

Jaarverslag

Over het boekjaar van 1 januari 2013 tot en met 31 december 2013

Dutch Fund and Asset Management Association

Inhoudsopgave

Verslag van gebeurtenissen en activiteiten in 2013	5
Prioriteiten van DUFAS	5
- Alternative Investment Fund Managers (AIFM) richtlijn	6
- Beloningsbeleid	7
- Code Vermogensbeheerders	9
- Distributievergoedingen en provisieverbod	10
- Fiduciary Management Principles	12
- Financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT)	12
- Herstel van vertrouwen (Deloitte) en total contribution AM sector (Boer&Croon)	13
- Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)	14
- Shareclasses in Nederland	16
- Total cost of ownership	16
Overige onderwerpen	18
- Bankierseed	18
- Benchmarks en indices	18
- Capital Requirements Directive (CRD IV)	19
- Clustermunitie	21
- Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)	22
- European Long Term Investment Funds (ELTIF)	23
- European Market Infrastructure Regulation (EMIR)	23
- Insurance Mediation Directive (IMD II)	25
- Kosten van toezicht	26
- Packaged Retail Investment Products (PRIPs)	27
- Premie Pensioen Instelling en implementatie IORP richtlijn	27
- Securities settlement & Central Securities Depositories (CSD)	28
- Shadow banking	29
- Systeemrisico bij vermogensbeheerders	29
- Tuchtcollege financiële sector	30
- Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS)	30
- Uitvoeringskosten pensioenfondsen	31
- Verantwoord beleggen	32
- Vermogensscheiding beleggingsinstellingen	33
- Volcker rule	33
- Wijzigingswet financiële markten 2013, 2014 en 2015	34
Kerncijfers Nederlandse vermogensbeheerindustrie	37
Commissies en werkgroepen van DUFAS	51

Verslag van gebeurtenissen en activiteiten in 2013

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 vermogensbeheer.

De onderwerpen die in dit jaarverslag over 2013 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 2013 speelden, en overige onderwerpen. Beide groepen onderwerpen zijn alfabetisch weergegeven en een overzicht is te vinden in de inhoudsopgave van dit jaarverslag.

Algemene opmerkingen

Het vertrouwen van de maatschappij in de financiële sector is mede als gevolg van de kredietcrisis beschadigd geraakt. Dit uit zich in allerlei voorbeelden van doorschietende regulering. Om risico's in de financiële sector voor de toekomst zo veel mogelijk uit te schakelen, lijkt maatregel op maatregel te worden gestapeld. Het gevoel bekruipt velen in onze sector, dat de politiek daarbij niet altijd voldoende acht slaat op de toegevoegde waarde van de nieuwe maatregelen bovenop de vorige.

Dat is misschien wel begrijpelijk – de financiële crisis heeft nogal wat aangericht en de belastingbetaler mocht daar voor opdraaien – maar niet altijd goed voor de Nederlandse economie. Bovendien kosten al die maatregelen geld, dat uiteindelijk door de eindklant wordt betaald. En die eindklant is ook maar een gewone burger, kiezer en belastingbetaler.

In 2013 heeft DUFAS nagedacht over een antwoord op het beschadigde vertrouwen in de financiële sector. Daarvoor hebben BoerCroon en Deloitte onderzoek gedaan naar het imago van vermogensbeheerders. Vervolgstappen zijn gepland. Wij zullen daarom zelf hard moeten werken aan herstel van vertrouwen. Een eerste stap die daartoe gezet is, is de ontwikkeling van een nieuwe Code Vermogensbeheerders 2.0.

Alternative Investment Fund Managers (AIFM) richtlijn

De uitvoeringsverordening [231/2013](#) behorende bij de AIFM richtlijn is in maart 2013 gepubliceerd. De AIFM richtlijn is in de zomer van 2013 tijdig in de Nederlandse wetgeving geïmplementeerd (Stb. 2013, nr. [228](#)), evenals de AMvB behorende bij de implementatiewet (Stb. 2013, nr. [293](#)). Nog even enkele belangrijke punten op een rij:

Ook beleggingsmaatschappijen moeten een bewaarder hebben, al 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. Mede op verzoek van DUFAS is in de wet deze eis ook voor UCITS vervallen.

De AIFM richtlijn kent een lichtere regeling. Ook voor de retailmarkt heeft DUFAS gepleit voor een dergelijk lichter regime – voor zover de richtlijn dit toestaat – 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. Dit is in de Nederlandse wetgeving opgenomen.

In mei 2013 is een DUFAS handreiking verschenen 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. Bij de samenstelling van deze handreiking heeft DUFAS dankbaar gebruik gemaakt van de mogelijkheid tot dialoog die de AFM heeft geboden

In nauwe samenwerking met Ernst & Young heeft daarnaast in april 2013 een DUFAS “Handreiking administratieve organisatie voor *Alternative Investment Fund Managers*” het licht gezien.

De AO/IC beschrijving dient als belangrijk onderdeel van de vergunningaanvraag aan de AFM te worden overlegd om te voldoen aan de verplichting tot een ‘integere en beheerste bedrijfsvoering’. Ook hier gaat de wetgeving uit van ‘principle based’ toezicht met meer eigen verantwoordelijkheid voor de onder toezicht staande financiële instellingen, waarbij als waarborg voor de toezichthouder wordt voorzien in adequate procedures voor vastlegging van alle processen en relaties van die instellingen. 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.

Vooralsnog zijn de door DUFAS samengestelde handreikingen op het gebied van de administratieve organisatie respectievelijk de rol van de vastgoedbewaarder zijn zeer goed ontvangen, zowel door de leden als ook door diverse adviesorganisaties.

