelijk vastgelegde afspraken omtrent beleggingsbeleid en risico's, die de klant op elk moment desgewenst kan beëindigen.

De regelgevers lijken zich bij het maken van nieuwe regels weinig rekenschap te geven van de verschillen tussen de sectoren binnen de financiële sector. Allerlei financiële stabiliteitsrisico's en mechanismen die een rol spelen bij banken of verzekeraars, spelen bij asset managers niet of nauwelijks een rol. En een sterke Nederlandse asset management industrie is onontbeerlijk voor een sterke Nederlandse economie, om Nederland sterker uit de crisis te laten komen.

De maatschappelijke rol van asset managers is cruciaal in een moderne economie. Niet op de eerste plaats vanwege de directe of indirecte werkgelegenheid die onze sector genereert. Ook niet vanwege de grote bedragen die asset managers voor retail en institutionele klanten zoals Nederlandse pensioenfondsen beheren. Het is iets veel belangrijkers: asset managers herinvesteren spaargelden van het publiek in productieve activiteiten in de economie en die vormen de basis voor economische groei en arbeidsplaatsen. Kortom:

- asset managers faciliteren deelname en gespreid beleggen van kleine beleggers op de financiële markten;
- asset managers beheren van vermogens voor kleine en grote beleggers;
- asset managers financieren bedrijven, financiële instellingen en overheden; en
- asset managers participeren in de prijs-vinding (*price discovery*) op de financiële markten.<sup>1</sup>

Driekwart van de financiering van de economische groei hangt in continentaal Europa af van bankleningen.<sup>2</sup> De *deleveraging*<sup>3</sup> van banken als gevolg van de recessie en verhoogde kapitaalratio's hindert de financiering van de groei door banken. Volgens de Financieringsmonitor van het Nederlandse kabinet kan een hoger percentage bedrijven dan voorheen (vooral kleinere bedrijven) bancaire financiering niet realiseren en zijn zij steeds meer op zoek naar eigen vermogen.<sup>4</sup> Daarmee komen asset managers in het vizier.

Daarmee wordt het sociaal-economisch beleid van het kabinet Rutte II in de kern geraakt, omdat het drie met elkaar verbonden pijlers kent ("de schatkist op orde brengen, eerlijk delen en werken aan duurzame groei"), waarbij goede toegang tot ondernemingsfinanciering een belangrijk aspect vormt om duurzame groei te realiseren.<sup>5</sup>

Een gezonde Nederlandse asset management industrie is naar onze mening noodzakelijk voor het realiseren van economische groei en werkgelegenheid in Nederland.

*Toelichting op de inrichting van dit jaarverslag.*

Het jaarverslag biedt u naast de jaarrekening vanzelfsprekend een overzicht van de belangrijkste activiteiten en onderwerpen waar DUFAS zich in 2012 mee heeft bezig gehouden. Met dit jaarverslag leggen wij per slot van rekening voor een belangrijk deel verantwoording af aan onze achterban en bieden wij inzicht in al datgene wat impact heeft op onze sector. Het aantal onderwerpen waarmee DUFAS zich in 2012 heeft bezig gehouden is ten opzichte van 2011 en voorgaande jaren sterk gegroeid. Dat verklaart de ruime omvang van dit jaarverslag.

Omdat wij met dit jaarverslag verschillende groepen van geïnteresseerde personen willen bedienen, hebben wij dit jaarverslag ditmaal voorzien van een samenvatting waarin de belangrijkste ontwikkelingen in 2012 op alfabetische volgorde zijn aangegeven. Voor diegenen die meer de 'diepte in willen kijken', hebben wij vervolgens een meer gedetailleerd verslag, voorzien van vindplaatsen en andere toelichtingen in voetnoten. Wij publiceren dit jaarverslag louter in een digitale versie. De voetnoten die ter informatie in dit jaarverslag zijn opgenomen, bevatten tegelijkertijd weblinks naar de daarin genoemde documenten, zodat de lezer van dit jaarverslag desgewenst hieruit nog meer informatie kan putten dan al in dit verslag zelf is opgenomen.

<sup>1</sup> Zie J-B. de Franssu, M. de Manuel Aramendia, K. Lannoo, *Rethinking asset management, from Financial stability to investor protection and economic growth*, CEPS, 2012, p. 10.

<sup>2</sup> J. De Larosière, *Financial regulation and growth*, p. 5. .

<sup>3</sup> *Global Financial Stability Report*, IMF, October 2012, p. 34-35 .

<sup>4</sup> Zie kamerstuk [32.637, nr. 34](#).

<sup>5</sup> Zie kamerstuk [32.637, nr. 46](#).

## Samenvatting

### *Alternative Investment Fund Managers (AIFM) richtlijn*

Belangrijke onderwerpen voor de implementatie in Nederland zijn de wijze waarop bescherming van particuliere beleggers in Nederland wordt geregeld, de bewaarder bij vastgoedfondsen, hoe om te gaan met beheerders van topfonds-basisfonds structuren en pensioen poolingstructuren, alsmede regels voor beheerders die niet alleen AIFs beheren maar ook UCITS. Verder is separaat gekeken naar de bijzondere positie van beursgenoteerde *closed-end* vastgoedfondsen. DUFAS heeft zich ingespannen om het kader voor professionele beheersorganisaties zo praktisch mogelijk in te richten binnen de ruimte die de AIFM richtlijn hiervoor laat.

In 2012 is DUFAS begonnen met de ontwikkeling voor een handreiking inzake de specifieke invulling van de rol van de bewaarder bij vastgoed onder de nieuwe regelgeving. Daarnaast heeft DUFAS in nauwe samenwerking met Ernst & Young haar bestaande handreiking voor de AO/IC aangepast aan de nieuwe AIFM wetgeving.

### *Beloningsbeleid*

In de loop van 2012 is in het kader van CRD IV door het Europees Parlement voorgesteld de beloningsvoorschriften verder aan te scherpen. Naar aanleiding van deze ontwikkelingen heeft DUFAS op 26 november 2012 een *Round Table* voor zijn leden gehouden.

### *Code Asset Managers*

DUFAS heeft in 2011 en 2012 hard gewerkt aan de opstelling van een Code Asset Managers, maar heeft tegelijkertijd moeten constateren dat de onderwerpen die zich zouden lenen voor behandeling in een zelfregulerende code, inmiddels vrijwel allemaal zijn opgenomen in wetgeving. DUFAS is daarom tot het inzicht gekomen dat het meer toegevoegde waarde zou hebben om een Code Asset Managers vast te stellen die zich richt op de dienstverlening aan onze klanten en die onze klantwaarden belichaamt. Geen onderwerpen die al bij wet zijn geregeld. Ook de banken en de verzekeraars richten zich nu op het opstellen van een dergelijke nieuwe code.

### *Distributievergoedingen en provisieregels*

In 2012 is een verwarrende marktsituatie ontstaan als gevolg van de zelfreguleringsdruk van de AFM op de Nederlandse grootbanken. Deze situatie is niet in het belang van de particuliere belegger. Daarom heeft DUFAS aangedrongen op een wettelijke regeling van het provisieverbod.

Het ministerie van Financiën heeft in 2012 nog geen beslissing genomen omtrent de fiscale mogelijkheden voor het instellen van *share classes*. De AFM heeft in de zomer van 2012 naar mening van DUFAS te restrictieve concept-beleidsregels voor *share classes* aan DUFAS voorgelegd. De AFM heeft de bezwaren van DUFAS aanvankelijk verworpen. Op dit moment maken asset managers individuele afspraken met de Belastinginspecteur voor specifieke toepassing op retail fondsen. In mei/juni 2013 is er nader overleg tussen AFM, DUFAS en Ministerie gepland. Benchmark is de Luxemburgse praktijk voor *share classes*.

### *Fiduciary Management Principles*

In 2012 is begonnen met het evalueren van de *Principles* voor Fiduciair Beheer en daar waar nodig aan te passen aan de actualiteit. Op het moment van sluiten van de redactie van dit jaarverslag is de herziening van de *Principles* in een vergevorderd stadium. Concept wordt opnieuw kort gesloten met fiduciair managers en pensioen uitvoerders.

### *Financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT)*

DUFAS heeft de Nederlandse regering diverse malen onder meer in samenwerking met andere brancheorganisaties gewezen op de grote nadelen van het voorstel, onder meer voor de economie als geheel als voor beleggers. Begin maart 2012 liet minister De Jager weten de FTT niet te steunen vanwege de vrees voor verhoging van uitvoeringskosten van pensioenfondsen. Maar na de Nederlandse verkiezingen van september 2012 moest de demissionaire minister president bijdraaien naar het standpunt van de enige mogelijke coalitiepartner, de PvdA, die al sedert lange tijd voorstander van een FTT was. Het kabinet Rutte II wilde zich bij de *enhanced cooperation* procedure van 11 lidstaten aansluiten op voorwaarde dat onze pensioenfondsen hiervan gevrijwaard blijven, er geen disproportionele samenloop is met de huidige bankenbelasting en de inkomsten terugloeien naar de lidstaten.

Toen er geen meerderheid in de Europese Unie bleek te zijn verzochten negen EU lidstaten om een *enhanced co-operation* procedure om als groep van 11 lidstaten binnen de Europese Unie toch een FTT te mogen invoeren. De Duitse regering werkt hard aan het bevorderen van de totstandkoming van een FTT, omdat de Duitse sociaaldemocratische oppositiepartij SPD dat heeft afgedwongen in ruil voor steun aan het Euro-beleid van de regering Merkel. In Frankrijk werd een FTT ingevoerd die veel lijkt op de Britse *stamp duty*. Spanje, Portugal en Italië ontwikkelden in de loop van 2012 voorstellen voor nationale FTTs die veel leken op de Franse FTT.

In januari 2013 besloot de EcoFin Raad van Ministers toe te staan dat 11 lidstaten door gaan met de FTT via de *enhanced co-operation* procedure. De Europese Commissie publiceerde in februari 2013 een nieuw voorstel hiervoor, waarin de door Nederland gevraagde uitzondering voor pensioenfondsen niet werd opgenomen, omdat er dan geen gelijk speelveld meer zou zijn met o.m. pensioenverzekeraars.

### *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)*

De *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID), een raamwerk van regelgeving, dat is gecentreerd rond aandelen en gereguleerde markten, wordt herzien. DUFAS heeft in maart 2012 het Nederlandse Ministerie van Financiën een compleet overzicht gegeven van zijn standpunten inzake de diverse onderwerpen waarop de Commissie voorstelt om de regels te veranderen. De discussie in het Europees Parlement en de Raad van Ministers heeft zich in 2012 geconcentreerd rond beleggersbescherming (provisie), en kapitaalmarktregulering (*high frequency trading* en transactierapportage voor *non-equity*).

In de Raad van Ministers is het provisieverbod voor discretionair vermogensbeheer en onafhankelijk beleggingsadvies, zoals voorgesteld door de Commissie, vervangen door een verbod op het 'vasthouden' van provisies. Dit zou betekenen dat beleggingsondernemingen nog wel provi-



sies mogen ontvangen, maar verplicht worden deze door te geven aan de klant. In de tekst van het Europees Parlement is een provisieverbod opgenomen voor onafhankelijk beleggingsadvies. Voor de overige beleggingdiensten kan worden volstaan met het enkel verschaffen van transparantie over de ontvangen provisies. Lidstaten mogen verder gaan in hun verbodsbepaling.

DUFAS wil ervoor waken dat de regels voor de buitenbeurshandel (OTFs, MTFs en SI-s) niet onbedoeld gaan gelden voor de uitgave en inkoop van deelnemingsrechten door beleggingsfondsen.

Op grond van het voorstel van de Commissie dienen ‘algoritme handelaren’ inzage te geven in hun handelsstrategieën en interne beheersmaatregelen en worden aan de toelating van dergelijke handelaren tot een handelsplatform voorwaarden verbonden. Verder worden *circuit breakers* voorgesteld. DUFAS is van mening dat *best execution* algoritmen moeten worden uitgezonderd van een aantal regels, die bij uitstek zijn gemaakt voor algoritmen die handelsbeslissingen nemen (*high frequency trading*).

Het MiFIR-voorstel bevat bepalingen met betrekking tot de transparantie vóór en na de transactie, waaronder het publiceren van bied- en laatprijzen (*pre-trade transparency*) en het publiceren van gegevens over de transacties zelf (*post-trade transparency*) en vrijstellingen (*waivers*) daarvoor. DUFAS heeft bezwaar tegen de uitbreiding van de *pre-trade* transparantie naar *non-equity*, vanwege de totaal andere marktkarakteristieken. Als dat toch wordt doorgezet zal er een goed werkend systeem van *waivers* en uitgestelde publicatie moeten komen.

### *Securities Lending*

In juli 2012 publiceerde ESMA zijn *Guidelines on ETFs and other UCITS issues, Consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*. Daarin staat inzake securities lending dat “all the revenues arising from efficient portfolio management techniques, net of direct and indirect operational costs, should be returned to the UCITS.”

In maart 2013 heeft de AFM bevestigd met de *Guidelines* in te stemmen. Echter, door middel van *aandachtspunten* lijkt de AFM toch een ruimer werkingsgebied voor te staan. DUFAS heeft haar bezwaren aan de AFM kenbaar gemaakt.

### *Total cost of ownership*

De TCO zou volgens een discussiedocument van de AFM een kostenmaatstaf moeten zijn die de totale kosten van beleggen weergeeft, vooraf en achteraf, in één getal, en die door de gehele markt op dezelfde manier berekend zou moeten worden. DUFAS heeft uitvoerig informeel en op technisch niveau met de AFM gesproken, maar dit heeft nog niet het gewenste resultaat opgeleverd. Over de TCO vindt nader overleg plaats met stakeholders.



## Algemeen

De statutaire naam van de vereniging luidt: *Dutch Fund and Asset Management Association*. De handelsnaam van de vereniging is: "DUFAS". DUFAS is statutair gevestigd te 's-Gravenhage en aldaar kantoorhoudende aan de Bordewijklaan 8. DUFAS heeft de rechtsvorm van een vereniging en werd opgericht bij notariële akte op 14 januari 2003. De statuten werden laatstelijk gewijzigd op 18 juli 2007 ten overstaan van (een waarnemer van) notaris Mr. P. Klemann en zijn beschikbaar, zowel in het Nederlands als in een Engelse vertaling, via de website van DUFAS, [www.dufas.nl](http://www.dufas.nl).

DUFAS stelt zich in algemene zin ten doel de integriteit van de sector en het vestigingsklimaat voor vermogensbeheerders in Nederland in gunstige zin te bevorderen. De statutaire doelstelling luidt: het behartigen van de gemeenschappelijke belangen van de in Nederland werkzame vermogensbeheerders, beleggingsinstellingen en bewaarinstellingen met een vergunning onder de Wet op het financieel toezicht, alsmede de bevordering en instandhouding van een adequate werking van de markt voor vermogensbeheer in en vanuit Nederland. DUFAS kent zowel gewone leden (in Nederland vergunninghoudende instellingen) als geassocieerde partijen (buitenlandse instellingen die op de Nederlandse markt actief zijn).

De directie en het dagelijks bestuur van DUFAS wordt gevormd door de heer J.H.M. Janssen Daalen.

De samenstelling van het algemeen bestuur was in 2012 als volgt:

Mw. L.M.T. Boeren (Robeco), voorzitter sinds 7 juni 2012

P.A.M. Gerla (Kempen Capital Management), vice-voorzitter sinds 7 juni 2012

F.F.F. de Beaufort, (AEGON Asset Management) sinds 7 juni 2012

E.J.G. van Garderen (Eurocommercial Properties)

A.M. van den Heuvel (ING Investment Management) sinds 7 juni 2012

G.J.J. van 't Hof (Hof Hoorneman Bankiers)

Mw. A.C. Kruize-Schuitmaker (Teslin Capital Management)

C. J. van Nijhuis (Mn Services) tot 28 juni 2012

J.L. Roebroek (BNP Paribas Investment Partners)

E. A.A. Roozen (Delta Lloyd Groep)

B.A.A.M. van der Stee (Blue Sky Group)

Het algemeen bestuur is in 2012 drie maal plenair bijeen gekomen. Daarbuiten vindt in voorkomende gevallen ad hoc besluitvorming door het bestuur plaats via e-mail. Naast de algemeen bestuur vergaderingen, wordt frequent vergaderd door de zogenaamde 'Kleine Commissie', waarin de voorzitter en de vice-voorzitter van DUFAS beraadslagen over de lopende zaken met de algemeen directeur. De Kleine Commissie is in 2012 zes maal bijeen gekomen. Door de Kleine Commissie wordt ook bestuurlijk overleg gevoerd met voor de DUFAS achterban relevante autoriteiten, zoals (de Directie Financiële Markten van) het Ministerie van Financiën en de besturen van AFM en DNB. Voor 2013 staat ook een bestuurlijk overleg gepland met de be-

stuursvoorzitter van ESMA, de Europese toezichthouder op de 'securities markets'. Door middel van het organiseren van uiteenlopende werkgroep vergaderingen, seminars, round tables en netwerkbijeenkomsten, slaagt DUFAS er in een vruchtbare samenwerking met en een hoogwaardige output voor en door haar leden te bewerkstelligen.

### Historie

DUFAS werd begin 2003 opgericht op gezamenlijk initiatief van acht voor de sector representatieve asset managers. DUFAS heeft haar reputatie als efficiënt georganiseerde brancheorganisatie die niet alleen vóór, maar ook mét de leden aan een goed vestigingsklimaat in Nederland werkt, in 2012 verder uitgebouwd. Vanuit een compacte bureauorganisatie slaagt DUFAS er door een goede samenwerking met haar leden en externe professionals in om een grote *leverage* op de output van haar organisatie te bewerkstelligen.

Op 14 januari 2013 was het officieel 10 jaren geleden dat DUFAS werd opgericht. Die dag deed het DUFAS bestuur de gongslag ter gelegenheid van de opening van de Euronext beursdag te Amsterdam. Ter gelegenheid van dit tweede lustrum mag DUFAS van 20 tot 23 juni 2013 ook gastheer zijn van de *annual general meeting* (AGM) van EFAMA, die dan in Amsterdam zal worden gehouden. Naast de formele bestuursvergadering en ledenvergadering van EFAMA zal tijdens de EFAMA AGM een seminar georganiseerd worden, waarvoor *sustainability* in algemene zin het thema zal zijn. De heren J.P. Balkenende, oud minister-president van Nederland, G. Verhofstadt, oud minister-president van België en thans lid van het Europees Parlement en P. Bakker, oud CEO van TNT en President van de World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) in Geneve, zullen tijdens dit speciale DUFAS seminar *acte de presence* geven.