Op Europees gebied ontstond er in 2013 nog discussie tussen de Europese Commissie en ESMA over het begrip open-end versus closed-end, zoals neergelegd in het ESMA advies inzake *regulatory technical standards on types of AIFMs*. Een compromistekst is in december gevonden, wat in Nederland

niet tot wijzigingen heeft geleid. ([Delegated Regulation with regard to regulatory technical standards determining types of alternative investment fund managers](#)). Vooralsnog houdt de AFM voor Nederland vast aan de eigen nationale interpretatie zoals die al jaren geldt.

Daarnaast heeft ESMA in augustus 2013 een opinie gepubliceerd over “*arrangements for the late transposition of the AIFMD*” (ESMA/2013/[1072](#)), waarin ESMA zich heeft uitgelaten over enkele cross border problemen door de late implementatie van de AIFMD in sommige lidstaten, zowel wat betreft de marketing notificatie procedure als ook de werking van het paspoort voor de beheerder. Een *host country* die de wetgeving nog niet op orde heeft mag een notificatie onder de AIFMD niet weigeren op grond van het feit dat een en ander nog niet is geïmplementeerd. Daarnaast is ESMA van mening dat een beheerder uit een lidstaat die de AIFMD heeft geïmplementeerd, in staat moet zijn om EU AIFs te beheren op grond van het paspoort. Lokale belemmeringen die niet in lijn zijn met de AIFMD kunnen worden genegeerd. Voor zowel marketing als beheer moet het volgens ESMA niet uitmaken of de diensten grensoverschrijdend worden verricht of vanuit een bijkantoor.

De AFM heeft in verband met de inwerkingtreding van de AIFMD een aantal beleidsregels ingetrokken, waaronder de Beleidsregel ondernemen of beleggen en de Beleidsregel beleggingsinstellingen uit een niet-aangewezen staat.

ESMA heeft door middel van de publicatie van Richtsnoeren betreffende de rapportagevoorschriften getracht meer duidelijkheid te geven ten aanzien van de reeds in de Verordening en richtlijn neergelegde tekst, met name op het gebied van transparantie. Zo wordt gepreciseerd wanneer er moet worden gerapporteerd en welke informatie aan de toezichthouder moet worden verstrekt. Ook heeft ESMA rapportagemodellen gepubliceerd, welke door DNB in de E-line rapportages grotendeels zullen worden gevolgd.

DUFAS heeft veel lobby werk verricht om het verrichten van grensoverschrijdende individueel vermogensbeheer onder een AIFM vergunning toch mogelijk te maken. Recentelijk is in 2014 gebleken dat de Europese Commissie gevoelig is gebleken voor de bezwaren van diverse lidstaten (onder meer het kostenaspect ten aanzien van het opzetten van een separate entiteit), en op haar eerdere standpunt terug is gekomen. De bijbehorende wijziging van de AIFM richtlijn zal worden meegenomen in de teksten van MiFID 2.

Beloningsbeleid

AIFMD beloningsregels

In februari publiceerde ESMA *Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD* (ESMA/2013/[201](#)). De tekst is vrijwel identiek aan de eerdere [CEBS Guidelines on Remuneration policies and practices](#) op basis van de CRD III beloningsregels.

CRD IV beloningsregels

De Raad van Ministers en het Europees Parlement zijn het in maart 2013 eens geworden over

een bonusplafond. Het Europees Parlement wilde de CRD III beloningsregels aanscherpen, maar de Europese Commissie en de Raad van Ministers wilden dat niet.

De uitkomst werd¹ dat de verhouding tussen vaste en variabele beloning maximaal 1:1 mag zijn, maar als bij een quorum van 50% van de aandeelhouders een meerderheid van tenminste 66% (of, bij afwezigheid van het quorum, 75% van de stemmen) dat steunt kan de ratio naar maximaal 1:2. Uitgestelde variabele beloning mag contant gemaakt worden aan de hand van door de European Banking Authority, de gezamenlijke banktoezichthouders in Europa, te maken *guidelines* inzake de toepasselijke discount factor. Deze uitgestelde variabele beloning moet *claw-back-able* and *bail-in-able* zijn. Bij variabele beloning die minimaal 5 jaar is uitgesteld mag de *discount rate* maximaal 25% zijn. De beloningsregels zullen ook gelden voor medewerkers van dochtermaatschappijen buiten de EU en EFTA (IJsland, Noorwegen, Zwitserland en Liechtenstein).

De nieuwe CRD IV regels zullen niet alleen van toepassing zijn op banken, maar ook op beleggingsondernemingen. Vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs zijn er echter weer grotendeels uitgeschreven. Strikt genomen gelden alleen enkele basale kapitaaleisen voor vermogensbeheerders.

UCITS V beloningsregels

In het Europees Parlement werd in 2013 gediscussieerd over beloningsregels in UCITS V die strenger zouden zijn dan die van CRD IV. DUFAS heeft samen met EFAMA gepleit voor een *level playing field* inzake de beloningsregels voor de financiële sector. Verschillen moeten worden gerechtvaardigd door verschillende eigenschappen en risico's (financiële stabiliteit) tussen bijvoorbeeld asset managers en banken. Het Europees Parlement wilde ook de beheerfee aan banden leggen, vooral de *performance fee*. Europees Parlementarier Gauzes (Christendemocraat) heeft voorgesteld 'symmetrie' aan te brengen in de *performance fees*, zodat deze bij *underperformance* precies het tegengestelde zouden doen als zij bij *outperformance* doen. Andere Europees Parlementariërs, zoals Giegold (Groenen), pleitten zelfs voor een verbod van *performance fees*. Begin 2014 bevatte UCITS V geen bonusplafond en geen regels over *performance fees*.