### Ledental

DUFAS kent zowel gewone leden (in Nederland vergunninghoudende vermogensbeheer- of bewaarinstellingen), als geassocieerde leden: buitenlandse instellingen die op de Nederlandse markt actief zijn op basis van hun Europese paspoort. Het ledental is sedert de oprichting door de acht *founding fathers* in januari 2003 krachtig gegroeid. De wijziging in de aantallen leden is in 2012 veroorzaakt door het toetreden van drie nieuwe leden, en één nieuw geassocieerd lid en het uittreden van twee leden en één geassocieerd lid.

**Tabel: leden van DUFAS per jaarultimo**

Aantal per ultimo	Leden	Geassocieerde leden	Totaal aantal leden
<b>2005</b>	26	6	32
<b>2006</b>	28	7	35
<b>2007</b>	36	7	43
<b>2008</b>	34	9	43
<b>2009</b>	33	9	42
<b>2010</b>	35	9	44
<b>2011</b>	37	9	46
<b>2012</b>	38	9	47

Begin 2013 hebben wij inmiddels weer enkele nieuwe leden mogen verwelkomen. DUFAS mag

vele relevante, op de Nederlandse markt opererende asset managers, vastgoed- en bewaarinstellingen, alsmede beheerders van pensioenfondsen tot haar leden rekenen. DUFAS richt zich van oudsher op het behartigen van de belangen van zowel grote als kleine financiële instellingen. De gehele industrie, ook de kleinere spelers, vinden binnen DUFAS een goed onderkomen voor de behartiging van institutionele en retail asset management belangen. DUFAS verheugt zich in het feit dat de belangrijkste buitenlandse instellingen zich tevens bij DUFAS hebben aangesloten.

### *Contributie*

De contributie wordt jaarlijks door het algemeen bestuur vastgesteld op basis van een goedgekeurd budget. Het goedgekeurde budget wordt omgeslagen over de leden op basis van de omvang van de wereldwijde Assets under Management (AuM) van de leden. Door een efficiënte opzet en werkwijze en sterke participatie van de leden kan het budget van DUFAS al jarenlang zeer constant worden gehouden, niettegenstaande de sterke groei van activiteiten. De contributiestaffels vertonen eenzelfde stabiel beeld, in lijn met deze budgettaire trend.

Door het hanteren van een minimumcontributie (€ 3.000 in 2012) voor kleinere instellingen, wordt het lidmaatschap voor iedereen bereikbaar gehouden. De maximum contributie in 2012 bedroeg € 57.500 voor de grootste leden met AuM van meer dan € 100 miljard. Voor het sluitend maken van de begroting kunnen bij de omslag van contributie over de leden procentuele correcties op de verschillende staffelbedragen worden toegepast. Nieuwe leden betalen daarnaast een eenmalig entreegeld van € 2.500. Voor (buitenlandse) geassocieerde instellingen bedroeg de contributie in 2012 een vast bedrag van € 12.000.



# Verslag van gebeurtenissen en activiteiten in 2012

## Prioriteiten van DUFAS

De lange termijn strategische doelstellingen van DUFAS zijn onveranderd:

1. Nederland als goede vestigingsplaats voor asset managers en verbetering van het vestigingsklimaat;
2. Verbreding van de markt voor beleggingsproducten;
3. De internationale markt als distributieplaats voor Nederlandse asset managers;
4. Integriteit van de sector. Herstel van vertrouwen van klanten en imagoverbetering van de asset management sector;
5. Profilering DUFAS als autoriteit, deskundige en gesprekspartner op het gebied van investment management.

De onderwerpen die in dit jaarverslag over 2012 aan de orde komen houden nadrukkelijk verband met deze prioriteiten. Elk onderwerp kan worden beschouwd als een middel om een of meer van de lange termijn strategische doelstellingen te bevorderen.

De onderwerpen zijn onderverdeeld in een hoofdstuk met de belangrijkste zaken die in 2012 speelden, en overige onderwerpen. Beide groepen onderwerpen zijn alfabetisch weergegeven en een overzicht is te vinden in de inhoudsopgave van dit jaarverslag.

### *Alternative Investment Fund Managers (AIFM) richtlijn*

ESMA heeft in 2012 diverse onderdelen van de AIFM richtlijn aan het publiek voorgelegd. In maart 2012 verscheen een *Discussion Paper on key concepts of the AIFMD and types of AIFM*<sup>6</sup> gevolgd door consultaties inzake *Guidelines on key concepts of the AIFMD*<sup>7</sup> en inzake *Draft regulatory technical standards on types of AIFMs*.<sup>8</sup>

Het Nederlandse implementatiewetsvoorstel is in april 2012 ingediend en ligt inmiddels bij de Eerste Kamer.<sup>9</sup> Belangrijke onderwerpen voor de implementatie in Nederland zijn de wijze waarop bescherming van particuliere beleggers in Nederland wordt geregeld, de bewaarder bij vastgoedfondsen, hoe om te gaan met beheerders van topfonds-basisfondsen structuren en pensioen poolingstructuren, alsmede regels voor beheerders die niet alleen AIFs beheren maar ook UCITS. Verder is separaat gekeken naar de bijzondere positie van beursgenoteerde *closed-end* vastgoedfondsen. DUFAS heeft zich ingespannen om het kader voor professionele beheerorganisaties zo praktisch mogelijk in te richten binnen de ruimte die de AIFM richtlijn hiervoor laat.

Ten aanzien van de bewaarder is bepaald dat elke beleggingsinstelling één bewaarder dient te

---

<sup>6</sup> [ESMA/2012/117](#)

<sup>7</sup> [ESMA/2012/845](#)

<sup>8</sup> [ESMA/2012/844](#)

<sup>9</sup> Kamerstuk [33.235](#).

hebben. Dit is een uitbreiding, want nu dienen ook beleggingsmaatschappijen een bewaarder te hebben. Overigens is het niet langer vereist dat de bewaarder juridisch eigenaar is van de activa. DUFAS heeft het schrappen van de eis dat de bewaarder juridisch eigenaar moet zijn van de beleggingen gesteund. Wie juridisch eigenaar is van het fondsvermogen mag de praktijk straks zelf bepalen. DUFAS heeft Financiën gevraagd dit ook consequent voor UCITS in de wet op te nemen, omdat de praktijk is gediend met een eenduidig systeem. Aangezien het Ministerie van Financiën onderkent dat er voldoende waarborgen blijven om de belangen van onder andere de deelnemers te beschermen, is er op verzoek van DUFAS in het wetsvoorstel voor gekozen deze eis ook voor UCITS te laten vervallen. Bij beleggingsmaatschappijen zal de beleggingsmaatschappij als rechtspersoon vanzelfsprekend zelf de juridisch eigenaar zijn. Fondsen voor gemene rekening (FGR) zullen de thans veel gebruikte *in house* bewaarstichtingen of vennootschappen juridisch eigenaar kunnen laten zijn. Daar hoeft dus weinig voor te worden veranderd. De reeds bestaande rangregeling wordt gehandhaafd, zij het dat deze niet langer voor de bewaarder, maar voor de juridisch eigenaar geldt.

De AIFM richtlijn kent ook een lichtere regeling. Voor beheerders waarop de lichtere regeling van toepassing is, geldt geen vergunningplicht, maar wel een meld- en informatieplicht richting autoriteiten. De lichtere regeling geldt voor de professionele markt (fondsbeheerders met AuM onder € 100 miljoen resp. € 500 miljoen). Lidstaten mogen hier niet van afwijken. De AIFM richtlijn schrijft maximale harmonisatie voor. Ook voor de retailmarkt heeft DUFAS gepleit voor een dergelijk lichter regime – voor zover de richtlijn dit toestaat, onder de genoemde grenzen – om *start-ups*, beleggingsstudieclubs en dergelijke te faciliteren. Overigens met behoud van een zekere bescherming van particuliere beleggers om misbruik zo veel mogelijk te voorkomen. Financiën is met nadere voorstellen daarvoor gekomen. Het lichtere regime geldt ook indien de rechten worden aangeboden aan minder dan honderdvijftig personen, worden verworven voor een tegenwaarde van tenminste € 100.000 of een nominale waarde per recht hebben van tenminste € 100.000.

Het Ministerie van Financiën heeft aan de Europese Commissie gevraagd of beursgenoteerde vastgoedinstellingen onder de reikwijdte van de richtlijn vallen. Door ESMA wordt op verzoek van de Europese Commissie in dit kader een *mapping exercise* uitgevoerd.

Ten aanzien van vastgoedbeleggingsinstellingen is de vraag opgekomen of het beheer van het vastgoed zelf (property management) eveneens tot de taken van een beheerder moeten worden gerekend. Volgens het Ministerie van Financiën kan de beheerder dergelijke onderhoudstaken zelf verrichten of uitbesteden zonder toepassing van de regels in de Wft. Ook *real estate administration services* kan de beheerder zelf verrichten of uitbesteden (met in achtname van de Wft-regels daarvoor). Op verzoek van DUFAS is dit in de Memorie van Toelichting bij het wetsontwerp verduidelijkt.

Het wetsvoorstel is in april 2012 naar de Tweede Kamer gezonden.<sup>10</sup> Toen de nieuwe Tweede Kamer na de verkiezingen van 12 september 2012 in oktober voor het eerst bijeen kwam nam

---

<sup>10</sup> Kamerstuk nr. [33.235](#).



zij een amendement aan waardoor beheerders van pensioenpoolingstructuren zouden worden vrijgesteld van het AIFM-toezicht.<sup>11</sup> In de plenaire behandeling had minister De Jager al gezegd dat een dergelijk amendement naar zij mening in strijd was met de richtlijn. De Eerste Kamer heeft behandeling van het wetsvoorstel toen aangehouden zodat nadere vragen zouden kunnen worden gesteld aan de minister van Financiën.<sup>12</sup> In december bevestigde minister Dijsselbloem van Financiën dat het amendement waarschijnlijk in strijd was met de richtlijn<sup>13</sup> en eind januari 2013 kondigde hij een ‘novelle’ aan (een wetsvoorstel tot wijziging van een wetsvoorstel dat nog aanhangig is bij de Eerste Kamer)<sup>14</sup> om de deadline van 22 juli 2013 te halen.

In 2012 is DUFAS begonnen met de ontwikkeling voor een handreiking inzake de specifieke rol van de bewaarder bij vastgoed onder de nieuwe regelgeving. Deze handreiking biedt een handvat voor de vraag hoe kan worden omgegaan met de invulling van de specifieke vereisten voor de vastgoedbewaarder op grond van de AIFM richtlijn en op welke wijze dit in de bedrijfsvoering van marktpartijen kan worden geïmplementeerd. Het raamwerk voor deze handreiking was in de zomer van 2012 grotendeels gereed, al was het wachten op de definitieve Level II bepalingen die eerst eind december 2012 werden gepubliceerd. Na voortgaande, constructieve besprekingen met de AFM is de verwachting dat de handreiking in mei 2013 definitief zal kunnen worden afgerond.

Naast deze handreiking voor de vastgoedbewaarder heeft DUFAS in nauwe samenwerking met Ernst & Young haar bestaande handreiking voor de AO/IC aangepast aan de nieuwe AIFM wetgeving. Dit document beoogt eveneens een waardevolle bijdrage te leveren aan de aanpassingen van de praktijk van asset managers aan deze zo ingrijpende nieuwe Europese wetgeving.

### *Beloningsbeleid*

Op 29 oktober 2012 vond de Nederlandse discussie over het beloningsbeleid zijn voorlopige hoogtepunt in het nieuwe regeerakkoord tussen de VVD en de PvdA, waarin staat dat “de hoogte van de maximale variabele beloning binnen de financiële sector [...] wettelijk [wordt] vastgelegd op 20 procent van de vaste beloning”.<sup>15</sup>

In de loop van 2012 is in het kader van CRD IV<sup>16</sup> door het Europees Parlement voorgesteld<sup>17</sup> de beloningsregels verder aan te scherpen. Het Europees Parlement is van mening dat de verhouding tussen variabele beloning en vaste beloning maximaal 50%-50% mag zijn (art. 90(1)(f)), dat *deferral* verplicht moet zijn voor 60% van alle bonussen boven € 100.000,- (art. 90(1)(k)) en dat

---

<sup>11</sup> Zie kamerstuk [33.235, nr. 11](#) en de [Handelingen II van 16 oktober 2012](#).

<sup>12</sup> Zie [Handelingen Eerste Kamer, 23 okt. 2012](#).

<sup>13</sup> Zie [Beantwoording](#) vragen Eerste Kamer inzake het amendement Huizing c.s. met [brief van AFM en DNB](#).

<sup>14</sup> Zie kamerstuk [33.235, nr. E](#).

<sup>15</sup> [Regeerakkoord VVD-PvdA](#) p. 12.

<sup>16</sup> De beloningsregels van CRD III worden in het Commissievoorstel voor [CRD IV](#) (COM (2011) 453) grotendeels herhaald.

<sup>17</sup> Zie het rapport van de ECON Commissie van het Europees Parlement inzake de CRD IV richtlijn aan [\(PE478.507v03-00, A7-0170/2012\)](#).

gegarandeerde bonussen niet meer mogen (art 90(1)(ca)). De Raad van Ministers van Financiën heeft de beloningsparagraaf van CRD IV in 2012 niet aangepast.<sup>18</sup>

Naar aanleiding van deze ontwikkelingen heeft DUFAS op 26 november 2012 een *Round Table* voor zijn leden gehouden over de beloningsvoorschriften. Bij de doorvertaling naar UCITS V en AIFMD is de oorspronkelijke risicogeoriënteerde benadering van CRD III grotendeels verloren gegaan.

Dit betekent voor Europese beleggingsinstellingen / fondsbeheerders dat er op basis van de CRD III principes (zoals toegepast door de FSA) alleen een onderscheid zou kunnen worden gemaakt naar rato van het risico dat door de desbetreffende fondsbeheerders wordt genomen, dus uitsluitend binnen de categorie asset management en niet op een schaal in vergelijking met bancaire activiteiten. Dat zou betekenen dat de grote internationale asset managers vrijwel zeker allemaal onder de meest strikte beloningsregels zouden komen te vallen als deze UCITS V en AIFMD voorstellen op deze wijze worden vastgesteld. Daartegen wordt door DUFAS direct en via o.m. EFAMA nadrukkelijk geageerd.

### *Code Asset Managers*

DUFAS heeft in 2011 en 2012 hard gewerkt aan de opstelling van een Code Asset Managers, in reactie op het rapport van de Commissie De Wit,<sup>19</sup> het kabinetsstandpunt daarover<sup>20</sup> en de door de Tweede Kamer aangenomen Motie Braakhuis c.s.<sup>21</sup> Het Ministerie van Financiën heeft alle financiële sectoren om uitwerking van zelfregulering gevraagd, naar analogie van de Code Banken. Door het Verbond van verzekeraars is op 15 december 2010 een dergelijke code gepubliceerd. Het Ministerie van Financiën heeft ook de Pensioenfederatie gevraagd om voorstellen te doen.

Tegelijkertijd heeft DUFAS in 2011 en 2012 moeten constateren dat de onderwerpen die zich zouden lenen voor behandeling in een zelfregulerende code, allemaal zijn opgenomen in wetgeving. De enige elementen van de Code Banken die per ultimo 2012 nog niet bij wet geregeld waren zijn de rapportage over de permanente educatie van bestuurders en commissarissen, de bepaling dat directies maximaal hun vaste salaris als bonus kunnen krijgen,<sup>22</sup> alsmede de mediaan bepaling voor salarissen. Naast de toezichthouders die toezicht houden op de wettelijke verplichtingen, heeft het instellen van een Monitoring Commissie ook niet veel zin meer.

DUFAS is daarom in de loop van 2012 tot het inzicht gekomen dat het meer toegevoegde waarde zou hebben een Code Asset Managers vast te stellen die zich richt op de dienstverlening aan onze klanten, die onze klantwaarden belichaamt. Geen onderwerpen die al bij wet zijn gere-

---

<sup>18</sup> Zie [2011/0202 \(COD\)](#), [2011/0203 \(COD\)](#), [16677/12](#).

<sup>19</sup> Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel, *Verloren Krediet*, Kamerstuk 31.980, nr. 4.

<sup>20</sup> Kamerstuk 31.980, nr. 16.

<sup>21</sup> Kamerstuk 31.980, nr. 33. De motie “verzoekt de regering om alle financiële instellingen op te roepen om gedragscodes te formuleren en zo nodig de AFM bevoegd te maken om hierop toe te zien”.

<sup>22</sup> Deze bepaling is inmiddels mogelijk ook weer achterhaald door de afspraak in het regeerakkoord, het 20% bonusp plafond. Voorts wordt er in het kader van CRD IV ook over gesproken.

geld. Een Code Asset Managers zou vragen moeten beantwoorden als: “Wat mogen klanten van ons verwachten.” Daarbij zou mede gebruik kunnen worden gemaakt van de al bestaande DUFAS *Fund Governance Code* en *Fiduciary Management Principles*. Inmiddels is duidelijk geworden dat Minister Dijsselbloem van Financiën ruimte geeft voor een dergelijke benadering.<sup>23</sup>

### *Distributievergoedingen en provisieregels*

DUFAS is van mening dat, in tegenstelling tot de Britse *Retail Distribution Review* het Nederlandse proces naar een provisieverbod voor beleggingsondernemingen onvoldoende gestructureerd was. In het geval van het provisieverbod bij verzekeraars en financiële dienstverleners was er twee jaar voor de ingangsdatum al een concept wetstekst geconsulteerd. Die is er voor een provisieverbod voor beleggingsondernemingen pas in april 2013 verschenen. Evenmin is een impact analyse gemaakt. Toekomstscenario's zijn niet geanalyseerd.

In de praktijk constateert DUFAS in 2012 het ontstaan van een verwarrende marktsituatie als gevolg van de zelfreguleringsdruk van de AFM op de Nederlandse grootbanken. Deze situatie komt het belang van de particuliere belegger niet ten goede. Een ordentelijke overgang met voldoende tijd om particulieren voor te bereiden op deze nieuwe dienstverlening heeft altijd de voorkeur van DUFAS gehad. Maar voor bepaalde klantgroepen en soorten van dienstverlening bieden beleggingsondernemingen / banken nu al provisieloze producten aan. Voor *execution only* dienstverlening (waarbij de ‘perverse prikkel’ als belangrijkste argument tegen het ontvangen van distributievergoedingen ontbreekt) tastten partijen lang in het duister over de vraag, of het verbod zich ook daartoe zou uitstrekken. Gegeven deze marktsituatie, heeft DUFAS aangedrongen op een wettelijke regeling van het provisieverbod.