Nederlandse bonuscap

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". Bij iedere gelegenheid die minister Dijsselbloem van Financiën kreeg, bevestigde hij dat er op korte termijn een consultatievoorstel zou komen waarin het 20% bonusplafond zou staan.

In het uiteindelijk in december [geconsulteerde voorstel](#) zat een aantal uitzonderingen op de 20% *bonuscap* (art. 1:122, Wft):

¹ Zie de *Capital Adequacy Regulation* [575/2013](#) en *Capital Adequacy Directive* [2013/36/EU](#), met name recital 46a-50, 58a, 61, 63, en artt. 73, 74, 75(4), 88-91a van de richtlijn en de definitie van 'beleggingsonderneming' en 'instelling' in de verordenig.

- CAO-personeel krijgt een individueel maximum van 20%, maar boven-CAO personeel moet gemiddeld maximaal op 20% uitkomen. Dit geldt ook voor bijkantoren van financiële ondernemingen met zetel buiten Nederland die geen bank of beleggingsonderneming in de zin van CRD IV zijn;
- Personen die hoofdzakelijk buiten Nederland werkzaam zijn krijgen een *bonuscap* op 100% binnen de Europese Economische Ruimte en 200% daarbuiten;
- Bijkantoren in Nederland van banken of beleggingsondernemingen in de zin van CRD IV (dat zijn dus niet individueel vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs) met zetel binnen de EU krijgen de beloningsplafonds van CRD IV;
- Als gedurende 5 jaar > 75% van het personeel buiten Nederland werkt, geldt in plaats van de 20% *bonuscap* een 100% *bonuscap*;
- Er is een uitzondering zonder alternatieve *bonuscap* voor beheerders van AIFs en UCITS, alsmede propriatry traders (art. 1:122, lid 7, Wft);

Code Vermogensbeheerders

DUFAS heeft in 2011 en 2012, mede in reactie op het in de samenleving levende sentiment, zoals o.m. bleek uit het [rapport van de Commissie De Wit](#), het kabinetsstandpunt daarover² en de door de Tweede Kamer aangenomen Motie Braakhuis c.s., hard gewerkt aan de opstelling van een nieuwe gedragscode. De Nederlandse banken hebben in dezelfde periode de Code Banken gepubliceerd. DUFAS en de NVB hebben echter in 2012 en 2013 moeten constateren dat de onderwerpen die zich leenden voor behandeling in een zelfregulerende code, successievelijk allemaal werden opgenomen in wetgeving. Naast de toezichthouders die toezicht houden op de wettelijke verplichtingen, heeft ook het instellen van een Monitoring Commissie in zo'n geval niet veel zin.

DUFAS is daarom tot het inzicht gekomen dat het meer toegevoegde waarde zou hebben een geheel nieuwe Code Vermogensbeheerders op te stellen. Een Code die zich richt op de dienstverlening aan onze klanten, en die onze klantwaarden belichaamt. Geen onderwerpen die al bij wet zijn geregeld. Een Code Vermogensbeheerders zou in begrijpelijke taal vragen moeten beantwoorden als: "Wat mogen klanten van een vermogensbeheerder verwachten?" Daarnaast wilden wij in een preambule meer duidelijk maken over het belang van vermogensbeheer voor de samenleving, en op welke wijze vermogensbeheer zich onderscheidt binnen de financiële sector. De al bestaande DUFAS *Fund Governance Code* en *Fiduciary Management Principles* zullen tevens onderdeel van de nieuwe Code worden gemaakt.

Aan de hand van deze uitgangspunten heeft DUFAS in 2013 met een speciale Projectgroep hard gewerkt aan een nieuwe Code vermogensbeheerders. Deze zal in de loop van 2014 aan de leden worden voorgelegd.

² Kamerstuk 31.980, nr. 16.

Distributievergoedingen en 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.³ 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.

Dit wetsvoorstel werd medio april 2013 in consultatie gebracht. Financiën beperkte het verbod niet tot de retailmarkt zoals in het Verenigd Koninkrijk. In zijn reactie stelde DUFAS voor een uitzondering op het provisieverbod voor beleggingsondernemingen te maken voor vermogensbeheerdiensten en beleggingsadviesdiensten aan 'professionele beleggers'. De reden is dat alleen op die manier institutionele beleggers in Nederland kunnen blijven profiteren van de volumekortingen die zij thans op 'etalagetarieven' van fondsen kunnen bedingen en omdat de concurrentiepositie van in Nederland opererende asset managers ten opzichte van het buitenland dat noodzakelijk maakt. Zonder die uitzondering zouden fondsbeleggingen voor bijvoorbeeld veel Nederlandse pensioenfondsen een stuk duurder uit komen. Het Nederlandse verbod gaat in dit opzicht verder dan het Britse, waar *execution only* er tot op heden niet onder valt.⁴

Er is een overgangperiode van 1 januari 2014 tot en met 31 december 2014 ingebouwd, gedurende welke provisies nog wel mogen worden ontvangen, maar dan ook geheel moeten worden doorgegeven. Al met al heeft het gros van de distributeurs hun fondsbeleggers als gevolg van het hierboven genoemde 'herenakkoord' aan het begin van de overgangperiode in 2014 de beleggers laten overstappen naar *non-rebate*. De meeste Nederlandse fondsaanbieders hebben gebruik gemaakt van de juridische mogelijkheid om nieuw ingestelde *non-rebate share classes*⁵ te laten fuseren met de bestaande *rebate share classes*. Op die manier wordt voor de distributeurs voorkomen dat zij ingewikkelde procedures met hun klanten moeten voeren om toestemming voor de conversie te krijgen. Ook eventuele fiscale consequenties worden met deze methodiek voorkomen.

Over de interpretatie van de overgangsregels heeft DUFAS nog discussies gevoerd met de AFM, die van mening was dat bij een mutatie van een belegger in een bepaald fonds op enig moment tussen 1 januari 2014 en 1 januari 2015, de beleggingen van deze belegger in dat fonds geheel zou moeten worden omgezet naar een provisievrije *share class*. Deze interpretatie is praktisch onuitvoerbaar en buitengewoon kostbaar, maar overigens ook in strijd met het beginsel dat de belegger

³ De inhoud van het 'herenakkoord' is nooit openbaar gemaakt. Zie echter de [Q&A](#) op de AFM website. De tekst van het 'herenakkoord' tussen AFM en de zes betrokken banken (ABN-Amro, BinckBank, ING Bank, Van Lanschot, Rabo, SNS) en de AFM is niet openbaar gemaakt.

⁴ Maar de Britse Financial Conduct Authority (FCA) heeft in zijn [bestuursnotulen](#) van 27 juni 2013, zijn zorgen geuit over de vraag "whether the continuation of commission payments for non-advised retail investment sales created potential risks". In september consulteerde de FCA aanscherping van de provisie-eisen bij platforms ([CPI3/9](#)).

⁵ In april publiceerde de AFM publiceert voorwaarden voor *share classes* bij veel gestelde vragen: [Zijn aandelenklassen in Nederland toegestaan?](#)

toestemming moet geven voor zo'n omzetting. Met steun van Financien is dit pleit beslecht.

Medio juli werd duidelijk dat het ministerie van Financien op het punt van de reikwijdte van het verbod (beperking tot retail) mee zou gaan met de visie van DUFAS voor wat betreft beleggingsfondsen. De reikwijdte van het provisieverbod werd beperkt tot niet-professionele beleggers. Financien onderkent daarmee dat professionele beleggers en in aanmerking komende tegenpartijen voor wat betreft provisies beschikken over voldoende kennis (of de mogelijkheid om deze kennis in te huren) en vanwege het volume van hun transacties in staat zijn om effectief tegengewicht te bieden aan beleggingsondernemingen. Voor het verlenen van beleggingsdiensten of nevendiensten aan professionele beleggers blijven dus de bestaande MiFID I provisieregels van toepassing.

Financiële dienstverleners die activiteiten onder het Nationaal Regime uitoefenen⁶ (beleggingsdienstverlening met betrekking tot AIFs of UCITS in combinatie met een complex product of een hypothecair krediet) zijn 'verhuist' van het provisieverbod voor financiële dienstverleners,⁷ naar het provisieverbod voor beleggingsondernemingen. Voor deze groep geldt overigens – zoals dat ook het geval was onder artikel 86b, Bgfo – ook eerbiedigende werking.

Problematiek unit linked producten.

Voor de verzekeringsmarkt speelt in deze een lastig probleem. Voor het *unit linked* bedrijf is voor de prijsstelling van deze producten rekening gehouden met het ontvangen van *rebates* van fondsbeheerders. Deze *rebates* aan verzekeraars vallen formeel niet onder het nieuwe provisieverbod bij beleggingsfondsen. Het provisieverbod geldt voor banken, beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen, en niet voor verzekeraars.

Aangezien het bij *unit-linked* om langlopende contracten gaat die niet eenzijdig door de verzekeraars kunnen worden aangepast, wordt naarstig gezocht naar goede oplossingen. Verzekeraars hebben in veel gevallen al grote schadeposten opgelopen als gevolg van compensaties die uit hoofde van woekerpolissen zijn betaald. Het verlies van distributievergoedingen zou opnieuw een gevoelige klap betekenen voor de solvabiliteit van het levensverzekeringsbedrijf.

Los van het reputatierisico dat ook af zou kunnen stralen op fondsbeheerders die distributievergoedingen blijven betalen, leidt dit tot *inefficiency* en extra kosten van bedrijfsvoering voor fondsbeheerders als er naast de *non-rebate share class*, een (kleine) *rebate share class* in stand moet worden gehouden voor nog een lange reeks van jaren.

Er wordt gezocht naar een bevredigende oplossing in overleg met het Verbond van Verzekeraars en met het Ministerie van Financien.

⁶ Art. 11, lid 1 en 2, en art. 35a, Vrijstellingsregeling Wft.

⁷ Art. 86c, lid 3, Bgfo.

Fiduciary Management Principles

Op 13 november 2008 zijn de [Principles voor Fiduciair Beheer](#) geïntroduceerd door DUFAS. Deze *Principles* zijn opgesteld in onderlinge consultatie tussen fiduciair managers onder de DUFAS leden, als ook belanghebbende externe partijen als pensioenfondsen en 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 december 2013 was de evaluatie en aanpassing aan de actualiteit van deze *Principles* rijp voor overleg met andere *stakeholders*. In 2014 moeten verdere besprekingen met de toezichthouder en pensioenfondsen leiden tot een geactualiseerde versie.

Financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT)

De Europese Commissie stelde in 2011 voor om vanaf 2014 op elke transactie in financiële instrumenten door een financiële instelling 0,1% belasting te heffen en op elke derivatentransactie 0,01%. Elke Europese financiële instelling die binnen de EU gevestigd is en partij is bij zo'n transactie moet die FTT afdragen, ongeacht waar de wederpartij zich bevindt. In de herfst van 2012 bleek er in de Europese Raad van Ministers geen meerderheid te vinden voor de FTT, zoals die door de Commissie in 2011 was voorgesteld.