In februari 2013 kondigde de AFM aan dat zij met ABN Amro, ING Bank, Rabobank, SNS Bank, BinckBank en Van Lanschot een ‘herenakkoord’ had gesloten, waarin deze banken beloofden met ingang van 1 januari 2014 in de markt van particuliere beleggers geen geld meer van fondshuizen te zullen aannemen.<sup>24</sup> Op hetzelfde moment zegde minister Dijsselbloem van Financiën toe dat er een wettelijk provisieverbod zou komen per 1 januari 2014, door dit op te nemen in het Wijzigingsbesluit Financiële Markten 2014. Nu dit wetsvoorstel inmiddels medio april 2013 in consultatie is gebracht, valt op dat Financiën het verbod niet beperkt tot de retailmarkt zoals in de UK. Hierdoor komt een belangrijk stuk dienstverlening aan institutionele beleggers in het gedrang, het bedingen van kortingen op de beheervergoeding van een fonds door het bundelen van beleggingen van meerdere institutionele beleggers en high networth individuals. DUFAS heeft zich in haar reactie op de consultatie er sterk voor gemaakt dat deze uitzondering alsnog wordt gemaakt. Anders vrezen wij dat deze praktijk naar het buitenland gaat verdwijnen. En het laatste wat Nederland op dit moment kan gebruiken met onze stagnerende economie, is dat

---

<sup>23</sup> Zie de brief van de minister van Financiën aan de Tweede Kamer van 22 januari 2013 (kamerstuk [32.013.nr. 28](#)). De minister schrijft: “Inmiddels zijn de bepalingen uit de Codes grotendeels wettelijk verankerd en derhalve ben ik zeer verheugd dat de Commissies hebben aangegeven aanbevelingen te doen voor mogelijke aanpassingen van de principes uit de Codes. Naar verwachting ligt het accent hierbij op het gebied van cultuur- en gedragsnormen. Naar mijn mening zal een dergelijke aanpassing zeker kunnen bijdragen aan de gewenste cultuurverandering in de sector en het benodigde herstel van vertrouwen.”

<sup>24</sup> Zie het desbetreffende [persbericht](#) van de AFM.

meer dienstverlening voor onze Nederlandse pensioenfondsen naar het buitenland verdwijnt.

Nu MiFID II niet tot een algeheel provisieverbod zal leiden, is een prealabele voorwaarde voor het in de toekomst kunnen inzetten van Nederlandse fondsen die geen vergoedingen meer betalen aan hun distributiekkanalen in Nederland, het kunnen instellen van *non-rebate share classes*. Internationaal aangeboden Nederlandse fondsen moeten namelijk gaan differentiëren in hun fondsaanbod, om ook verkocht te kunnen worden in alle andere (Europese) landen waar distributievergoedingen (provisies) wel zijn toegestaan.

Het ministerie van Financiën, waarmee DUFAS sedert het voorjaar van 2012 overlegt, heeft in 2012 nog geen beslissing genomen omtrent de fiscale mogelijkheden voor het instellen van *share classes* door Nederlandse beleggingsinstellingen. Men is beducht voor eventuele fiscale misbruikmogelijkheden die hiermee in het leven geroepen zouden kunnen worden.

De AFM heeft in de zomer van 2012 concept-beleidsregels voor *share classes* aan DUFAS voorgelegd. Deze hadden een restrictief karakter en hielden naar onze mening onvoldoende rekening met het gebruik van *share classes* in andere Europese landen, zoals Luxemburg en Ierland. Een belangrijk vestigingsplaats aspect. Ook de zware administratie eisen die de AFM voor wil schrijven voor *share classes* doen de efficiency voordelen daarvan teniet. De AFM heeft de bezwaren van DUFAS in eerste instantie verworpen.

De praktijk probeert zich op dit moment te redden door het maken van rulings met de Belastinginspecteur voor specifieke toepassing op bepaalde retail fondsen. Dat is een kostbare en tijdrovende aangelegenheid voor Nederlandse fondsaanbieders. Nederlandse beleggingsinstellingen bevinden zich hiermee in een nadelige positie ten opzichte van buitenlandse fondsaanbieders, waar het instellen van verschillende *share classes* voor verschillende doelgroepen en beleggingsposities sinds jaar en dag is gemeen goed is. Bij het publiceren van dit jaarverslag vindt er weer nader overleg plaats met betrokken instanties.

### *Fiduciary Management Principles*

Op 13 november 2008 zijn de *Principles* voor Fiduciair Beheer geïntroduceerd door DUFAS.<sup>25</sup> Deze *Principles* zijn opgesteld in onderlinge consultatie tussen fiduciair managers onder de DUFAS leden, als ook externe partijen als de Pensioenfederatie. De *Principles* hebben tot doel inzicht te verschaffen in de afbakening van taken en verantwoordelijkheden van zowel pensioenfonds als fiduciair beheerder, alsmede een weergave te vormen van wat in de markt wordt beschouwd als *good practice*.

In 2012 is begonnen met het evalueren van deze *Principles* en daar waar nodig aan te passen aan de actualiteit. Immers, in de afgelopen vier jaar is er niet alleen een aanzienlijke hoeveelheid aan nieuwe regelgeving op ons afgekomen, maar ook in de praktijk zijn binnen het begrip 'fiduciair beheer' verschuivingen te zien.

---

<sup>25</sup> [DUFAS Principles fiduciair beheer.](#)

Met name in deze turbulente tijden op de financiële markten is het des te belangrijker dat een bestuur van een pensioenfonds een adequate gesprekspartner heeft bij het nemen van beslissingen omtrent (de implementatie van) het strategisch beleid. Zo is bij beleggingen meer en meer de nadruk op het risicomanagement en kostentransparantie komen te liggen, en zien we in de governance thema's als beloningsbeleid en deskundigheid in combinatie met educatie terug.

Op het moment van sluiten van de redactie van dit jaarverslag is de herziening van de *Principles* in een vergevorderd stadium.

### *Financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT)*

Op 11 januari 2012 schreven de Pensioenfederatie, Eumedion en DUFAS een gezamenlijke brief.<sup>26</sup> Daarin stond dat een FTT voor een korting op de pensioenen van zo'n 7% zou zorgen. DUFAS heeft er ook voor gepleit dat indien zo'n FTT al wordt ingevoerd, beleggingsinstellingen (ook financiële instrumenten) zouden moeten worden uitgezonderd, omdat beleggers daarin anders driemaal zouden worden getroffen door de FTT: bij het instappen, bij alle transacties van het fonds en bij het uitstappen.

Na de val van het kabinet Rutte I in april 2012 en de Nederlandse verkiezingen van september moest de demissionaire minister president bijdraaien naar het standpunt van de enige mogelijke coalitiepartner, de PvdA, die al sedert lange tijd warm voorstander van een FTT was. De premier was niet meer tegen een FTT, maar twijfelde er aan vanwege de effecten voor de pensioenfonds, de cumulatie met de bankenbelasting en de effecten op de kredietverlening in Nederland aan burgers en aan het midden- en kleinbedrijf.<sup>27</sup> De uiteindelijke passage in het regeerakkoord van het kabinet Rutte II luidde: "In Europa is een versterkte samenwerking op gang gekomen met het oog op een mogelijke heffing op de financiële sector. Nederland zal zich hierbij aansluiten op voorwaarde dat onze pensioenfonds hiervan gevrijwaard blijven, er geen disproporionele samenloop is met de huidige bankenbelasting en de inkomsten terugvloeiën naar de lidstaten."<sup>28</sup> Nederland heeft daarom gedurende de ECOFIN Raad (van de ministers van Financiën van de Europese Unie) op 13 november duidelijk gemaakt dat zij geïnteresseerd zouden zijn om deel te nemen aan de besprekingen onder bepaalde voorwaarden.

Naar aanleiding van het Nederlandse regeerakkoord hebben DUFAS en Eumedion gezamenlijk een brief geschreven aan het nieuwe kabinet, waarin wij betoogden dat het ontsnappen aan de effecten van een FTT ('vrijwaren') niet lukt door een categorie instellingen uit te zonderen van de heffing.<sup>29</sup> Daarnaast is DUFAS van mening dat er een *level playing field* zou moeten zijn voor alle producten voor oudedagsvoorziening: als pensioenfonds worden uitgezonderd dan ook beleggingsinstellingen, kapitaalverzekeringen etc. Intussen heeft EFAMA in een *open letter* aanvullend gewezen op de effecten van een FTT op geldmarktfonds en het effect dat een brede FTT

---

<sup>26</sup> Zie de brief op de [DUFAS website](#).

<sup>27</sup> Zie de [Handelingen II van 9 oktober 2012](#).

<sup>28</sup> Zie het [Regeerakkoord VVD-PvdA](#) van 29 oktober 2012, p. 11.

<sup>29</sup> Zie de brief op de [DUFAS website](#). Deze brief verwees naar eerdere brieven van DUFAS en heeft eerder genoemde argumenten korthedshalve niet herhaald.

in enkele lidstaten kan hebben op de interne (financiële) markt van de Europese Unie.

Het nieuwe Commissievoorstel<sup>30</sup> van februari 2013 bleef een brede belastingmaatregel op transacties van financiële instellingen in alle financiële instrumenten (dus op aandelen, obligaties, beleggingsfondsen en derivaten).

Minister Dijsselbloem maakte onmiddellijk duidelijk dat Nederland aan deze FTT niet zou deelnemen, omdat niet aan de voorwaarden van het Nederlandse regeerakkoord is voldaan.<sup>31</sup>

Dat Nederland niet deelneemt aan de onderhandelingen van de II Lidstaten is voor de inspanningen van DUFAS niet doorslaggevend. Immers, Nederlandse *asset owners* beleggen over de hele wereld, dus ook in belangrijke industriestaten als Duitsland, Frankrijk, Italië en Spanje, welke allen het voornemen hebben een FTT in te voeren. DUFAS zal in samenwerking met VNO-NCW en EFAMA proberen de effecten van een FTT te mitigeren.

### *Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)*

De *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) wordt herzien. De MiFID is een raamwerk van regelgeving, dat is gecentreerd rond aandelen en gereguleerde markten. Na de kredietcrisis heeft de G-20 besloten dat de *regulatory arbitrage* die dat mogelijk maakt, betekent dat de reikwijdte van de richtlijnbevestigingen moet worden uitgebreid naar andere handelsmethoden (vooral OTC) en meer financiële instrumenten, alsmede grondstoffen. Tevens wordt hierin de aanbeveling van de De Larosière groep overgenomen om de beleidsruimte voor individuele lidstaten te beperken, zodat er een meer uniform pan-Europees regime ontstaat.

DUFAS heeft in maart 2012 het Nederlandse Ministerie van Financiën een compleet overzicht gegeven van zijn standpunten inzake de diverse onderwerpen waarop de Commissie voorstelt om de regels te veranderen. De discussie in het Europees Parlement<sup>32</sup> en de Raad van Ministers heeft zich in 2012 geconcentreerd rond beleggersbescherming (provisie), en kapitaalmarktregulering (*high frequency trading* en transactierapportage voor *non-equity*).<sup>33</sup>

### *Securities Lending (AFM rol)*

In juli 2012 publiceerde ESMA zijn *Guidelines on ETFs and other UCITS issues, Consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements*. Daarin staat inzake securities lending: "All the revenues arising from efficient portfolio management techniques, net of direct and indirect operational costs, should be returned to the UCITS."<sup>34</sup> De AFM had het voornemen dit zodanig te

---

<sup>30</sup> [COM\(2013\) 71 final](#).

<sup>31</sup> Zie de [antwoorden](#) op Kamervragen van de leden Nijboer en Vermeij over de financiële transactietaks en pensioenfondsen.

<sup>32</sup> Zie het [rapport](#) van het Europees Parlement.

<sup>33</sup> De Raad van Ministers heeft nog geen definitief standpunt ingenomen op grond waarvan de trilog met het Europees Parlement kan worden gestart. De voorlopige standpunten van de Raad staan kort weergegeven in het [overzicht nieuwe regelgeving](#) van DUFAS.

<sup>34</sup> [ESMA/2012/474](#), paragraaf 29, p. 7.

interpreteren dat er voorschriften over de verdeling van de *securities lending* opbrengsten tussen fondsmanager en zijn fondsen zouden moeten zijn. De AFM wilde inzetten op een definitie van ‘maximale kostprijs’ en opbrengstverdeling. Ook rezen vraagtekens over een onderscheid dat de AFM lijkt te maken tussen fee toerekening aan interne partijen en in geval van uitbesteding aan derden.

DUFAS heeft de AFM er op gewezen dat, aangezien de ESMA *guidelines* zijn bedoeld als maximum harmonisatie, de AFM zich aan de uiteindelijke tekst daarvan zou moeten conformeren. De internationale praktijk van opbrengstverdeling loopt zeer sterk uiteen. ETFs/passieve fondsen (die ook als UCITS worden aangeboden) delen vaak de gehele *securities lending* opbrengst toe aan de beheerder i.p.v. (grotendeels) naar het fonds. Op die wijze houden zij de beheerkosten van hun fondsen laag. Onnodig op te merken dat dit de concurrentieverhoudingen met andere fondsaanbieders vertekent.

In maart 2013 heeft de AFM bevestigd met de *Guidelines* in te stemmen. Echter, door middel van *aandachtspunten* lijkt de AFM toch een ruimer werkingsgebied voor te staan. DUFAS heeft haar bezwaren tegen deze verkapte vorm van regelgeving aan de AFM kenbaar gemaakt. De ESMA Richtsnoeren zijn gericht tot nationale toezichthouders, beheerders van ic-be’s en *self managed* beleggingsmaatschappijen. De AFM breidt de reikwijdte van deze ESMA Richtsnoeren echter zonder wettelijke grondslag uit, door de toevoeging: "*In aanvulling op de Richtsnoeren acht de AFM het wenselijk dat beleggingsinstellingen (zowel icbe’s als niet-icbe’s) en (bank)beleggingsondernemingen voor zover zij aanbieden in Nederland aan retailbeleggers, kennis nemen van de Richtsnoeren en toepassen voor zover zij dit mogelijk achten.*" DUFAS heeft haar inhoudelijke bezwaren kenbaar gemaakt in een Position Paper.

### *Total cost of ownership*

In november 2012 publiceerde de AFM een ‘discussiedocument’.<sup>35</sup> De TCO zou volgens de AFM een kostenmaatstaf moeten zijn die de totale kosten van beleggen weergeeft, vooraf en achteraf, in één getal, en die door de gehele markt op dezelfde manier berekend zou moeten worden. In de maanden daarvoor heeft DUFAS uitvoerig informeel en op technisch niveau met de AFM gesproken over wat er met een TCO wel en niet bereikt zou kunnen worden.

DUFAS heeft moeten vaststellen dat de AFM van die input vrijwel niets heeft overgenomen in het discussiedocument. Toen medio december 2012 minister Dijsselbloem van Financiën op Kamervragen antwoordde dat hij bereid was, indien nodig, wettelijke maatregelen te nemen,<sup>36</sup> heeft DUFAS de AFM en het ministerie van Financiën laten weten dat een wettelijke inkadering binnen de geldende Europese voorschriften noodzakelijk zou zijn om een TCO desgewenst te kunnen laten werken in Nederland. Dit standpunt wordt gedeeld door de banken en verzekeraars.

---

<sup>35</sup> [AFM Discussiedocument Total Cost of Ownership](#).

<sup>36</sup> Antwoorden op de vragen van Tweede Kamerlid Nijboer (PvdA), Aanhangsel Handelingen II 2012-2013, nr. [826](#).





## Overige onderwerpen

### *Afdrachtvermindering dividendbelasting*

Eind 2012 is in het wetsvoorstel Overige fiscale maatregelen 2013<sup>37</sup> bij Nota van wijziging<sup>38</sup> de afdrachtsvermindering in de dividendbelasting voor fiscale beleggingsinstellingen aangepast. Vanaf 1 januari 2013 kan de voor deze beleggingsinstellingen ingehouden dividendbelasting niet meer worden verrekend met ten laste van deze instellingen ingehouden buitenlandse bronbelasting voor zover de deelnemers recht hebben op een teruggave van de ingehouden Nederlandse dividendbelasting (o.a. Nederlandse pensioenfondsen). Deze wijziging betekent niet alleen een verslechtering van de performance van Nederlandse beleggingsfondsen in de vorm van een fiscale beleggingsinstelling. Ook leidde deze wijziging tot een aantal praktische problemen. Zo had het voorstel *de facto* terugwerkende kracht nu de reeds in 2012 als vordering geboekte buitenlandse bronbelasting bij de dividenduitkering in 2013 niet of deels zou kunnen worden verrekend met de dan in te houden dividendbelasting.

Helaas was de sector hier van te voren niet over geconsulteerd. DUFAS heeft daarop direct richting het Ministerie van Financiën haar bezwaren kenbaar gemaakt omtrent de voorgenomen wijziging in de afdrachtvermindering in de dividendbelasting. DUFAS had namelijk geconstateerd, dat het voor haar leden feitelijk onmogelijk is om op alle punten aan de voorgestelde verplichtingen te voldoen.

Daar het schrappen van dit voorstel niet mogelijk bleek, gezien het tijdspad alsmede het feit dat het reparatiewetgeving betrof (het voorkomen dat Nederland per saldo buitenlandse bronheffing vergoedt zonder dat daar in Nederland enige heffing tegenover staat), is een vervolgoverleg gevoerd met de Belastingdienst en het Ministerie van Financiën over een praktische invulling van de gevolgen van de wijzigingen. De wetswijziging is in werking getreden per 1 januari 2013.

Het Ministerie van Financiën zag uiteindelijk geen mogelijkheden om de eerder genoemde terugwerkende kracht te voorkomen. Dus daar waar (met name institutionele) fiscale beleggingsinstellingen niet meer in staat waren om in 2012 via een interim dividend de vordering aan buitenlandse bronbelasting te verrekenen met dividendbelasting, zou deze vordering in voorkomende gevallen geheel of gedeeltelijk moeten worden afgeboekt. De leden zijn in december 2012 op de hoogte gebracht van de uitkomsten van dit overleg.

### *Bankierseed*

DUFAS heeft bij de consultatie van het wijzigingsbesluit behorende bij het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2012 gereageerd op de invoering van een wettelijk verplichte 'moreel-ethische verklaring', beter bekend als de bankierseed. Ons commentaar ging met name in op een aantal onduidelijkheden ten aanzien van de kring van medewerkers, de inhoud van de eed/belofte, de taakverdeling tussen AFM en DNB en de controle op de naleving.

---

<sup>37</sup> kamerstuk 33.403.