Nieuw voorstel Commissie

Het nieuwe [Commissievoorstel](#) van februari 2013, dat werd gemaakt ter bespreking in de groep van 11 landen die een FTT wilde invoeren, 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. Dat Nederland niet deelneemt aan de onderhandelingen van de 11 Lidstaten was 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.

Het nieuwe voorstel kent geen vrijstellingen meer. Ook derivaten transacties, *securities lending* en (*reverse*) *repurchase agreements* vallen eronder. De FTT wordt geheven over transacties in alle financiële instrumenten die genoteerd zijn aan een gereguleerde markt in de FTT-zone (*issuance principle*). De FTT wordt geheven indien tenminste een van de erbij betrokken financiële instellingen zetel heeft in de FTT-zone (*residence principle*). Elke financiële transactie in financiële instrumenten wordt aan weerszijden van de transactie met 0,1% belast. De reikwijdte is financiële transacties die worden uitgevoerd door financiële instellingen die partij zijn bij zo'n transactie voor eigen rekening of ten behoeve van een derde. Het is onduidelijk of het cascade-effect, waardoor elke partij in een transactieketen wordt belast, ook verwijderd is.⁸

⁸ Artikel 10(2) zegt: "Where a financial institution acts in the name or for the account of another Financial

DUFAS pleit er voor dat als zo'n FTT wordt ingevoerd, beleggingsinstellingen zouden moeten worden uitgezonderd, omdat beleggers daarin anders dubbel zouden worden getroffen. In het nieuwe Commissievoorstel lijkt het cascade-effect gematigd te zijn (maar dat is niet helemaal duidelijk) en aankoop van deelnemingsrechten in fondsen is vrijgesteld, maar verkoop niet. DUFAS concentreert zijn inspanningen op die twee issues. DUFAS participeert in de EFAMA Working Group FTT niet alleen vanwege de fiscaal-technische aspecten, maar ook om te helpen deze werkgroep strategische richting te geven.

Duitse verkiezingen

Gedurende de euro-crisis heeft de Duitse sociaaldemocratische SPD de CDU/CSU-FDP regering gedwongen zich – *contre coeur* – voorstander te verklaren van een FTT, in ruil voor steun van de sociaaldemocraten aan het euro-beleid van de CDU/CSU-FDP coalitie. Vanaf begin 2013 werd vrij algemeen verwacht dat de besprekingen in Brussel over de FTT pas zouden versnellen na de Duitse verkiezingen van september 2013. Na die verkiezingen is de christendemocratische CDU/CSU van mevrouw Merkel in december gaan regeren met de sociaaldemocratische SPD, zodat de kans dat er een FTT komt groter wordt. Maar de inhoud van de belasting blijft onzeker.⁹

Frankrijk

In Frankrijk is onze zusterorganisatie AFG van mening dat vrijwel iedereen ervan overtuigd is dat de FTT het model moet volgen van de Italiaans/Frans/Britse stamp duty. De Franse delegatie heeft naar verluid in Brussel al wel duidelijk gemaakt dat zij er voorstander van zijn dat alleen het *issuance principle* gaat gelden en het *residence principle* wordt geschrapt. Dit om daarmee de extraterritoriale effecten te verwijderen waar het Verenigd Koninkrijk en Luxemburg een procedure over hebben aangespannen. Maar vooral de kleinere lidstaten in de FTT groep maken groot bezwaar tegen het laten varen van het *residence principle*, want als dat gebeurt zouden zij netto betalende worden van FTT aan de landen met grote financiële markten, zoals Frankrijk en Duitsland.

Steeds meer waarnemers, waaronder ook de Nederlandse Permanente Vertegenwoordiging in Brussel, schatten in dat het eindresultaat een FTT zal zijn die erg veel gaat lijken op de Franse FTT.

Herstel van vertrouwen (Deloitte) en betekenis AM sector (Boer&Croon)

Een van de belangrijkste projecten waar DUFAS in 2013 aan heeft gewerkt, is het zoeken naar de

institution only that other financial institution shall be liable to pay FTT.”

⁹ In het Duitse coalitieakkoord is overeengekomen dat er een FTT met brede grondslag en laag tarief moet komen, voor een zo breed mogelijk pallet aan financiële instrumenten, maar niet op nationaal niveau, alleen op Europees niveau. Ontwijkgedrag moet worden vermeden en negatieve gevolgen op pensioenen, kleine spaarders en de economie vermeden moeten worden. In de formulering zitten heel veel elementen van het Europese voorstel (dat was een wens van de SPD), maar tegelijkertijd de randvoorwaarden uit CDU/CSU -hoek. Het lijkt dus een *agreement to disagree*, en veel zal van de uitwerking afhangen. De tekst is te vinden op de website van de [CDU/CSU](#) en de [SPD](#).

juiste weg om het vertrouwen van de samenleving in de vermogensbeheersector te herstellen. In opdracht van DUFAS heeft Deloitte in 2013 een onderzoek gedaan naar het herstel van het vertrouwen van de samenleving in de financiële sector, meer in het bijzonder in vermogensbeheerders. De belangrijkste bevindingen zijn:

- onvoldoende zelfreflectie van de sector (“wij doen het goed, want de klanten lopen niet weg”)
- vermogensbeheerders beloven meer dan zij waarmaken (performance)
- geruchtmakende (aanhoudende) incidenten m.b.t. veronachtzaamde klantbelangen (‘klantbelang centraal’ stellen)
- onduidelijke proposities (onduidelijkheid over wat producten en diensten precies kunnen bieden, wekt onrealistische en verkeerde verwachtingen bij klanten)
- onduidelijke communicatie over meer realistische verwachtingen van producten en diensten.