<sup>38</sup> kamerstuk [33.403, nr. 9](#). Zie artikel VIa.

Eind november 2012 liet de nieuwe minister van Financiën, Jeroen Dijsselbloem weten, dat per 1 januari 2013 de bankierseed alleen maar zou gelden voor werknemers van financiële instellingen die ook door de geschiktheidstoets van de AFM of DNB heen moeten. De tijd voor implementatie van de bankierseed voor een groter personeelsbestand was te kort. De Minister verwacht in het eerste halfjaar van 2013 nadere informatie te kunnen geven over het vervolgtraject voor alle medewerkers van financiële instellingen, waarbij er een koppeling met sancties komt.<sup>39</sup>

De Wijzigingswet financiële markten 2013 werd op 21 december 2012 gepubliceerd en trad in werking op 1 januari 2013.<sup>40</sup> De standaardtekst voor de eed of belofte werd op de dag voor Kerstmis gepubliceerd.<sup>41</sup>

### *Benchmarks en indices*

Als gevolg van het LIBOR schandaal en vermeende manipulaties, ook van EURIBOR en TIBOR, heeft de Europese Commissie voorgesteld om de Marktmissbruikrichtlijn aan te passen en manipulatie daarvan met straf te bedreigen. In september 2012 lanceerde de Europese Commissie een consultatie<sup>42</sup> inzake de regulering van indices. De input van de markt maakte duidelijk dat men het erover eens was dat het vertrouwen in de indices moest worden hersteld en dat de transparantie en *governance* beter moest.

DUFAS volgt dit onderwerp hoofdzakelijk via EFAMA omdat asset managers in principe gebruikers zijn van rente-*benchmarks* en marktindices, door ze ofwel te volgen (*tracking*) ofwel ze als *benchmark* te gebruiken om de eigen prestaties objectief te kunnen vergelijken. De regulering moet volgens EFAMA gericht zijn op het reguleren van het proces dat leidt tot een *benchmark* en (in verband met het *level playing field*) niet het gebruik van een *benchmark* door een groep marktpartijen.

Een *one size fits all* benadering past volgens DUFAS en EFAMA niet goed bij het brede scala aan benchmarks dat er bestaat. Er zal bewust moeten worden gedifferentieerd naar onderliggende markt, wijze van gebruik, economische impact, kwetsbaarheid voor manipulatie en systeemrelevantie. Daarbij moeten *rate benchmarks* zoals LIBOR en EURIBOR prioriteit hebben, omdat zij van belang zijn voor de markt van *interest rate swaps* en voor leningen met variabele rente. Maatwerkregulering is ook nodig bij veel indices die door asset managers worden afgesproken met institutionele beleggers, omdat die significant lagere systeemrisico's met zich meebrengen.

De verantwoordelijkheid voor de *benchmark* moet volgens DUFAS en EFAMA liggen bij de samenstellers. Asset managers als gebruikers hebben *due diligence* verplichtingen, maar kunnen onder geen enkele omstandigheden een vervanging zijn voor toezichthouders en beleidsmakers bij

---

<sup>39</sup> Kamerstuk [33.236, nr. 13](#).

<sup>40</sup> [Stb. 2012, nr. 678](#) en [Stb. 2012, nr. 693](#).

<sup>41</sup> [Stcrt. 2012, nr. 26874](#).

<sup>42</sup> Zie [Possible framework for the regulation of the production and use of indices serving as benchmarks in financial and other contracts](#).

het verifiëren van de accuratesse van een *benchmark* of garanderen dat een *benchmark* past bij een belegger.

### *Capital Requirements Directive (CRD IV)*

De *Capital Requirements Directive IV* (CRD IV) is een aanzienlijke wijziging van de CRD III<sup>43</sup> en de *Capital Adequacy Directive* (CAD).<sup>44</sup> Met de CAD wordt de toepassing van de CRD gelijkgesteld voor beleggingsondernemingen. De CAD bevat de uitwerking van het marktrisico raamwerk. Voor wat betreft discretionair vermogensbeheerders scherpt CRD IV de kapitaaleisen aan.

DUFAS volgt dit onderwerp omdat het vooral van belang is voor de kleinere asset managers die individueel vermogensbeheer doen.

Volgens De Nederlandsche Bank ligt het meest voor de hand dat de CRD IV voor het eerst zal worden toegepast op 1 januari 2014.<sup>45</sup>

### *Clustermunitie*

Regels over beleggen in clustermunitie hebben tot voor kort uitsluitend deel uitgemaakt van het zelfreguleringsonderwerp ‘verantwoord beleggen’. Door de nieuwe wetgeving die in 2012 tot stand gekomen is, is het veeleer een *compliance* onderwerp geworden en veel minder een ethisch thema.

DUFAS heeft gedurende de totstandkoming van het verbod zijn reserves geuit.<sup>46</sup> DUFAS heeft om ruimte gevraagd voor engagement, omdat als engagement slaagt, er immers meer beleggers zijn die niet meer in clustermunitie beleggen dan wanneer het belang eenvoudig wordt verkocht. Deze ruimte heeft de wetgever niet gegeven.

Het wettelijk verbod om te beleggen in clustermunitiefabrikanten is op 21 december 2012 gepubliceerd in het Wijzigingsbesluit financiële markten 2013.<sup>47</sup> Tot 1 april 2013 kon de AFM nog geen boete opleggen voor overtreding van art. 21a Besluit Marktmisbruik.<sup>48</sup> Verboden beleggen moeten binnen een ‘redelijke termijn’ worden afgestoten en dat is “afhankelijk [...] van de betrokken onderneming, de aard en duur van de investeringen en de mogelijkheden om aan verplichtingen een einde te maken”.<sup>49</sup>

Ter voorbereiding van de implementatie van het verbod heeft de AFM eind december 2012 een aantal grote asset managers, banken en pensioenfondsen bij elkaar geroepen om aan de hand

---

<sup>43</sup> [2006/48/EU, Pb. L 171, p. 1-200](#). Zie de geconsolideerde versie van de CRD I-III [hier](#).

<sup>44</sup> [2006/49/EC, Pb. L177, p. 201-255](#).

<sup>45</sup> DNB [bericht](#) van 7 januari 2013.

<sup>46</sup> Zie de brief op de [DUFAS website](#).

<sup>47</sup> [Stb. 2012, nr. 695](#).

<sup>48</sup> Art. VI, onderdeel B, sub 7, juncto art. X sub a van het Wijzigingsbesluit financiële markten 2013.

<sup>49</sup> Zie p. 104 van de Nota van Toelichting.

van hun vrijwillige uitsluitingslijsten een indicatieve lijst te maken. Het bezwaar van DUFAS tegen deze lijst is dat hij methodisch onjuist is -- want niet gebaseerd op het wettelijke verbod en de bijbehorende definities en reikwijdte -- maar gebaseerd op wat geselecteerde marktpartijen beschouwen als onwenselijk. Daardoor staan er veel meer ondernemingen op de lijst dan het wettelijk verbod vereist. Het effect hiervan is dat de beleggingsvrijheid verder wordt ingeperkt dan op grond van de wet strikt noodzakelijk is, omdat veel partijen – teneinde hun *compliance* risico en reputatierisico te beperken – alle ondernemingen op de AFM lijst eenvoudigweg uitsluiten.

### *Corporate governance*

Op het gebied van *corporate governance* werkt DUFAS nauw samen met Eumedion. Een recent voorbeeld is het zgn. ‘wetsvoorstel Frijns’, naar aanleiding van een advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance (destijds ‘Commissie Frijns’ genoemd) uit 2007.

Dit ‘wetsvoorstel Frijns’ is in 2008 geconsulteerd en in juli 2009 naar de Tweede Kamer gezonden. Het kabinet stelde voor een nieuwe drempel voor de melding van zeggenschap in te voeren bij 3%. Bij hetzelfde percentage zou de aandeelhouder zijn intenties moeten melden. Ook zouden alle aandeelhouders van Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen geïdentificeerd moeten worden. In dit wetsvoorstel is uiteindelijk veel ten goede veranderd.

De Tweede Kamer heeft op 5 juli 2012, gedurende de demissionaire periode van het kabinet Rutte I, echter een amendement aangenomen, waardoor de verplichte melding van intenties van de 3%-aandeelhouder werd geschrapt.<sup>50</sup> De voorgestelde verlaging van de drempel voor melding van zeggenschap van 5% naar 3% is echter in de definitieve wet gehandhaafd.<sup>51</sup> De identificatie van aandeelhouders zou volgens DUFAS en Eumedion daarnaast niet goed lukken bij weigerachtige buitenlandse *custodians* (en *sub-custodians*). De Tweede Kamer heeft op 5 juli 2012 een amendement aangenomen, waardoor de regeling van de identificatie van aandeelhouders voor de praktijk minder belastend wordt.<sup>52</sup>

Volgens DUFAS en Eumedion zou een uitbreiding van de meldingsplicht van zeggenschap met een meldingsplicht van economische long posities wel effectief zijn. De Tweede Kamer heeft op 5 juli 2012 een amendement aangenomen, waardoor er in verband met de problematiek van *empty voting* een meldingsplicht van bruto short posities komt vanaf 3%.<sup>53</sup> De definitieve wet is op 27 november 2012 gepubliceerd<sup>54</sup> en treedt in werking op 1 juli 2013.<sup>55</sup>

Nederland loopt in Europa voorop met zelfregulering en wetgeving inzake *corporate governance*. DUFAS participeert daarom actief in EFAMA gremia en voert overleg over de input met Eume-

---

<sup>50</sup> Zie [kamerstuk 32.014, nr. 24](#).

<sup>51</sup> Zie [Stb. 2012, nr. 588](#).

<sup>52</sup> Zie [kamerstuk 32.014, nr. 32](#).

<sup>53</sup> Zie [kamerstuk 32.014, nr. 34](#). Dit is niet in strijd met de verordening inzake *short selling* omdat de doelstelling niet is het reguleren van *short selling* maar het transparant maken van *empty voting*.

<sup>54</sup> Wet naar aanleiding van het advies van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code van 30 mei 2007 (“wetsvoorstel Frijns”), [Stb. 2012, nr. 588](#).

<sup>55</sup> Zie [Stb. 2012, nr. 693](#).

dion. Dit was ook het geval bij de ESMA consultatie inzake *An Overview of the Proxy Advisor Industry. Considerations and Possible Policy Options*<sup>56</sup> die liep in het tweede kwartaal van 2012. De Europese Commissie zal als gevolg van die consultatie in 2013 aandacht gaan geven aan mogelijkheden om de transparantie van *proxy advisors* te verbeteren en belangenconflicten te beheersen.<sup>57</sup>

Medio december 2012 publiceerde de Europese Commissie een actieplan inzake *European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies*.<sup>58</sup> Hierin staan beleidsvoornemens inzake o.a. het diversiteitsbeleid en risicobeheer; identificatie van aandeelhouders; transparantie van stembeleid en *engagement policies* van institutionele beleggers; transparantie van beloningsbeleid; verbetering van de controle van aandeelhouders inzake transacties met gelieerde partijen; en tenslotte beheersing van belangen tegenstellingen die gelden voor *proxy advisors*; *guidance* inzake *acting in concert*.

### *European Social Entrepreneurship Funds Regulation (ESEF)*

Europees Commissaris Barnier lanceerde in oktober 2011 het *Social Business Initiative*<sup>59</sup> en consulteerde de asset managers hierover in de zomer van 2011.<sup>60</sup> Dit mondde eind december 2011 uit in de publicatie van een concept verordening,<sup>61</sup> waarin Barnier voorstelt om ESEFs (*European Social Entrepreneurship Funds*) die dat wensen een Europees paspoort te geven om buiten de landsgrenzen beleggers aan te trekken (optioneel regime). De nieuwe verordening is bedoeld voor het gebied van de vrijstellingen in de AIFM richtlijn (€ 100 mln of € 500 mln AuM).

*Social Entrepreneurship* betreft ondernemingen wier primaire doel is het bereiken van maatschappelijke effecten (*impact investing*) door middel van ondernemingstechnieken. ESEFs zijn fondsen die in dergelijke ondernemingen beleggen. Een ESEF is vooral bedoeld voor institutionele beleggers en mag alleen aan particuliere beleggers worden aangeboden in coupures van € 100.000 en hoger. De totale AuM mag niet hoger zijn dan € 500 miljoen, waarvan maximaal 70% opzij mag worden gezet voor liquiditeiten en operationele kosten.

Door EFAMA en DUFAS is er bezorgdheid geuit omtrent de bescherming van de belegger, die zeer summier is geregeld. Zo zijn er geen regels voor risicobeheer en liquiditeitsbeheer, geen regels voor waardering van beleggingen, geen regels voor de aan- en verkoop van deelnemingsrechten, nauwelijks regels over transparantie jegens beleggers en toezichthouders, geen regels over een *compliance* functie en uitbesteding. De notificatieregels zijn in verhouding tot AIFs rudimentair. Er is zelfs geen verplichte onafhankelijke bewaarder voorgesteld. Nu het type fondsen een risicoprofiel heeft dat veel weg heeft van *private equity* en *venture capital*, is het naar onze mening van belang dat de beleggersbescherming beter wordt geregeld dan thans wordt voorgesteld. Immers, met deze verordeningen zet de Europese wetgever naast UCITS en AIFs een nieuw *label* voor fondsen in de markt en dat moet betrouwbaar en solide zijn en geen ruimte

<sup>56</sup> Zie [ESMA/2012/212](#).

<sup>57</sup> Zie *Action Plan: European company law and corporate governance* ([COM\(2012\) 740](#)).

<sup>58</sup> Zie [COM\(2012\) 740](#). Zie ook kamerstuk 22.112, nr. [1550](#)

<sup>59</sup> COM (2011) 682 en COM(2011) 681. Zie ook kamerstuk [22.112, nr. 1279](#) en [1256](#).

<sup>60</sup> [Consultation on promoting Social Investment Funds as part of the Social Business Initiative](#).

<sup>61</sup> [COM\(2011\) 862 final, 2011/0418 \(COD\)](#)). Zie ook kamerstuk [22.112, nr. 1333](#).

bieden voor arbitrage.

Het Europees Parlement heeft in mei 2012 het standpunt ingenomen dat de verordening moet worden aangepast en er tenminste een onafhankelijke bewaarder (art 13a) moet komen.<sup>62</sup> De Europese Commissie heeft echter besloten<sup>63</sup> die niet toe te voegen, doch in 2017 te evalueren of dat passend zou zijn.

### *European Venture Capital Funds Regulation (EVCF)*

Europees Commissaris Barnier zette in de zomer van 2011 een *Consultation on a new European regime for Venture Capital* uit<sup>64</sup> en publiceerde eind van dat jaar een voorstel voor een *Regulation on European Venture Capital Funds*.<sup>65</sup> Barnier stelt daarin een nieuw 'fondsenlabel' EVCF voor, dat ervoor moet zorgen dat een bepaald type beleggingsfondsen overal in de EU met één set regels kunnen worden verkocht. De nieuwe verordening is bedoeld voor het gebied van de vrijstellingen in de AIFM richtlijn (€ 100 mln of € 500 mln AuM).

EVCFs zijn volgens het voorstel vooral bedoeld voor institutionele beleggers en mogen alleen aan particuliere beleggers worden aangeboden in coupures van € 100.000 en hoger en de totale AuM mag niet hoger zijn dan € 500 miljoen. Tenminste 70% van het beheerde vermogen moet bedrijven ondersteunen die niet beursgenoteerd zijn, minder dan 250 mensen in dienst hebben en een omzet hebben van maximaal € 50 mln of een balanstotaal van minder dan € 43 mln. Daardoor is de titel Venture Capital fondsen misleidend en kan beter gesproken worden van MKB-fondsen.

Bij EFAMA en DUFAS bestaat ook in dit geval bezorgdheid omtrent de bescherming van de belegger, die even summier is geregeld als bij de hiervoor besproken ESEFs.

Het Europees Parlement heeft in mei 2012 eenzelfde standpunt ingenomen als voor ESEFs: dat de verordening moet worden aangepast en er tenminste een onafhankelijke bewaarder (art 13a) moet komen.<sup>66</sup> De Europese Commissie heeft ook hier besloten<sup>67</sup> de onafhankelijke bewaarder niet toe te voegen, doch in 2017 te evalueren of dat passend zou zijn.

### *Financiële conglomeraten richtlijn (Fico I)*

In november 2012 consulteerde de minister van Financiën de Implementatiewet richtlijn financiële conglomeraten I.<sup>68</sup> Hiermee wordt de Fico I richtlijn<sup>69</sup> geïmplementeerd, die de richtlijn

---

<sup>62</sup> Zie het [rapport](#) van het Europees Parlement.

<sup>63</sup> Zie artikel 27 van de [verordening](#).

<sup>64</sup> Zie [Consultation on a new European regime for Venture Capital](#).

<sup>65</sup> [COM\(2011\) 860 final, 2011/0417 \(COD\)](#)). Zie ook kamerstuk [22.112, nr. 1333](#).

<sup>66</sup> Zie het [rapport](#) van het Europees Parlement.

<sup>67</sup> Zie artikel 26 van de [verordening](#).

<sup>68</sup> [Consultatie Implementatiewet richtlijn financiële conglomeraten I](#).

<sup>69</sup> [2011/89/EU, Pb 2011, L 326, p. 113-141](#).

Financiële Conglomeraten<sup>70</sup> van 2003 wijzigt. Voor asset managers is van belang dat de Fico-richtlijn zo wordt gewijzigd dat vermogensbeheerders en beheerders van UCITS en AIFs onder het toepassingsgebied vallen van het geconsolideerde toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen, dan wel het toepassingsgebied van het aanvullend toezicht op verzekeraars in een verzekeringsgroep. Gevolg is dat bij de bepaling of een groep een financieel conglomeraat is en of daarbinnen de sectorale voorschriften voor banken of die voor verzekeraars (inzake risicoconcentraties, intragroep overeenkomsten en *intra*-groep posities) leidend zijn, de aanwezigheid van vermogensbeheerders en beheerders van beleggingsinstellingen wordt meegewogen. Voor DUFAS is hierbij vooral van belang geweest dat AIF beheerders hetzelfde zullen worden behandeld als beheerders van UCITS.

### *Financiering decentrale overheden (Wet Fido)*

De toekomstige betekenis van de Wet Fido zal voor asset managers aanzienlijk verminderen. Het demissionaire kabinet heeft met instemming van een kleine meerderheid van de Tweede Kamer op 26 april 2012 voorgesteld om in 2013 verplicht schatkistbankieren zonder leenfaciliteit in te voeren voor gemeenten, provincies en waterschappen. Schatkistbankieren kon al op basis van vrijwilligheid. Dit heeft een positief effect op de omvang van de staatschuld en het EMU-saldo.<sup>71</sup> Op 11 februari 2013 zond het kabinet een brief naar de Tweede Kamer waaruit bleek dat het positieve effect op het EMU saldo zo'n 3 procentpunt van het BBP zou kunnen bedragen.<sup>72</sup> Tekorten bij decentrale overheden tellen mee in het EMU-saldo terwijl de vermogens niet worden aangehouden in de schatkist. Gevolg is dat de staat meer moet lenen, terwijl elders binnen de collectieve sector miljarden worden uitgezet in de markt. Dat is volgens kabinet en Tweede Kamer niet efficiënt.

Het regeerakkoord van VVD en PvdA van november 2012 heeft de verplichting tot schatkistbankieren overgenomen. Daarmee is definitief duidelijk dat lagere overheden niet langer overschotten zullen kunnen beleggen. Van belang is in deze nog slechts het overgangsrecht, zodat de lagere overheden geen onnodige liquidatieverliezen zullen lijden. Daarop zal DUFAS ook het op 11 februari 2013 door de minister van Financiën bij de Tweede Kamer ingediende wetsvoorstel<sup>73</sup> beoordelen.

### *Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)*

FATCA moet belastingontduiking door Amerikaanse belastingplichtigen tegengaan. Daarvoor moeten buitenlandse financiële instellingen (waaronder de meeste vormen van collectief beleggen) vanaf 1 januari 2013 voldoen aan strenge rapportage-eisen inzake hun eventuele Amerikaanse cliënten, op straffe van 30% belasting over het rendement op Amerikaanse beleggingen

---

<sup>70</sup> [2002/87/EG, Pb L 35, p. 1-27.](#)

<sup>71</sup> Kamerstuk 21.501-07, nr. 910 en 33.242, nr. 1. Het demissionaire kabinet Balkenende IV wilde hiertoe eerder niet beslissen (zie kamerstuk 32.362, nr. 1). Op 28 november 2011 liet Minister Donner van Binnenlandse Zaken echter weten dat hierover overleg met de lagere overheden gevoerd zou worden (Aanhangsel Handelingen II, 2011-2012, nr. 782).

<sup>72</sup> [Bijlage](#) bij kamerstuk 33.540, nr. 3.

<sup>73</sup> Zie kamerstuk [33.540](#), nr. 1-3.

van die instelling en op de bruto inkomsten uit verkoop van activa.

Nadat duidelijk was geworden dat het mogelijk zou zijn om als Europees land een *Intergovernmental Agreement (IGA)*<sup>74</sup> te sluiten met de *US Treasury/IRS* heeft DUFAS zich hiervoor hard gemaakt bij het ministerie van Financiën. In plaats van individuele rapportages van de financiële instellingen gaat de IGA uit van een centrale rensignering over Amerikaanse klanten via bijvoorbeeld de Nederlandse belastingdienst. Samen met eerder genoemde partijen heeft DUFAS een *briefing book* opgesteld voor het Nederlandse ministerie van Financiën, dat in de onderhandelingen van Financiën met de *US Treasury/IRS* wordt gebruikt. De typisch Nederlandse vermogensbeheerstructuren zijn hierin belicht, zoals de PPI en het fonds voor gemene rekening. Op het moment van sluiten van de redactie voor het jaarverslag waren de onderhandelingen nog niet afgerond.

### *Insurance Mediation Directive (IMD II)*

Publicatie van het richtlijn voorstel door de Europese Commissie liet lang op zich wachten, namelijk tot juli 2012.<sup>75</sup> In december 2012 bleek de rapporteur van de ECON commissie van het Europees Parlement (Werner Langen, Duits christendemocraat), die het onderwerp voorbereidt voor de plenaire parlementaire behandeling, voor te stellen<sup>76</sup> om alle bepalingen inzake beloningstransparantie en provisietransparantie te schrappen, regulering van de soorten beloning te schrappen, regulering van *cross selling* te schrappen, de bevoegdheid van de Commissie om uitvoeringsregels te maken te verwijderen, de regels inzake klachteninstututen te schrappen en beloning in natura van de beloningsregels uitzonderen. Ook stelt Langen voor de KIID en de passenheids- en geschiktheidstoets te schrappen. Daarmee zou er absoluut geen gelijkschakeling van transparantievoorschriften voor beleggingsproducten en verzekeringsproducten (level playing field!) plaatsvinden, zoals de bedoeling is van de Europese Commissie. DUFAS heeft hierover overleg gevoerd met leden van de Econ Cie. van het Europees Parlement en ondersteunt overigens EFAMA om tegen deze voorstellen van Langen in het geweer te komen.

DUFAS ondersteunt EFAMA in haar standpunt dat het cruciaal is dat consumentenbescherming gelijk moet zijn onder IMD II en MiFID II, alsmede de PRIPs verordening. Goede consumentenbescherming vereist ook Level 2 maatregelen. De reikwijdte van IMD II moet de marketing en verkoop omvatten van alle typen verzekerings-PRIPs en de inwerkingtreding van IMD II, MiFID II en PRIPS moet worden gesynchroniseerd.

### *Interventiewet en Recovery & Resolution Directive (RRD)*

In juni 2012 werd het wetsvoorstel door de Eerste Kamer aangenomen. De wet trad op 1 juli in werking.<sup>77</sup> De wet werd voor het eerst toegepast op 1 februari 2013, toen SNS Reaal werd genationaliseerd.<sup>78</sup>

---

<sup>74</sup> Zie het [Model 2 Intergovernmental Agreement for Cooperation to Facilitate the Implementation of FATCA](#).

<sup>75</sup> Zie [COM\(2012\) 360/2, 2012/0175 \(COD\)](#) en kamerstuk [22.112, nr. 1463](#).

<sup>76</sup> Zie zijn [draft report](#).

<sup>77</sup> Zie [Stb. 2012, nr. 241](#).

<sup>78</sup> Zie kamerstuk [33.532, nr. 1](#), met als bijlage het ministerieel besluit, [Stcrt. 2013, nr. 3018](#).



In juli 2012 publiceerde de Europese Commissie een voorstel voor een *Recovery & resolution* richtlijn<sup>79</sup> waarop de Nederlandse Interventiewet vooruitliep. Het belangrijkste verschil tussen de interventiewet en het Europese voorstel was dat de Interventiewet geen *bail-in debt* kent. De *Recovery & resolution directive* hangt overigens nauw samen met het voorstel voor een bankenunie.<sup>80</sup>

Inzake financiële instellingen die geen bank zijn heeft de Europese Commissie in het vierde kwartaal van 2012 een *Recovery & resolution directive* geconsulteerd.<sup>81</sup> De Commissie definieert systeemrelevante financiële instellingen als ‘large size, [...] extremely interconnected and be providers of services which are difficult to substitute’. Dit betreft volgens de Commissie (geldmarkt)fondsen, centrale tegenpartijen en centrale effectenbewaarders, betaalsystemen, elektronischgeldinstellingen, verzekeraars en herverzekeraars. DUFAS en EFAMA betogen dat asset managers niet onder de reikwijdte van deze richtlijn behoren te vallen.

### *Kosten van toezicht*

De Wet bekostiging financieel toezicht is in werking getreden op 1 januari 2013.<sup>82</sup> Volgens het ministerie van Financiën zijn er beperkte herverdeeleffecten tussen verschillende soorten onder toezicht staande instellingen door het samenvoegen van enkele categorieën instellingen (‘silo’s’). Zo worden beleggingsinstellingen en beleggingsobjecten samengevoegd in één categorie. Banken die vermogensbeheer uitvoeren worden uit de categorie beleggingsondernemingen overgeheveld naar de categorie banken. PPIs worden samengevoegd met pensioenfondsen.

Asset managers gaan bij de AFM ongeveer 12,3% van de begroting financieren en bij DNB ongeveer 3,8%.<sup>83</sup> Een eventueel overschot op de begroting van de toezichthouder wordt in het volgende begrotingsjaar naar rato verrekend met de onder toezicht staande instellingen. In de periode 2004-2010 hebben die verschillen gevarieerd van 1,67% tot 9,6% bij de AFM en tussen 2,96% en 26% bij DNB.<sup>84</sup> Het zal dus helaas niet zo zijn dat een instelling op basis van bij hemzelf bekende gegevens de heffingen door de AFM en DNB precies zal kunnen inschatten. Wel wordt de volatiliteit van de heffingen door de toezichthouder gedempt doordat tussentijdse afwijkingen van de begrote inspanningen van de toezichthouders (doordat in een andere “silo” een urgente kwestie veel menskracht vraagt) niet meer direct worden weerspiegeld in de heffingen.

Daarnaast blijft het door de toenmalige minister Bos ingestelde budgetplafond voor de toezichthouders (geen kostenstijgingen boven inflatie, behoudens voor nieuwe taken) gehandhaafd. Desalniettemin zal in de toekomst het wettelijk begrotingspercentage voor beleggingsinstellingen

---

<sup>79</sup> [COM\(2012\) 280/3](#). Zie ook kamerstuk [22.112, nr. 1446](#).

<sup>80</sup> Communicatie van de Europese Commissie *A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union, Launching a European Debate* ([COM\(2012\) 777 final](#)).

<sup>81</sup> Zie [Recovery & resolution framework for non-bank financial institutions](#).

<sup>82</sup> [Stb. 2012, nr. 250](#) en [Stb. 2012, nr. 263](#).

<sup>83</sup> Bijlage II van het wetsvoorstel, zie kamerstuk 33.057, nr. 2, p.22.

<sup>84</sup> Kamerstuk 33.057, nr. 6, p. 5 en 6.

stijgen als gevolg van de inwerkingtreding van de AIFM richtlijn.<sup>85</sup> Omdat de AIFM richtlijn ook meer instellingen onder toezicht breng behoeft dit niet tot stijgende lasten voor asset managers te leiden. Dat zal wel het geval zijn als gevolg van enkele andere toekomstige ontwikkelingen. De OTC derivaten verordening (EMIR) zorgt voor een lichte toezichtkostenstijging. De rijksoverheid brengt zijn bijdrage aan de toezichtbegroting van DNB en AFM terug naar nul ten laste van de bijdrage van de markt.<sup>86</sup> *Grosso modo* moet derhalve rekening gehouden worden met een lastenstijging voor asset managers van 20%, het percentage van de AFM begroting dat tot voor kort door de rijksoverheid werd gefinancierd.

### *OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR)*

De financiële crisis heeft volgens de Europese Commissie aan het licht gebracht dat er onvoldoende informatie beschikbaar is over posities van instellingen in OTC derivaten. Daardoor kunnen toezichthouders geen goede inschatting maken van de risico's die daardoor worden gelopen door individuele instellingen en het financiële stelsel als geheel. Daarom is in de Verordening informatieverzorging over derivatentransacties verplicht gesteld via zogeheten *trade repositories*. Elektronische databases zijn daarbij toegankelijk voor toezichthouders, terwijl geaggregeerde gegevens moeten worden gepubliceerd en daarmee kenbaar gemaakt aan marktpartijen.

Hoewel DUFAS de doelstellingen van de Commissie ondersteunt, zouden de beoogde hervormingen volgens de eerste conceptvoorstellen een aantal negatieve gevolgen kunnen hebben. Zo zouden lange termijn beleggers zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen, die met *liability driven investment* strategieën niet of nauwelijks bijdragen aan het systeemrisico, een onevenredig deel van de lasten van deze regelgeving voor hun rekening moeten nemen, onder meer als gevolg van vereisten inzake *margin* verplichtingen en verlies van verrekeningsmogelijkheden (*netting*).

Hiervoor is aandacht gevraagd in het kader van de behandeling in het Europese Parlement en de Raad van Ministers. Dit heeft geleid tot een drie jaar durende vrijstelling voor pensioenfondsen in de uiteindelijke tekst van de *Regulation 648/2012 on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories* die op 4 juli 2012 werd aangenomen en op 16 augustus 2012 in werking is getreden.<sup>87</sup>

Veel regels uit deze *Regulation* (*clearing*, *rapportage* etc.) werden echter pas van kracht nadat de bijbehorende Uitvoeringsverordeningen (*implementing technical standards*) waren aangenomen, hetgeen pas medio december 2012 gebeurde. In de loop van 2012 werden *regulatory technical standards* geconsulteerd en medio december 2012 nam de Europese Commissie die in de vorm

---

<sup>85</sup> In 2012 verwachtte De Nederlandsche Bank € 1,5 miljoen (7 fte) extra te moeten begroten en de AFM kwam uit op minder dan 1 fte.

<sup>86</sup> Zie p. 71 van het [Regeerakkoord VVD-PvdA](#) van 29 oktober 2012: "Het toezicht door AFM en DNB wordt doorbelast aan de partijen die actief zijn op de financiële markten. Voor het toezicht op de BES-eilanden blijft, vanwege de bijzondere omstandigheden aldaar, de bestaande situatie gehandhaafd. Bij de vaststelling van de nieuwe (hogere) tarieven zullen kleinere partijen zoveel mogelijk worden ontzien."

<sup>87</sup> Verordening [nr. 648/2012, Pb. L. 201, 1-59](#)

van zes Gedelegeerde Verordeningen aan.<sup>88</sup>

Naast deze regulering, heeft op dit terrein de BSBC/IOSCO in de zomer geconsulteerd inzake *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*.<sup>89</sup> DUFAS heeft onder meer vraagtekens gezet bij de uitgangspunten voor het aanhouden van *initial margin*. In vervolg hierop is begin 2013 een tweede document met dezelfde titel verschenen.<sup>90</sup> Deze consultatie vraagt input op vier nog openstaande punten en bevat voorts het voorgenomen beleid (nagenoeg rond) inzake *margin* verplichtingen voor niet centraal geclearde derivaten.

De eerder ontvangen commentaren, als ook de uitkomsten van een door BCBS/IOSCO uitgevoerd impact onderzoek, zijn bij de totstandkoming van dit *margin framework* meegenomen. Zo is met name gekeken naar het liquiditeitsbeslag en het gebruik van collateral bij het aanhouden van *initial margin*. Nieuw is de introductie van een uniforme *initial margin* drempel van € 50 miljoen voor *swaps*. Daarnaast zijn de *collateral* mogelijkheden iets uitgebreid en wordt voorzien in een vrijstelling voor *valutaswaps* en *-forwards*. Het beleid zal in 2014 worden geëvalueerd.

### *Packaged Retail Investment Products (PRIPs)*

Pas in juli 2012 verscheen het voorstel van de Europese Commissie inzake een *Regulation on key information documents for investment products*.<sup>91</sup> Dit voorstel betrof uitsluitend een nieuw *Key Information Document (KID)* voor PRIPs. UCITS zullen vijf jaar lang hun UCITS KIID mogen behouden en hoeven in die periode geen nieuw document te maken.

In de Raad van Ministers werd gepoogd om de reikwijdte van PRIPs verder te beperken, door de 'occupational retirement provision business of insurance companies' uit te zonderen van de werking van de verordening. Daarnaast werd voorgesteld om de lengte van de PRIPs-KID te beperken tot 3 A-4. Tenslotte stelde de Raad van Ministers voor om de aansprakelijkheid voor de PRIPs-KID te beperken tot misleiding, onjuistheden en inconsistentie met contracten.<sup>92</sup>

In het Europees Parlement circuleren eerder voorstellen die het belang van de PRIPs-KID vergroten. Zo stelde de rapporteur in december 2012 voor om de reikwijdte uit te breiden tot gewone ('onverpakte') aandelen en obligaties. De rapporteur stelde ook voor om het bij het product behorende belastingregime in de KID op te nemen (wat volgens DUFAS en EFAMA praktische problemen oplevert) en om in de KID aandacht te besteden aan verantwoord beleggen (wat volgens DUFAS en EFAMA in beperkte mate wel mogelijk is). Ook stelt de rapporteur

---

<sup>88</sup> [EMIR technical standards](#) betreffende (a) *capital requirements for central counterparties*; (b) *requirements for central counterparties*; (c) *indirect clearing arrangements, the clearing obligation, the public register, access to a trading venue, non-financial counterparties, risk mitigation techniques for OTC derivatives contracts not cleared by a CCP*; (d) *minimum details of the data to be reported to trade repositories*; (e) *the details of the application for registration as a trade repository*; en (f) *the data to be published and made available by trade repositories and operational standards for aggregating, comparing and accessing the data*.

<sup>89</sup> [BCBS/IOSCO consultatie margin requirements non-centrally cleared derivatives](#)

<sup>90</sup> [BCBS/IOSCO consultatie 2 margin requirements non-centrally cleared derivatives](#).

<sup>91</sup> Zie [COM\(2012\) 352 final 2012/0169 \(COD\)](#)). Zie ook kamerstuk [22.112, nr. 1462](#).

<sup>92</sup> Zie [2012/0168\(COD\)](#), [16902/12](#).

een *product approval process* voor, productinterventiebevoegdheden voor de toezichhouders en een aantal inhoudelijke toevoegingen aan de tekst van de KID. DUFAS en EFAMA steunen deze voorstellen. Het rapport stelt voor de mogelijkheid om de KID na de transactie te verstrekken te schrappen (de uitzondering voor verkoop-op-afstand) en schrapt ook de mogelijkheid om sancties anoniem te publiceren. In dit rapport wordt, zeer tegen de mening van DUFAS en EFAMA in, de eindverantwoordelijkheid voor de KID gelegd bij de distributeur, niet bij de aanbieder. Ook stelt de rapporteur voor dat voor AIFs geen PRIPs-KID hoeft te worden gemaakt totdat de nationale wetgever dat eist (met het oog op aanbieden aan particuliere beleggers).<sup>93</sup>

In mei 2013 zal duidelijk worden welke van deze voorstellen ook de mening vertegenwoordigen van het gehele Europees Parlement. Daarna zal in onderhandelingen tussen de Europese Commissie, het Europees parlement en de Raad van Ministers (de zgn. 'triloog') de definitieve tekst van de verordening worden vastgesteld.