BoerCroon heeft een onderzoek gedaan naar het belang van de Nederlandse vermogensbeheersector. Naast een analyse van waardeoordelen die er onder stakeholders leven over de vermogensbeheersector, is daarbij ook gekeken naar de betekenis en het belang van de vermogensbeheersector voor de BV Nederland. De waardeoordelen die dit BoerCroon onderzoek over de vermogensbeheersector opleverde, zijn identiek aan de hierboven opgesomde bevindingen uit het Deloitte onderzoek. Deze beide rapportages wijzen de weg naar een pad van verandering voor de vermogensbeheersector in Nederland om herstel van vertrouwen in de samenleving te bewerkstelligen.

De eindconclusies zijn in de bestuursvergadering van september besproken. Tevens zijn hieraan separate brainstormsessies door het bestuur gewijd. De einduitkomsten van deze beide rapportages zijn uitvoerig aan de orde geweest in een ledenbijeenkomst, die werd gehouden in april 2014. Het inslaan van een nieuwe weg, te beginnen met een Code Vermogensbeheerders 2.0, werd unaniem door de leden onderschreven. De kenmerken van en de wijze waarop vermogensbeheerders zich in positieve zin onderscheiden binnen de financiële dienstverlening, zal duidelijk kenbaar moeten worden gemaakt aan de samenleving.

De rapportages van BoerCroon en Deloitte zullen als uitgangspunt worden gebruikt voor verdere acties die door het DUFAS bestuur in gang zijn gezet in 2014.

Markets in Financial Instruments Directive (MiFID II)

De *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID) is in 2013 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 richtlijnbepalingen 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.

Begin 2014 is de definitieve tekst bekend geworden van de MiFID II en de bijbehorende verordening (MiFIR). De belangrijkste uitkomsten worden hieronder vermeld.

Buitenbeurshandel

De Europese Commissie wil de buitenbeurshandel (OTC trading) zoveel mogelijk reguleren. Daarom worden behalve gereguleerde markten twee andere typen handelsplatforms gereguleerd: OTF en SI. Het verschil tussen een *multilateral trading facility* (MTF) en een *organised trading facility* (OTF) is dat de OTF discretionaire bevoegdheid heeft met betrekking tot uitvoering van transacties en toegang tot het systeem, en een MTF niet. Het verschil tussen OTFs en *systematic internalisers* (SI) is dat een OTF geen cliëntenorders op eigen boek mag afhandelen en een SI wel. OTFs omvatten dus onder *meer broker crossing systems*.

Beleggersbescherming

- De beleggingsadviseur moet de cliënt vertellen in hoeverre hij onafhankelijk adviseert en of het advies gebaseerd is op een brede of beperkte analyse van beschikbare producten. Als het een onafhankelijk advies betreft, moet de adviseur een eventuele vergoeding van derden doorgeven aan de klant. Dat is ook het geval bij individueel vermogensbeheer. Ondanks pogingen van sommige Lidstaten en Europees Parlementariërs om te komen tot een algeheel provisieverbod, is dit voorstel van de Commissie intact gebleven. Maar EU-Lidstaten hebben wel de ruimte om verdergaande regels te maken.
- De kostentransparantie wordt uitgebreid met een verplichte 'total cost of investment' in de vorm van een getal in euro's.
- ESMA krijgt de bevoegdheid om, onder voorwaarden, tijdelijk de marketing, distributie of verkoop van bepaalde producten of diensten te verbieden of te beperken.
- Niet alle UCITS zijn als categorie non-complex, waardoor de distributeur/aanbieder moet toetsen of de *execution-only* klant bepaalde kennis en ervaring heeft die nodig is om complexe UCITS ze te mogen kopen.
- Zowel handelsplatforms (*organised trading facilities*, OTFs) als bewaarders van financiële instrumenten worden vergunningplichtig, omdat dit niet langer nevendiensten zijn maar volwaardige beleggingsdiensten. Actieve beleggersgiro's waren al vergunningplichtige beleggingsondernemingen (omdat zij de mogelijkheid bieden tot aan en verkoop van financiële instrumenten). Lijdelijke beleggersgiro's, die tot nu toe geen vergunning nodig hadden, omdat ze alleen maar stukken bewaarden en administreerden, worden ook vergunningplichtig.
- Als men van buiten de EU diensten wil verlenen aan niet-professionele beleggers moet men een bijkantoor in de EU oprichten. Dat bijkantoor is vergunningplichtig en krijgt een Europees paspoort. Overigens is hier een *initiative test* van toepassing: als de Nederlandse belegger het initiatief neemt om diensten af te nemen van een beleggingsonderneming van buiten de EU, dan geldt de registratieplicht etc. niet.

Financiële markten

- *Algorithmic trading* wordt aan regels gebonden. DUFAS is van mening dat *best execution* algoritmen uitgezonderd moeten worden van een aantal regels, die bij uitstek gemaakt zijn voor algoritmen die handelsbeslissingen nemen.

- Gereguleerde markten moeten systemen hebben waardoor de verhouding van onuitgevoerde orders tot transacties die ingevoerd kunnen worden gelimiteerd kan worden en gereguleerde markten moeten de orderstroom ook kunnen afremmen.
- De *pre- en post-trade* transparantie eisen worden uitgebreid van aandelen naar alle andere instrumenten, dus niet alleen obligaties, maar ook derivaten. Wel worden de regels aangepast aan de aard van het instrument. Het regime voor aandelen en obligaties verschilt van elkaar. Deze verplichtingen gaan ook gelden voor andere handelsplatformen dan gereguleerde markten. De uitzondering voor *large-in-scale* transacties blijft bestaan en wordt geharmoniseerd, maar tevens ingeperkt.
- De verplichting van transactierapportage aan de toezichthouder wordt uitgebreid naar alle financiële instrumenten op alle handelsplatformen en ook alle financiële instrumenten die correleren met de waarde daarvan. Tevens komt er een geharmoniseerd rapportage-format.