### *Premie Pensioen Instelling en implementatie IORP richtlijn*

In oktober 2011 bleek dat de AFM en DNB hun bedenkingen hadden bij het wettelijke PPI-regime op het punt van specifieke operationele risico's, dat zij hoger inschatten dan zij hadden gedaan toen de PPI nog slechts theorie was.<sup>94</sup> Zij stelden daarom vraagtekens bij de geldende vermogensbeveiligingsregeling en de rangregeling in het kader van de vermogensscheiding. Men was wel van mening dat een PPI een IORP is en dus meer lijkt op een pensioenuitvoerder dan op een pensioenfonds of een verzekeraar. De operationele risico's zijn dan ook iets groter dan die voor een beleggingsinstelling, maar kleiner dan die van een verzekeraar. Begin 2012 consulteerde<sup>95</sup> het Ministerie van Financiën het voornemen om de Wft op deze punten voor de PPI te wijzigen via de Wijzigingswet Financiële Markten 2013. DUFAS was – zoals bij de oorspronkelijke opzet en inrichting van de PPI naar het model van een beleggingsinstelling - direct bij dit overleg met het ministerie betrokken. Deze wijziging is ingevoegd in het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2013 en zal in werking treden op 1 juli 2013.<sup>96</sup>

### *Productgoedkeuringsproces / productontwikkelingsproces*

De Tweede Kamer wil dat er toezicht komt op het door financiële instellingen gevoerde productgoedkeuringsproces c.q. productontwikkelingsproces. Minister De Jager heeft dat toegezegd, maar daarbij opgemerkt dat dit geen preventieve markttoelatingstoets zal worden, maar een marginale toetsingsbevoegdheid.<sup>97</sup> Een wettelijke basis hiervoor is voorgesteld in de consultatieversie van de Wijzigingswet financiële markten 2013.<sup>98</sup>

In februari 2012 heeft het Ministerie van Financiën DUFAS geconsulteerd over een wijziging in

---

<sup>93</sup> Zie [2012/0169\(COD\)](#), [PR\922803EN.doc](#), [PE502.113v01-00](#).

<sup>94</sup> Zie de Wetgevingsbrieven van [AFM](#) en [DNB](#) (bijlagen bij kamerstuk 31.980, nr. 55) aan Financiën.

<sup>95</sup> [Consultatie inzake wijziging van de PPI-wet](#).

<sup>96</sup> Zie kamerstuk [33.236, nr. 8](#) en [Stb. 2012, nr. 693](#).

<sup>97</sup> Kamerstuk 31.980, nr. 35, 45, 49.

<sup>98</sup> Kamerstuk 33.236, nr. 2. Zie artt. 4:14, lid 2 en 4:15, lid 2, Wft. De beoogde inwerkingtredingsdatum van dit wetsvoorstel is 1 januari 2013.

het Bgfo. DUFAS vraagt zich af of een toezicht op een proces zich zou moeten richten op eigenschappen van de uitkomst daarvan. Daarnaast moet worden bedacht dat het toezicht op beleggingsinstellingen in de aard van de zaak een toezicht op producten is (UCITS en AIFs) en niet zo zeer op ondernemingen, zoals bij banken en verzekeraars wel het geval is. Deze eis zou niet kunnen worden gesteld aan buitenlandse UCITS en AIFs, en dat is het overgrote deel van de in Nederland aangeboden beleggingsfondsen. De vraag is hoe de AFM om zal gaan met dit ongelijke speelveld tussen Nederlandse en buitenlandse fondsen.

Ook Prospectusrichtlijn producten (onder meer *structured products*) kunnen niet onder deze regels vallen, omdat de Prospectusrichtlijn maximum harmonisatie kent. Er moet in het geval van beleggingsinstellingen onderscheid worden gemaakt tussen het aanbieden enerzijds en beleggingsadvies/individueel vermogensbeheer anderzijds. De advies/beheer situatie wordt gedomineerd door de MiFID regels, daar gaat het om een behoorlijk advies, maar dat is de verantwoordelijkheid van de adviseur.

In 2012 heeft het Ministerie van Financiën een consultatie gehouden over een definitief voorstel voor een wettelijk verplicht productgoedkeuringsproces.<sup>99</sup> Het ministerie van Financiën stelde voor om ook UCITS en AIFs onder de regels inzake het productgoedkeuringsproces te laten vallen. DUFAS heeft in de consultatie betoogd en onderbouwd dat dit zou overlappen met de regels die voortvloeien uit de UCITS richtlijn en de AIFM richtlijn. Daarnaast heeft de consument als aandeelhouder van een beleggingsfonds fundamenteel andere rechten dan bij overige financiële producten en diensten.

Toen het wetsvoorstel werd ingediend bleken UCITS en AIFs niet onder de reikwijdte van de verplichtingen met betrekking tot het productgoedkeuringsproces te vallen.<sup>100</sup> Het productgoedkeuringsproces is uiteindelijk geregeld via een bij de Wijzigingswet financiële markten 2013 behorend koninklijk besluit.<sup>101</sup>

### *Proxy voting*

In maart-juni 2012 consulteerde ESMA een discussiestuk getiteld *An Overview of the Proxy Advisor Industry. Considerations and Possible Policy Options*.<sup>102</sup> DUFAS heeft hierop in nauwe samenwerking met Eumedion gereageerd via EFAMA. DUFAS en EFAMA zijn van mening dat regelgeving om *proxy advisors* onder toezicht te brengen te ver zou voeren. Wij geven de voorkeur aan niet bindende richtlijnen en aanbevelingen van de Europese Commissie of ESMA om de kwaliteit en integriteit van *proxy advisors* te verbeteren.

---

<sup>99</sup> Zie de [Consultatie Wijzigingsbesluit financiële markten 2013](#).

<sup>100</sup> Zie kamerstuk [33.236](#). Zie ook [Stb. 2012, nr. 678](#) De wet omvat o.a. een verbod op beleggen in cluster munitiefabrikanten (zie elders in dit jaarverslag), regulering van het productontwikkelingsproces, de moreel-ethische verklaring ('bankierseed'), een provisieverbod voor verzekeraars, vakbekwaamheidseisen voor financiële dienstverleners en regels inzake geschillenbeslechting. Inwerkingtreding is separaat bij inwerkingtredings-KB ([Stb. 2012, nr. 693](#)) geregeld.

<sup>101</sup> Zie Wijzigingsbesluit financiële markten 2013 ([Stb. 2012, nr. 695](#)).

<sup>102</sup> Zie [ESMA/2012/212](#).

In december 2012 kondigde de Europese Commissie in zijn *Action Plan: European company law and corporate governance* aan dat zij een initiatief zullen overwegen in het kader van de Shareholders rights directive in 2013 “with a view to improving the transparency and conflict of interest frameworks applicable to proxy advisors.”<sup>103</sup>

### *Securities Settlement & Central Securities Depositories (CSD)*

In maart 2012 publiceerde de Europese Commissie zijn voorstel voor een *Regulation on improving securities settlement in the European Union and on central securities depositories (CSDs)*.<sup>104</sup> De bepalingen in het voorstel hebben tot doel de risico's van afwikkeling verder te verkleinen, de efficiëntie ervan te verhogen en geharmoniseerde eisen te stellen aan afwikkelondernemingen, de *Central Securities Depositories (CSD's)*. Daartoe worden o.a. de afwikkeltermijnen geharmoniseerd en komen alle afwikkelondernemingen van effectentransacties onder toezicht te staan. De Commissie wil een 'opstartperiode' van twee jaar, die 1 januari 2013 zal ingaan. Vanaf januari 2015 zal de voorgestelde verordening volledig in werking treden.

De AFM en DNB zullen gezamenlijk toezicht gaan houden op CSD's die in Nederland zijn gevestigd. Daarnaast zullen de AFM en DNB zitting nemen in een aantal colleges van toezichthouders voor CSD's die in andere lidstaten gevestigd zijn.

### *Shadow banking*

Schaduwbankieren wordt gedefinieerd als “credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system”.<sup>105</sup> Het gaat om alle wijzen van financieren die niet door het banksysteem worden gedaan. Schaduwbankieren is voor asset managers van belang omdat institutionele beleggers belangrijke afnemers zijn van gesecuritiseerde producten, en omdat wordt beoogd *securities lending* nader te reguleren.

De Europese Commissie publiceerde in maart 2012 een *Green Paper on Shadow Banking*,<sup>106</sup> dat begin 2013 gevolgd zal worden door een *roadmap* die drie prioriteiten zal kennen: (i) verbetering van de transparantie en *monitoring* van de data-verzameling; (ii) geldmarktfondsen; (iii) versterking van het beleid inzake *repurchase agreements* en *securities lending* transacties. Inzake beleggingsfondsen gaat het de Europese Commissie om fondsen die krediet geven (aan bijvoorbeeld ondernemingen) en/of *leveraged* zijn. De Commissie erkent in het Green paper (net als de *Financial Stability Board* overigens) dat schaduwbankactiviteiten een duidelijk nut voor de reële economie hebben. Zij bieden namelijk alternatieve beleggings- en financieringsmogelijkheden, maken het mogelijk middelen efficiënter te alloceren (door specialisatie) en zij vormen een mogelijke bron van risicodiversificatie buiten het banksysteem. De Commissie stelt voor schaduwbankactiviteiten te reguleren via bestaande regelgeving zoals CRD II, III en IV, Solvency II, de

---

<sup>103</sup> [COM\(2012\) 740](#)

<sup>104</sup> [COM\(2012\) 73 final](#). Zie ook kamerstuk [22.112, nr. 1397](#).

<sup>105</sup> Financial Stability Board, [Shadow banking: strengthening oversight and regulation, Recommendations of the Financial Stability Board](#), 2012.

<sup>106</sup> *Green paper Shadow banking* ([COM\(2012\) 102 final](#)).

AIFM richtlijn, MiFID II en UCITS. Op die manier kunnen indirect ook de risico's van geldmarktfondsen van buiten de Europese Unie beheerst worden.

Op drie gebieden onderzoekt de Europese Commissie of nadere regelgeving voor beleggingsfondsen nodig is: (a) het risico op runs bij geldmarktfondsen, (b) liquiditeitsproblemen bij op de beurs verhandelde fondsen en (c) de kwaliteit van het onderpand bij *repurchase agreements* en *securities lending*. De Nederlandse regering wil daarbij prioriteit geven aan regulering van *Exchange Traded Funds* en geldmarktfondsen.

In november 2012 publiceerde het *Financial Stability Board* concept aanbevelingen<sup>107</sup> die aan de G-20 van september 2013 zullen worden gedaan. Nu er in Nederland nauwelijks geldmarktfondsen actief zijn is echter van groter belang dat het FSB raamwerk ook geldt voor 'credit investment funds with stable NAV features' en voor *securities lending* en *repurchase agreements*.

De *Financial Stability Board* is van mening dat 'credit investment funds with stable NAV features' de bron kunnen zijn van *shadow banking* risico's. Tot deze categorie fondsen behoren 'unregulated liquidity funds, ultra short-term bond funds, short-duration ETFs, and bank-sponsored short-term investment funds'. De *Financial Stability Board* uit ook zijn zorgen over 'real estate vehicles which offer on-demand redemptions'. EFAMA heeft hierover mede namens DUFAS als commentaar gegeven dat de netto uitstroom uit dit type fondsen gedurende de kredietcrisis geen consequenties heeft gehad voor de stabiliteit van het financiële systeem en dat veel van de beleidsaanbevelingen van de *Financial Stability Board* al gelden voor Europese beleggingsfondsen. Inzake de regulering van *securities lending* en *repurchase agreements* heeft EFAMA mede namens DUFAS zijn steun uitgesproken voor meer transparantie jegens de toezichthouders (inzake posities en *exposures*, niet transacties) en beleggers.

### *Short selling*

Na diverse consultaties publiceerde de Europese Commissie op 15 september 2010 een concept verordening inzake short selling en CDS-en, welke definitief werd in 2012. De Verordening bevat een meldingsplicht aan de toezichthouder, een publicatieplicht bij grote posities en een beperking van *naked short selling*. De Verordening voorziet tevens in harmonisering van de bevoegdheden van de toezichthouders indien de financiële stabiliteit ernstig wordt bedreigd. De regels gelden voor *short selling* van financiële instrumenten van ondernemingen in het algemeen en EU staatsschuld papier en *credit default swaps* in verband met EU staatsschulden in het bijzonder, behalve als de belangrijkste markt voor de aandelen in kwestie zich buiten Europa bevindt. Nationale autoriteiten zijn verplicht om deze laatste categorie te identificeren, ESMA houdt hiervan een lijst bij.<sup>108</sup>

---

<sup>107</sup> [A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos, An Integrated Overview of Policy Recommendations](#), en [A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities](#). De reacties staan [hier](#).

<sup>108</sup> [ESMA list exempted shares](#)

De definitieve tekst van de verordening is in maart 2012 gepubliceerd<sup>109</sup> en is met ingang van 1 november 2012 van toepassing. De 'oude' regeling voor het melden van shortposities aan de AFM is daarmee komen te vervallen. In de praktijk ontstond in eerste instantie veel onduidelijkheid over de uitleg van wat nu precies wordt gezien als *short sale* en hoe de posities moeten worden geaggregeerd. De uitvoeringsverordeningen die in september 2012 werden gepubliceerd<sup>110</sup> alsmede de vragen en antwoorden van ESMA,<sup>111</sup> die telkens worden geactualiseerd, geven enige verduidelijking.

## Solvency II

In december 2009 werd de Solvency II raamwerkrichtlijn gepubliceerd.<sup>112</sup> Ruim een jaar later, maar nog ruim voor inwerkingtreding, werd deze richtlijn uitgebreid gewijzigd door de Omnibus II richtlijn.<sup>113</sup> In mei 2012 stelde de Europese Commissie voor<sup>114</sup> om de implementatiedatum van Solvency II te verplaatsen naar 1 januari 2014 en de bestaande regels tot dat moment te handhaven. Tevens werd in mei 2012 het wetsvoorstel implementatie Solvency II richtlijn ingediend in Tweede Kamer.<sup>115</sup> Reeds in december 2012 werd de wet in het staatsblad gepubliceerd.<sup>116</sup> Inmiddels wordt gesproken over uitstel van Solvency II tot 2016/2017.

Omdat de verplichtingen van verzekeraars inzake rapportages, aansprakelijkheden en de uitbestedingsregels belangrijk zijn voor asset managers, heeft DUFAS de totstandkoming van deze wet gevolgd (*monitoring*).

## Tuchtcollege financiële sector

In september 2012 stelde Tweede Kamerlid Van Hijum (CDA) in een wetgevingsoverleg voor om te komen tot een tuchtrecht voor de financiële sector, gekoppeld aan de bankierseed.<sup>117</sup> Dit voorstel kreeg steun van Nijboer (PvdA) en Koolmees (D66). Minister de Jager van Financiën zegde toe in samenwerking de Minister van Justitie te onderzoeken wat de opties hiervoor zouden kunnen zijn. Voorstellen zouden medio 2014 kunnen worden meegenomen in de Wijzigingswet Financiële Markten 2015.

---

<sup>109</sup> [Pb 2012, L 86, p. 1-24.](#)

<sup>110</sup> [826/2012, Pb L 251, p. 1-10](#)) en ([827/2012, Pb 251, p. 11-18](#)

<sup>111</sup> *Questions and Answers, Implementation of the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps (2<sup>nd</sup> update)* ([ESMA/2013/159](#)).

<sup>112</sup> [richtlijn 2009/138/EC, Pb. L 335, p. 1-155.](#)

<sup>113</sup> [COM\(2011\) 8 final\), 2011/0006 \(COD\).](#)

<sup>114</sup> [COM\(2012\) 217 final.](#)

<sup>115</sup> kamerstuk [33.273](#).

<sup>116</sup> [Stb. 2012, nr. 679](#). Inwerkingtreding is voor enkele bepalingen al per 1 januari 2013 geregeld ([Stb. 2012, nr. 693](#)), maar wordt voor de meeste bepalingen later geregeld per separaat inwerkingtredings-KB. De artikelen die op 1 januari 2013 in werking zijn getreden maken het mogelijk dat bij ministeriële regeling uitvoering wordt gegeven aan de richtlijnvoorschriften.

<sup>117</sup> [kamerstuk 33.235, nr. 12.](#)



Twee maanden later bracht een advies van de Raad van State<sup>118</sup> de minister ertoe de reikwijdte van de bankierseed voorlopig te beperken tot bestuurders en commissarissen. Zo'n eed is volgens de Raad van State vergelijkbaar met de eed als voorwaarde om tot een bepaalde beroepsgroep toe te treden. Eind november 2012 liet de nieuwe minister van Financiën, Dijsselbloem, daarom weten dat de bankierseed per 1 januari 2013 alleen zou gelden voor werknemers van financiële instellingen die ook door de geschiktheidstoets van de AFM of DNB heen moeten. Hij verwacht in het voorjaar van 2013 nadere informatie te kunnen geven over het vervolgtraject voor alle medewerkers van financiële instellingen, waarbij er een koppeling met sancties komt.<sup>119</sup>

DUFAS denkt constructief mee over de vraag, hoe dat tuchtrecht er uit zou moeten zien. DUFAS ziet voor de registratie van een en ander een mogelijke rol voor het *Dutch Securities Institute* (DSI) weggelegd.

### *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)*

UCITS IV is inmiddels in werking getreden, maar er verschijnen nog steeds nieuwe *guidelines*. Daarnaast heeft de Europese Commissie een voorstel voor aanpassing van de beloningsregels en bewaring gedaan naar aanleiding van de AIFM richtlijn (UCITS V) en is een consultatie uitgezet inzake toekomstige veranderingen aan de UCITS richtlijn (UCITS VI).

#### *UCITS IV*

ESMA heeft in maart 2012 *Guidelines on risk measurement and the calculation of global exposure for certain types of structured UCITS* gepubliceerd.<sup>120</sup> Deze *Guidelines* zijn een uitwerking van de vereisten inzake de berekening van de *exposure* van afgeleide instrumenten zoals neergelegd in artikel 51 lid 3 van de Richtlijn en artikel 40-42 van Invoeringsrichtlijn 2010/43/EU. Deze *Guidelines* voorzien in de mogelijkheid tot hanteren van de *commitment approach* als berekeningswijze voor bepaalde UCITS.

Verder verschenen in 2012 vanuit ESMA *Guidelines* op het gebied van repo's<sup>121</sup>, alsmede betreffende ETFs.<sup>122</sup> ESMA vindt het belangrijk dat een UCITS ETF als zodanig wordt herkend door de belegger en beveelt derhalve aan dat elke UCITS wordt geëtiketteerd als "UCITS ETF". Deze informatie zal dan zowel in prospectus, als ook de KIID moeten worden opgenomen. Verder vindt ESMA dat er meer transparantie over het gebruik van "efficiënte portefeuille technieken" dient te komen. Zo is ESMA voorstander van volledige transparantie van de berekeningsmethoden van financiële indices voor, zodat beleggers de performance van een index kunnen narekenen. Naast transparantie voor wat betreft het uitlenen van effecten stelt ESMA dat de opbrengsten hieruit terug dienen te vloeien naar het fonds. Uiteraard na aftrek van kosten, waaronder een redelijke vergoeding voor het verrichten van de (uit)leenactiviteiten. De *Guidelines on repurchase agreements and reverse repurchase agreements* zijn opgenomen in de *Guidelines on ETFs and*

---

<sup>118</sup> [Advies](#) van de Raad van State van 14 november 2012.

<sup>119</sup> Kamerstuk [33.236, nr. 13](#).

<sup>120</sup> [ESMA/2012/197](#)

<sup>121</sup> [ESMA/2012/722](#)

<sup>122</sup> [ESMA/2012/832EN](#)

other UCITS issues. De Nederlandse vertaling (Richtsnoeren betreffende ETF's en andere kwesties in verband met icbe's) is op 18 december 2012 verschenen.<sup>123</sup> De nationale toezichthouder dient binnen twee maanden na publicatie van de vertaling van de Guidelines aan te geven of zij deze zullen hanteren (*comply or explain*).

In maart 2013 deelde de AFM mede dat zij de ESMA *guidelines* inzake UCITS op het punt van *securities lending* onderschrijven.<sup>124</sup> DUFAS heeft de AFM laten weten dat de door de AFM in ditzelfde bericht opgenomen 'aandachtspunten' naar onze mening geen verbindend karakter kunnen hebben en geen geoorloofde wetsinterpretatie zijn. Hetgeen de AFM vraagt is in strijd met Verordening 1095/2010<sup>125</sup> en in strijd met het verbod van art. 91, lid 2, UCITS richtlijn.

### UCITS V

Nog voordat UCITS IV overal in de Europese Unie is geïmplementeerd in nationale wet- en regelgeving, is de Europese Commissie gekomen met een consultatie over de bewaarderrol bij UCITS en over de beloning van UCITS fondsbeheerders.

Op 3 juli 2012 publiceerde de Europese Commissie het conceptvoorstel voor UCITS V<sup>126</sup>. Dit bevat de volgende hoofdlijnen:

- In eerste instantie werden de voorwaarden die aan bewaarders worden gesteld zodanig aangescherpt, dat dit alleen nog ruimte bood aan onder toezicht staande kredietinstellingen of beleggingsondernemingen, in latere voorstellen onder het Cypriotisch voorzitterschap werd de zogenaamde 'UCITS bewaarder' weer geïntroduceerd, zij het dat de eisen zijn uitgebreid;
- De aansprakelijkheid van de bewaarder is net zo geregeld als in de AIFMD, maar de uitzondering die de AIFMD kent, wordt in het UCITS V voorstel niet herhaald;
- In geval van faillissement van een derde zijn financiële instrumenten die de derde houdt voor de UCITS niet beschikbaar om door de crediteuren van die derde uitgewonnen te worden;
- Over de uitbesteding moet uitvoerige informatie worden verschaft, en anders dan de AIFMD zegt UCITS V dat dit in het prospectus moet.

De voorstellen van het Cypriotische voorzitterschap<sup>127</sup> voor een compromistekst van de Raad van Ministers t.b.v. de onderhandelingen met het Europees Parlement bevatte naast de bovengenoemde herintroductie van de UCITS bewaarder verder onder meer:

- het voorstel hergebruik (bijv. uitlenen) van bewaarde instrumenten te verbieden (recital 14a, art. 22(5a));
- de introductie van *carried interest* in de beloningsregels (art. 2(1)(s) en 14b(2)); en
- voorwaarden voor de publicatie van sancties (art. 99b(2)-(4));
- De bewaarder mag in bewaring gegeven vermogensbestanddelen volgens de Raad niet herge-

---

<sup>123</sup> [ESMA/2012/832NL](#)

<sup>124</sup> [AFM onderschrijft ESMA richtsnoeren over ETFs](#), AFM nieuwsbericht van 27 maart 2013.

<sup>125</sup> Verordening [1095/2010](#)

<sup>126</sup> ([COM\(2012\) 350 final, 2012/0168 \(COD\)](#)). Zie ook kamerstuk [22.112, nr. 1461](#)

<sup>127</sup> [2012/0168\(COD\)](#), [16362/12](#) en [2012/0168\(COD\)](#), [17653/12](#)

bruiken (art. 22(5a), recital 14a);

- De Nederlandse figuur van de bewaarder blijft in dit voorstel van de Raad onder een aantal voorwaarden mogelijk (art. 23(2)(c), recital 20);
- De Raad stelt voor de beloningsregels niet alleen te laten gelden voor betalingen door de *management company*, maar ook voor die door de UCITS zelf, inclusief *performance fees* (art 14b(2)).

### UCITS VI

De Europese Commissie heeft in de zomer van 2012 verkend of er opnieuw wijzigingen nodig zijn in de UCITS richtlijn via een consultatie die in Brussel al de bijnaam UCITS VI heeft gekregen.<sup>128</sup> Een overzicht van de onderwerpen.

De Europese Commissie wil de bestaande praktijk inzake beleggingsrestricties en derivatengebruik evalueren. Ook wordt gekeken naar efficiënt portefeuillebeheer, waaronder *securities lending* en *collateral* vereisten, alsmede transparantie op dit terrein. Daarnaast consulteerde de Commissie over het gebruik van OTC derivaten, vooral met betrekking tot operationele risico's, belangenconflicten en de berekening van het tegenpartij risico. Naar aanleiding van de kredietcrisis wil de Europese Commissie ook bezien of er *uniform guidance* nodig is met betrekking tot het omgaan met liquiditeitsproblemen. Voorts legde de Europese Commissie ter consultatie een eventueel Europees papsoort voor bewaarders en de positie van geldmarktfondsen.

Tevens verkende de Commissie de vraag of het nodig is om lange termijn beleggingen binnen UCITS te bevorderen. Daarbij wordt vooral gedacht aan infrastructuur en maatschappelijk ondernemerschap. Tenslotte werd er feedback gevraagd omtrent de UCITS IV maatregelen (beheerderspaspoort, *master-feeder* structuren, fondsenfusies en notificatieprocedures).

DUFAS heeft op deze consultatie in samenwerking met EFAMA gereageerd.

### *Uitvoeringskosten pensioenfondsen*

De Nederlandse pensioenfondsen zijn door de Tweede Kamer gevraagd om te komen met zelfregulering voor betere transparantie in de uitvoeringskosten van pensioenfondsen.<sup>129</sup> Asset management kosten maken daarvan deel uit. De Pensioenfederatie heeft DUFAS gevraagd om haar input over de wijze waarop de verschillende kostencomponenten van vermogensbeheer beter inzichtelijk kunnen worden gemaakt. Startpunt voor de uitwerking hiervan werd gevormd door de *Aanbevelingen uitvoeringskosten* die de Pensioenfederatie in november 2011 publiceerde.

Voor de implementatie van de verschillende aanbevelingen door pensioenfondsen heeft de Pensioenfederatie nog een aantal zaken in overleg met DUFAS verder aangepast en gepubliceerd in de *Nadere uitwerking kosten vermogensbeheer* van maart 2012.<sup>130</sup> DUFAS heeft gepleit voor een eenduidige indeling van kostensoorten, en voldoende specificatie, zodat beslissingen van pensi-

---

<sup>128</sup> [UCITS VI](#)

<sup>129</sup> Kamerstuk 30.413, nr. 155

<sup>130</sup> Zie [Aanbevelingen Uitvoeringskosten – nadere uitwerking kosten vermogensbeheer 2012](#).

oefondsbesturen over de eventuele uitbesteding van vermogensbeheer ook op correcte en eenduidige informatie kunnen worden gebaseerd. DUFAS heeft ingestemd met de sterke wens van de Pensioenfederatie om voor de professionele markt -- met betrekking tot transactiekosten van *asset classes* waarvan dergelijke kosten niet apart worden gefactureerd maar in effectenkoersen zijn verdisconteerd – bepaalde schattingen van transactiekosten te maken.

In de herfst van 2012 laaide het publieke debat over de uitvoeringskosten weer op toen het Financiële Dagblad publiceerde over een onderzoek waaruit zou blijken dat van de betaalde pensioenpremies 17% op gaat aan kosten. Dit percentage zegt echter niet veel, omdat pensioenpremies alleen worden betaald door actieve deelnemers, terwijl ook het vermogen dat wordt aangehouden ter dekking van de pensioenverplichtingen van inactieve deelnemers (gepensioneerden en slapers) moet worden beheerd. Kosten van vermogensbeheer moeten daarom worden gerelateerd aan de omvang van het totaal beheerd vermogen. Afgezet tegen het vermogen bedroegen de kosten van vermogensbeheer in totaal volgens de staatssecretaris van Sociale Zaken naar schatting tussen de 0,45 en 0,53% van het pensioenvermogen.<sup>131</sup>

### *Verantwoord beleggen*

De EFAMA werkgroep *Responsible Investment* heeft ook transparantiestandaarden via de Essentiële Beleggersinformatie geadviseerd. In februari 2012 heeft EFAMA *guidance* vastgesteld met betrekking tot de in de EBI op te nemen teksten in verband met duurzaam beleggen.

DUFAS en Eumedion hebben in 2012 opnieuw een bijeenkomst georganiseerd voor het in 2011 op verzoek van de leden in het leven geroepen Informeel Netwerk Verantwoord Beleggen. In 2012 heeft DUFAS daarnaast vooral aandacht besteed aan de wens van de wetgever om te komen tot een verbod op het beleggen in fabrikanten van clustermunten. Zie daarover de paragraaf 'Clustermunitie' elders in dit jaarverslag.

### *Vermogensscheiding beleggingsinstellingen*

Het Ministerie van Financiën stelde in de consultatie van de Wijzigingswet financiële markten 2014<sup>132</sup> voor om de regeling voor vermogensscheiding van toepassing te maken op alle beleggingsinstellingen en UCITS, ook voor beleggingsinstellingen met rechtspersoonlijkheid.

Het Ministerie stelde dat dit de beleggersbescherming verbetert. DUFAS vindt dat betrekkelijk. De regels voor vermogensscheiding zouden niet moeten gelden voor beleggingsinstellingen met rechtspersoonlijkheid (en hun subfondsen), omdat dat een voor de beleggers kostbare en overbodige regeling zou zijn. De eisen die worden gesteld aan vermogensscheiding dienen in de juiste verhouding te staan tot de risico's die men beoogt te beheersen en de lasten die hierdoor gecreëerd worden, zeker nu die lasten uiteindelijk – veelal indirect – door de beleggers zelf betaald zullen worden. Het rechtspersonenrecht biedt naast de vermogensscheiding al aanvullende bescherming aan de beleggers. Beter ware het de beperkingen van de crediteuren rangregeling in het fondsprospectus aan te geven zoals dit ook bij Luxemburgse en Ierse beleggingsvehikels

---

<sup>131</sup> Zie kamerstuk [32.043, nr. 138](#).

<sup>132</sup> [Consultatie Wijzigingswet financiële markten 2014](#).

gebeurt. Nederland stelt zich anders met dergelijke complexe fondsstructuren buiten de Europese orde. Dit voorstel komt naar de mening van DUFAS het Nederlandse vestigingsklimaat bepaald niet ten goede. Bij het afsluiten van de tekst van dit jaarverslag was nog niet formeel duidelijk of dit voorstel door het ministerie van Financiën wordt doorgezet, alhoewel ons informele berichten bereikten dat dit voorstel wordt ingetrokken.

Het Ministerie van Financiën stelt in de consultatieversie van de Wijzigingswet financiële markten 2014 ook voor om de verplichting om de juridisch eigendom van de activa onder te brengen in een afzonderlijke entiteit die de juridisch eigendom houdt, uitsluitend nog te eisen wanneer er een reëel risico bestaat dat andere vorderingen dan die zijn toegestaan onder de rangregeling verhaald kunnen worden op het vermogen van de beleggingsinstelling of UCITS. Daarbij gaat het om *leveraged* beleggingsinstellingen en UCITS die vatbaar zijn voor vorderingen op grond van buitenlands recht. Dus de vermogensscheidingseis geldt niet indien de beleggingsinstelling in kwestie op grond van zijn beleggingsbeleid kan aantonen dat hij uitsluitend activiteiten verricht binnen Nederland of uitsluitend overeenkomsten aangaat waarop Nederlands recht van toepassing is, zodat de rangregeling effectief is.

Op de datum van publicatie van dit jaarverslag was nog niet duidelijk of dit voorstel ook in het definitieve wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2014 terecht zal komen.

### *Volcker rule*

De Volcker rule is opgenomen in de Amerikaanse *Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (ook wel de *Dodd-Frank Act* genoemd naar de senatoren die hiervoor het initiatief namen). De regelgeving, waarover door het Amerikaanse *Financial Stability Oversight Council* in oktober 2010 werd geconsulteerd, verbiedt het aan *banking entities* om (1) te handelen voor eigen rekening en (2) eigenaar of sponsor zijn van een *hedge fund* of *private equity fund*. Onder die laatste twee begrippen (samen aangeduid als *covered funds*) wordt verstaan elk beleggingsvehikel dat geen Amerikaans vergunninghoudend beleggingsfonds is, dus onder meer UCITS en Nederlandse beleggingsinstellingen vallen hier ook onder. Deze regelgeving geldt voor alle *banking entities* in de Verenigde Staten (daaronder vallen ook vestigingen van Europese banken) en is ook relevant voor iedereen die zaken met deze partijen wil doen.

Op deze regel is een belangrijke uitzondering, namelijk voor *sponsored funds*. Als het handelen voor eigen rekening en eigendom of sponsoring van een beleggingsfonds “solely outside the US” plaatsvindt, geldt voor banken van buiten de VS ook een uitzondering. Om daarvoor in aanmerking te komen mag geen enkele dochtermaatschappij, geaffilieerde of medewerker zijn georganiseerd in de VS of zich daar fysiek bevinden en mag geen eigendomsbelang aan ingezetenen van de VS worden verkocht.

Daarnaast mag een *banking entity* een aantal soorten transacties (*covered transactions*) niet doen met *covered funds* die het beheert of adviseert. Dit geldt voor kredietverlening aan zo'n fonds, aankoop van deelnemingsrechten van dat fonds, aankoop van activa van dat fonds etc. Dit geldt ook als het een niet-VS bank is die aan alle uitzonderingen voldoet.

De regel is in werking getreden op 21 juli 2012 en uiterlijk twee jaar later moet men aan de regels voldoen, hoewel de finale versie nog niet gereed is. Deze wordt pas in de loop van 2013 verwacht.

DUFAS probeert in samenwerking met EFAMA de interpretatie van de voorgestelde regels te beïnvloeden. De voorgestelde regels zijn een extraterritoriale toepassing van Amerikaanse regels, zonder de doelstelling van de *Volcker Rule* daarmee verder te brengen. Op deze schending van soevereiniteit hebben vele Europese landen gewezen. Deze ruime reikwijdte kan grote invloed hebben op de bedrijfsvoering van veel Europese asset managers, zoals de naamgeving van fondsen, het verschaffen van *seed capital* aan fondsen, beleggingen door medewerkers, etc. Veel van deze regels zijn tegengesteld aan Europese regels dienaangaande, zoals de AIFMD. Daarnaast hoeven Amerikaanse *mutual funds* niet aan de *Volcker Rule* te voldoen en Europese wel. Deze regelgeving roept herinneringen op aan de *Glass-Steagall Act*, die in 1933 naar aanleiding van de toenmalige financiële crisis werd ingevoerd en in 1999 door President Clinton werd afgeschaft.

#### *Wijzigingswet financiële markten 2012, 2013 en 2014*

De Wijzigingswet financiële markten 2012 is op 1 januari 2012 in werking getreden.<sup>133</sup> De voor asset managers belangrijkste bepaling is, dat het beleggerscompensatiestelsel (BCS) ook gaat gelden voor Nederlandse beheerders van UCITS. Dit is een reparatie van een foutje dat er met de invoering van de Wft in 2006 in is gesloten. Daarnaast is het verbod van misleiding uitgebreid naar alle reclame-uitingen. Het gold tot dusverre alleen voor beleggingondernemingen.

De Wijzigingswet financiële markten 2013<sup>134</sup> bevat de delegatie grondslag op grond waarvan in het Bgfo regels worden opgenomen omtrent een verbod op beleggen in clustermuniteitfabrikanten, een productgoedkeuringsproces en de ‘bankierseed’ (deze drie onderwerpen worden separaat besproken in dit jaarverslag), een provisieverbod voor verzekeraars, vakbekwaamheidseisen voor financiële dienstverleners, en geschillenbeslechting. Deze zaken zijn uitgewerkt in het bijbehorende Wijzigingsbesluit financiële markten 2013. Een concept daarvan werd in april/mei 2012 geconsulteerd.<sup>135</sup> De regels zijn in werking getreden op 1 januari 2013.<sup>136</sup>

In september/oktober 2012 consulteerde het ministerie van Financiën de Wijzigingswet financiële markten 2014.<sup>137</sup> Het voor asset managers belangrijkste onderdeel van dit wetsvoorstel betreft aanpassing van de regels voor vermogensscheiding bij beleggingsinstellingen. Zie hierover de paragraaf ‘Vermogensscheiding bij beleggingsinstellingen’ in dit jaarverslag.

‘s Gravenhage, 6 juni 2013

Algemeen Bestuur Dutch Fund and Asset Management Association

---

<sup>133</sup> Stb. 2011, nr. 610 en 671. Zie ook kamerstuk 32.781.

<sup>134</sup> [Stb. 2012, nr. 678](#). Zie ook kamerstuk [33.236](#).

<sup>135</sup> [Consultatie Wijzigingsbesluit financiële markten 2013](#).

<sup>136</sup> [Stb. 2012, nr. 693](#).

<sup>137</sup> [Consultatie Wijzigingswet financiële markten 2014](#).

## Kerncijfers<sup>138</sup> Nederlandse asset management industrie 2012

### Economische en financiële achtergrond

Tabel 1: Economische en financiële kerncijfers van Nederland				
	2009	2010	2011	2012
Bevolking (mln)	16,6	16,7	16,7	16,7
BBP (€ mrd)	572	591,5	602	601
Reele BBP groei (%)	-4,1	3,2	1,0	-1,0
Inflatiepercentage (%)	1,2	1,3	2,3	2,5
Werkloosheidscijfer (%)	4,8	5,4	5,4	6,4
Aandelenmarkt kapitalisatie (€ mrd)	583	654	420*(606)	456*(645)
Aandelenmarkt kapitalisatie (%BBP)	101,9	110,6	70*(108)	76*(107)
Obligatiemarkt kapitalisatie (€ mrd)	822	868	913	995
Obligatiemarkt kapitalisatie (%BBP)	143,7	146,8	151,7	166
Financieel vermogen huish. (€ mrd)	865		1.022	1149
Financieel vermogen per hoofd (€)	52.108		61.198	68.802

\* Marktkapitalisatie van op de Amsterdamse beurs genoteerde Nederlandse instellingen. Oudere cijfers zijn inclusief de marktkapitalisatie van beleggingsinstellingen. Deze cijfers staan nu tussen haakjes.