Shareclasses in Nederland

De interpretatie van de AFM aangaande toegestane shareclasses versus het internationaal speelveld is in aanwezigheid van het Ministerie van Financiën besproken. Voornaamste bezwaar van de AFM is gelegen in het ontbreken van een vermogensscheiding op shareclass niveau, ook al zou dat in de meeste gevallen slechts theoretisch tot problemen leiden. DUFAS is van mening dat dit argument voor een aantal aandelenklassen niet stand houdt. Nader overleg hierover is gaande.

Total cost of ownership (TCO)

DUFAS draagt kostentransparantie van financiële dienstverlening hoog in het vaandel! Uitgangspunt voor betere onderlinge vergelijkbaarheid van beleggingsproducten op het gebied van kosten, is naar de mening van DUFAS daarvoor aan te kunnen knopen bij bestaande wettelijke regelingen op het gebied van kostentransparantie. Het grote aanbod van de verschillende beleggingsproducten op de Nederlandse markt, is sterk internationaal georiënteerd. Vele beleggingsproducten worden door uiteenlopende buitenlandse aanbieders op basis van een Europees paspoort op de Nederlandse markt gebracht. Voor het verkrijgen van een compleet TCO overzicht van zowel Nederlandse als buitenlandse producten op de Nederlandse markt, is het naar mening van DUFAS daarom noodzakelijk uit te gaan van bestaande Europese voorschriften. Alleen dan kan een gelijk speelveld worden gecreëerd tussen Nederlandse en buitenlandse aanbieders enerzijds, en de verschillende beleggingsproducten anderzijds. Bij dit laatste is onder meer te denken aan onderlinge verschillen tussen beleggingsproducten aan de aanbodzijde, zoals die bestaan tussen o.m. beleggingsfondsen, unit-linked beleggingspolissen, levensverzekeringen, en structured products. Deze producten kunnen weliswaar allemaal dienen voor vermogensopbouw en –vorming, maar vallen ieder voor zich onder aparte (Europese) regelgeving. De gemeenschappelijke regels op het gebied van kostentransparantie tussen die verschillende beleggingsproducten zullen als vertrekpunt moeten worden genomen om een gelijk speelveld op TCO gebied te kunnen bereiken.

In een overleg tussen DUFAS, Financiën, de NVB en de AFM in juni 2013 werd duidelijk dat Financiën van mening is dat MiFID geen ruimte geeft voor aanvullende nationale regels inzake

kostentransparantie. De AIFMD doet dat wel, maar alleen in de sfeer van de *retail* markt. De UCITS IV richtlijn geeft alleen ruimte voor meer transparantie van kosten bij de beheerder, niet het fonds. Voor UCITS zijn de relevante regels verzameld in de KIID, voor MiFID staan zij verspreid in die richtlijn, c.q. de Wft en onderliggende regelingen.

In augustus consulteerde de Britse IMA wijzigingen in hun *Statement of Recommended Practice (SORP)* voor jaarverslagen van fondsen. Hierin hebben zij een ex post berekening voor *Total Costs of Ownership* opgenomen die DUFAS bestudeert. De gesprekken met de AFM over de ontwikkeling van een TCO lopen gestaag door. Voor het aandeel van de beleggingsfondsen daarin, vormt de in de KIID opgenomen kostenparagraaf daarvoor de basis. Nieuw in 2014 is dat ook de Europese regelgever dit onderwerp op de agenda heeft gezet en daarvoor aanvullende regels zijn opgenomen in MiFID II en de PRIIPS (Packaged Retail Investment Products) richtlijn. Daarmee wordt de weg vrijgemaakt naar een TCO op Europees niveau, voor de verschillende aanbieders van beleggingsproducten (banken, fondsbeheerders en verzekeraars).

Overige onderwerpen

Bankierseed en tuchtrecht

De Wijzigingswet financiële markten 2013, die de 'bankierseed' in de wet zette, werd op 21 december 2012 gepubliceerd en trad in werking op 1 januari 2013.¹⁰ De standaardtekst voor de eed of belofte werd op de dag voor Kerstmis gepubliceerd.¹¹ Eind november 2012 liet de nieuwe minister van Financiën, Jeroen Dijsselbloem echter al 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.¹²

In juni [deelde de Nederlandse Vereniging van Banken mede](#) dat de Code Banken wordt vernieuwd en wordt uitgebreid met een eed en tuchtrecht voor een ruimere kring van personen dan de wettelijke 'bankierseed'. De achterliggende reden hiervoor is dat medewerkers die nooit klantcontact hebben, in de praktijk ook heel weinig kans lopen op de bankierseed (tuchtrechtelijk) aangesproken te worden.

De Minister van Financiën heeft in de [consultatie](#) van de Wijzigingswet financiële markten 2015 voorgesteld om de verplichte eed of belofte uitbreiden naar "medewerkers met personen die werkzaam zijn bij een bank of verzekeraar en daar verantwoordelijk zijn voor transacties die, vanwege daaraan verbonden financiële risico's, het risicoprofiel van de financiële onderneming wezenlijk beïnvloeden of kunnen beïnvloeden" en "medewerkers die zich rechtstreeks bezighouden met het verlenen van financiële diensten".