### Belangrijke trends in de wereldmarkt (retail markt)

Tabel 2: Netto vermogen van de Nederlandse retail fondsen (€ miljard)					
	2008	2009	2010	2011	2012
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS	50,1	57,9	65,0	53,2	57,7
Vastgoedfondsen	9,8	12,0	14,0	10,6	10,9
Totaal beheerd vermogen	59,9	69,9	79,0	63,8	68,6

Tabel 3: Netto instroom in Nederlandse retail fondsen (€ miljoen)					
	2008	2009	2010	2011	2012
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS		619	-441	-6.953	-788
Vastgoedfondsen		491	349	22	-27
Totale netto instroom		1.110	-92	-6.931	-815

<sup>138</sup> De cijfers over de Nederlandse retailmarkt zijn ontleend aan DNB. De cijfers over de institutionele markt zijn afkomstig van Bureau Bosch / DutchInvestor.

*Belangrijke trends in de retail markt*

<b>Tabel 4: Retail vermogen naar fondstype (€ miljard)</b>					
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Aandelenfondsen</b>	20,1	25,5	28,2	24,6	25,6
<b>Obligatiefondsen</b>	11,7	11,3	12,1	12,0	15,8
<b>Mix-fondsen</b>	6,7	9,8	11,2	10,9	11,4
<b>Geldmarktfondsen</b>	-	-	-	-	-
<b>Funds-of-Funds</b>	-	-	-	-	-
<b>Overige</b>	11,6	11,3	13,5	5,7	4,8
<b>Totaal</b>	50,1	57,9	65,0	53,2	57,7

<b>Tabel 5: Netto instroom naar fondstype (retail) (€ miljoen)</b>					
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Aandelenfondsen</b>	n.a.	325	-1.093	-1.093	-1.659
<b>Obligatiefondsen</b>	n.a.	-63	438	524	1.853
<b>Mix-fondsen</b>	n.a.	174	402	1.054	-743
<b>Geldmarktfondsen</b>	n.a.	-	-	-	-
<b>Funds-of-Funds</b>	n.a.	-	-	-	-
<b>Overige</b>	n.a.	183	809	-7.438	-239
<b>Totaal</b>	n.a.	619	-441	-6.953	-788

*Aantallen retail fondsen*

<b>Tabel 6: Aantallen fondsen</b>					
	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS</b>	362	379	437	447	497
<b>Overige in Nederland gevestigde fondsen</b>	81	82	91	105	108



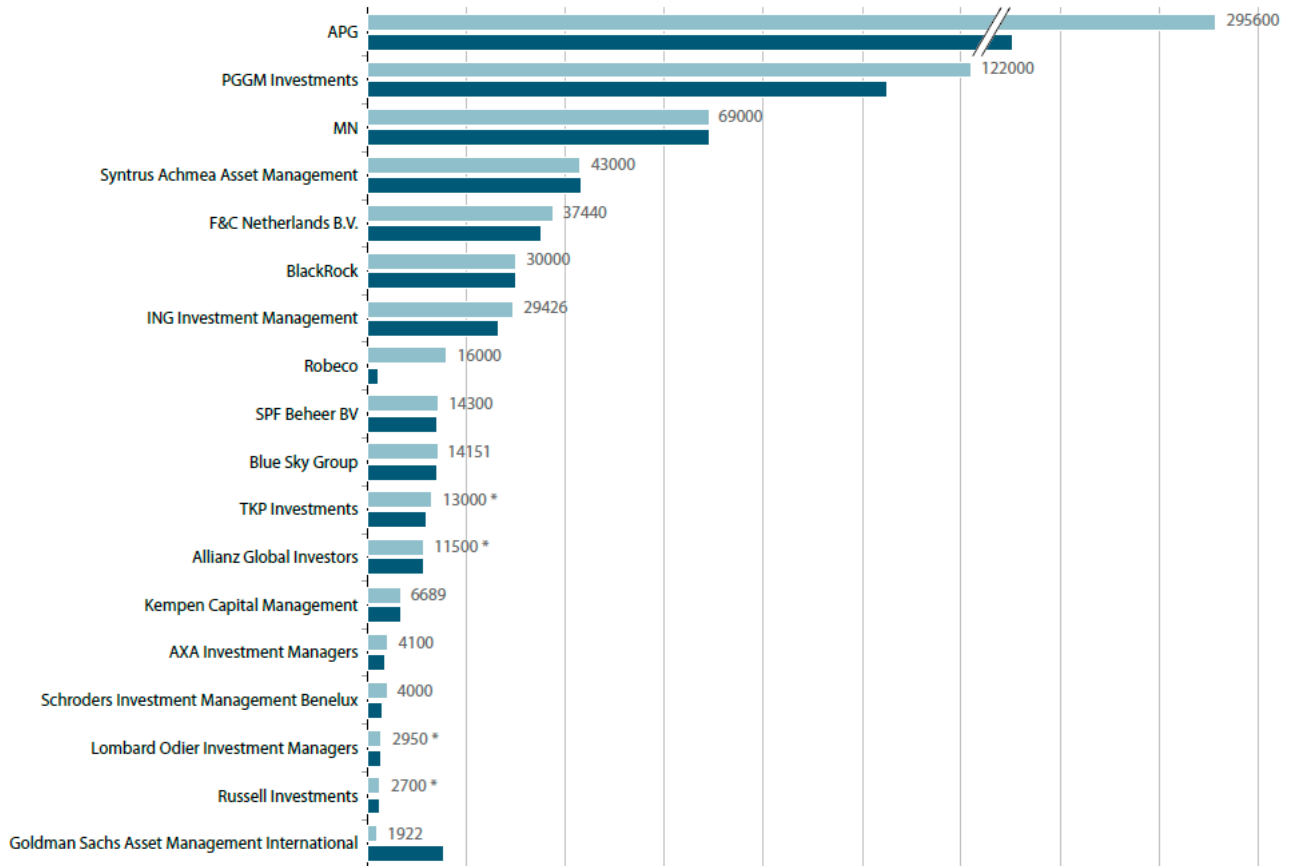
*Allocatie van spaarmiddelen door huishoudens*

<b>Tabel 7: Belangrijkste vermogensbestanddelen van huishoudens (€ miljard)</b>				
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Valuta en depositos</b>	389	409	429	444
<b>Schuld papier</b>	45	44	39	36
<b>Beursgenoteerd aandelen</b>	82	88	75	81
<b>Pensioenfondsen</b>	963	1.071	1.140	1.269
<b>Beleggingsfondsen</b>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
• directe eigendom	30	31	21	21
• via levensverzekerings- polissen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Overige (geldmarkt- en buitenlandse fondsen)</b>	22	27	25	30
<b>Totaal financieel vermogen</b>	1.633	1.768	1.832	1.984
<b>Totaal netto vermogen</b>	874	980	1.022	1.149

<b>Tabel 8: Netto verwervingen door huishoudens (€ miljoen)</b>				
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>Valuta en depositos</b>	20.572	13.267	18.606	14.718
<b>Beleggingsfondsen</b>	205	11	-7.928	-1.514
<b>Totaal financieel vermogen</b>	43.372	23.782	27.194	27.840

## Institutionele marktgegevens<sup>139</sup>

### Fiduciair beheerders 2012 in miljoenen euro



\* Estimated.

<sup>139</sup> De cijfers over de Nederlandse institutionele markt zijn afkomstig van Bureau Bosch / DutchInvestor.

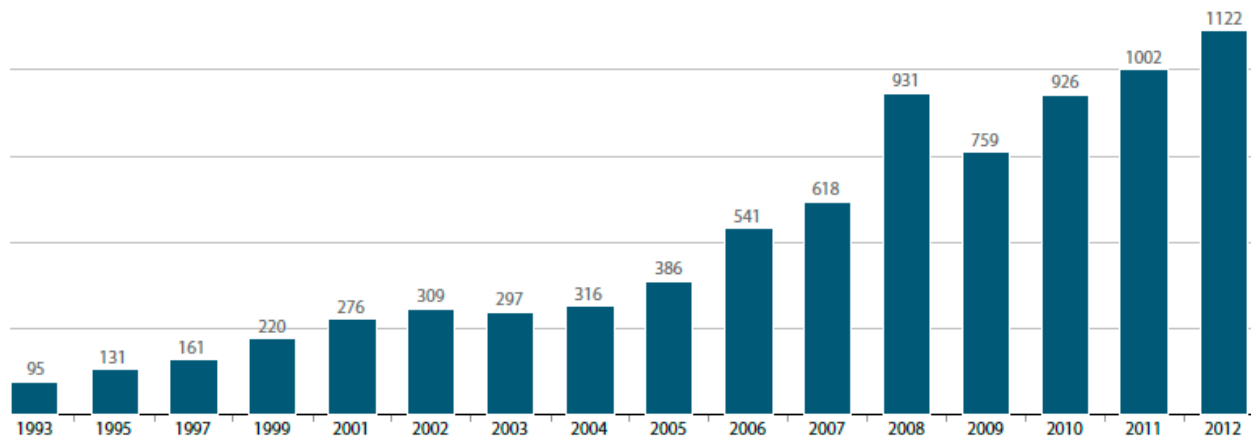
**Grootste fiduciair beheerders en hun fiduciar beheerd vermogen**  
 (2012-2008 in miljoenen euro's)

<b>Fiduciary Manager</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
APG	€ 296	€ 225	€ 238	€ 198	€ 51
PGGM Investments	€ 122	€ 105	€ 90	€ 68	€ 50
MN	€ 69	€ 69	€ 66	€ 56	€ 43
Syntrus Achmea Asset Management	€ 43	€ 43	€ 31	€ 14	€ 15
F&C Netherlands B.V.	€ 37	€ 35	€ 35	€ 15	€ 8
BlackRock	€ 30	€ 30	€ 19	€ 18	€ 16
ING Investment Management	€ 29	€ 26	€ 24	€ 21	NA
Robeco	€ 16	€ 2	€ 5	€ 4	€ 5
SPF Beheer BV	€ 14	€ 14	€ 13	€ 11	€ 5
Blue Sky Group	€ 14	€ 14	€ 12	€ 11	€ 12

Bron: Bureau Bosch / DutchInvestor

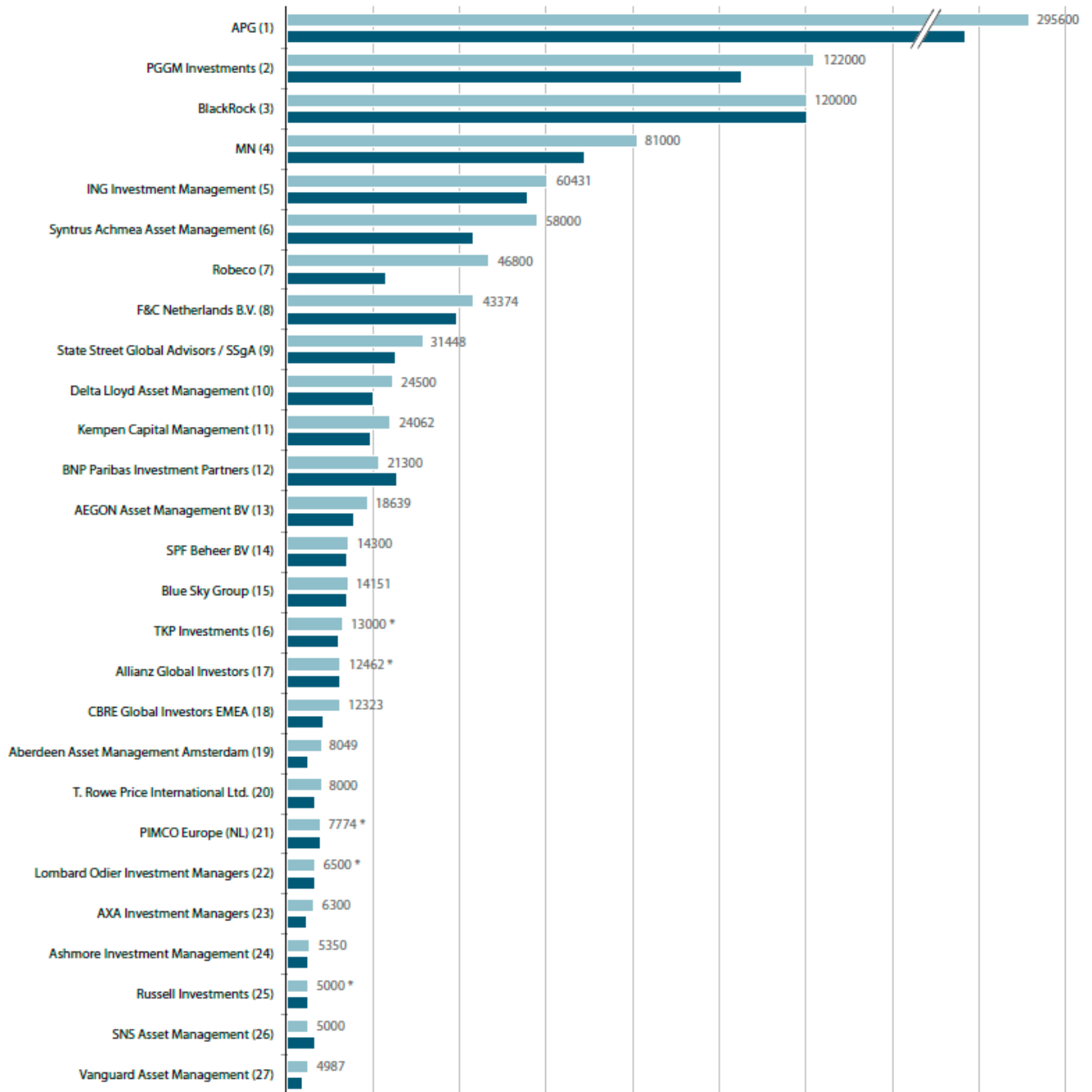
## Extern beheer van Nederlandse pensioengelden

(1993 – Q1 2012 in miljarden euro's, inclusief dubbelstellingen door multi-management)



Bron: Bureau Bosch / DutchInvestor

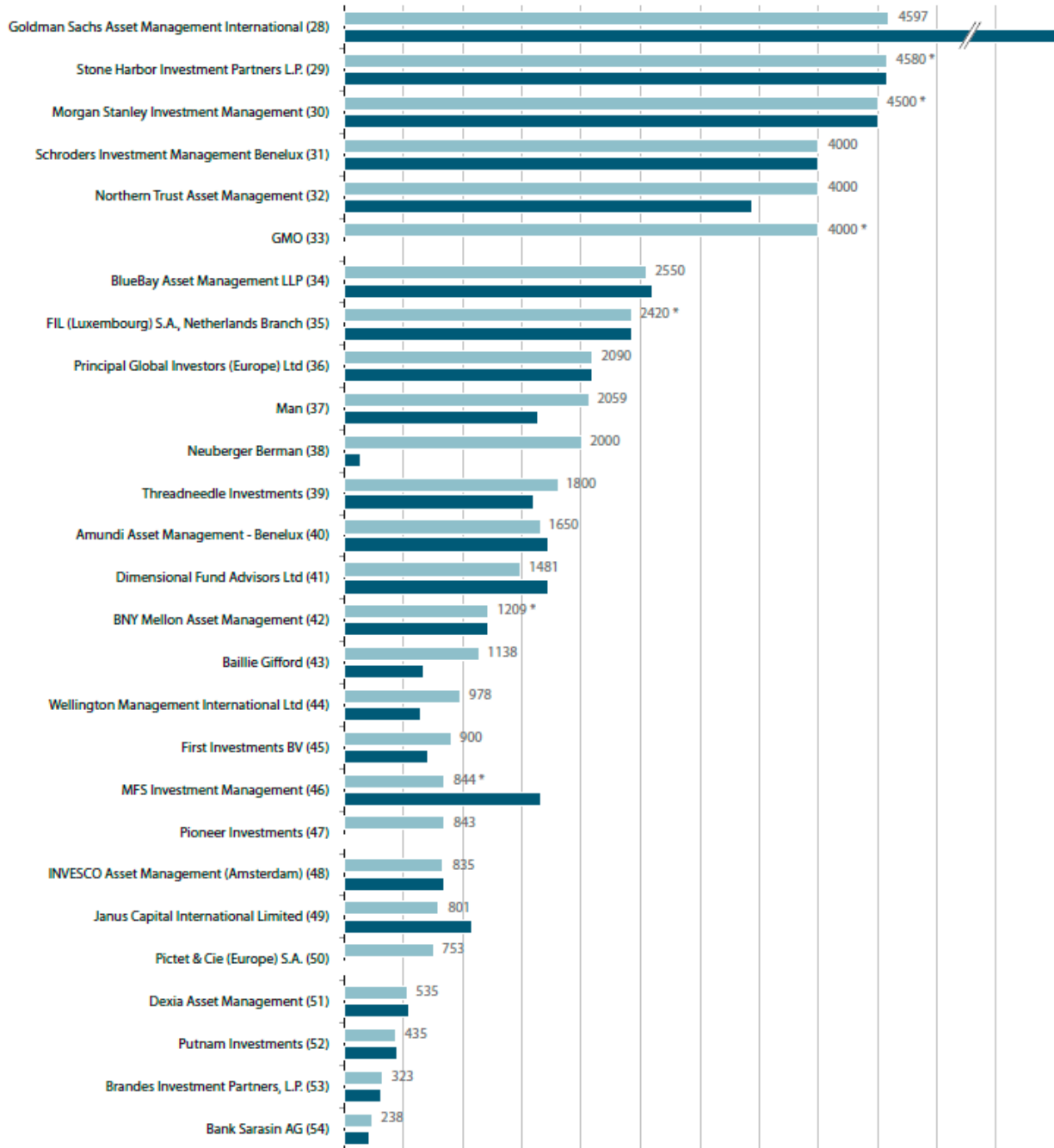
**Extern beheerd Nederlands pensioenfondsvermogen 2012**  
 (direct plus indirect beheerd plus herverzekerd pensioenvermogen, in miljoenen euro's)



\* Estimated.

Bron: Bureau Bosch / DutchInvestor

**Extern beheerd Nederlands pensioenfondsvermogen (vervolg)**  
 (direct plus indirect beheerd plus herverzekerd pensioenvermogen, in miljoenen euro's)



\* Estimated.

Bron: Bureau Bosch / DutchInvestor