DUFAS is daarna in gesprek gegaan met de NVB om samen te werken aan het opzetten van een systeem van eed en tucht dat gezamenlijk zou kunnen worden vormgegeven. DUFAS ziet een mogelijke rol voor het *Dutch Securities Institute* (DSI).

Benchmarks en indices

Als gevolg van het LIBOR schandaal en vermeende manipulaties, ook van EURIBOR en TIBOR, heeft de Europese Commissie voorgesteld om de Marktmisbruikrichtlijn aan te passen en manipulatie daarvan met straf te bedreigen. In september 2012 lanceerde de Europese Commissie een [consultatie](#) 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. Een [samenvatting](#) door de Europese Commissie van de bijdragen aan de consultatie is in februari 2013 gepubliceerd.

Ook ESMA, EBSA en EIOPA hebben door een [gezamenlijke brief](#) hun mening gegeven. Zij stellen

¹⁰ [Stb. 2012, nr. 678](#) en [Stb. 2012, nr. 693](#).

¹¹ [Stcrt. 2012, nr. 26874](#).

¹² Kamerstuk [33.236, nr. 13](#).

dat regelgeving gericht moet zijn op *providers* maar alle stadia moeten bestrijken van datalevering tot het gebruik van indices, maar dat de reikwijdte vooral moest zijn *reporting panels* zoals *interbank reference rates*, terwijl uitbreiding naar andere ontwerpen van indices afhankelijk moet zijn van het risico dat de activiteiten meebrengen. Dit mondde in juni van 2013 uit tot de publicatie van gezamenlijke uitgangspunten van ESMA en EBA in de [principles for benchmark setting process in the EU](#). Ook IOSCO liet zich hierover uit.

In september is door de Europese Commissie het voorstel voor een verordening inzake indices die worden gebruikt als [benchmarks](#) gepubliceerd. De reikwijdte van het voorstel is zeer ruim. DUFAS en EFAMA zijn van mening dat indices die slechts worden gebruikt om de performance te meten (en dus geen relatie hebben met de waardebepaling van een financieel instrument) niet onder de reikwijdte van de verordening zouden moeten vallen. Daarnaast zal ook de definitie van benchmark aanpassing behoeven. In de huidige concepttekst vallen ook alle *customized benchmarks* onder de definitie.

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

De besluitvorming over deze richtlijn zal naar het nieuwe Europees Parlement worden overgeheveld, dat in mei 2014 wordt gekozen.

Capital Requirements Directive (CRD IV)

De [Capital Requirements Directive IV](#) (CRD IV) is een aanzienlijke wijziging van de [CRD III](#) en de [Capital Adequacy Directive](#) (CAD). Voor individueel vermogensbeheerders zijn de wijzigingen echter minder ingrijpend dan voor banken.

Het verslagjaar 2013 stond voor DUFAS in het teken van de implementatie van CRD IV. DUFAS heeft daartoe gesprekken gevoerd met DNB, bijeenkomsten bijgewoond over de implementatie door DNB en gereageerd op consultaties van wetsvoorstellen.

De CRD IV richtlijn wordt in Nederland geïmplementeerd in twee verschillende wetsvoorstellen, namelijk het [wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2014](#) (hierin is de systeemrelevantiebuffer opgenomen, die echter niet voor Nederlandse beleggingsondernemingen zal gaan gelden) en de [Nederlandse Implementatiewet richtlijn kapitaalvereisten](#). Daarnaast zullen de bepalingen van de Verordening ([CRR](#)) rechtstreeks werken. Beide voorstellen zijn geconsulteerd voordat de definitieve tekst van CRD IV bekend werd. Minister Dijsselbloem stuurde het wetsvoorstel Implementatie CRD IV pas in januari 2014 naar de Tweede Kamer.

In het kader van de kapitaaleisen zijn de voor beleggingsondernemingen belangrijkste bepalingen uit de Verordening de artt. 87, 90, 91 en 92. De verordening beperkt in zijn definities (art. 4(8))

de reikwijdte met betrekking tot beleggingsondernemingen, zodat onder meer individueel vermogensbeheerders en beleggingsadviseurs er niet onder vallen (tenzij zij dochteronderneming zijn van een bank).¹³ Maar tegelijkertijd eist datzelfde artikel 90, lid 2 van de verordening dat vermogensbeheerders hun *Total risk exposure amount* berekenen en op basis daarvan kapitaal aanhouden.

Naast het *initial capital* vereiste (minimumeis die niet veranderd is ten opzichte van CRD III) geldt een *own funds* eis, waarbij voor vermogensbeheerders geldt dat de (uit CRD III stammende) *fixed overhead*-berekening bepalend is. Alleen op EU niveau en lidstaat-niveau moeten vermogensbeheerders voldoen aan het *own funds*-vereiste, op lagere consolidatieniveau's niet. De kapitaalseis van CRD III is daarmee op het eerste gezicht nauwelijks gewijzigd. Maar CRD IV scherpt de definitie van 'kapitaal' aan en de laagste categorie aanvangskapitaal van € 50.000,- (*initial own funds*, art 28, richtlijn) gaat verdwijnen. Het aanvangskapitaal voor de kleinste beleggingsondernemingen wordt minimaal € 125.000,-.

Lidstaten mogen kleine en middelgrote ondernemingen (SMEs) vrijstellen van de *capital conservation buffer* (art 123, lid 1a, richtlijn) en de *countercyclical capital buffer* (art. 124, richtlijn). Dat zal de Nederlandse wetgever ook doen. SMEs worden gewoonlijk in Europese regelgeving gedefinieerd als ondernemingen die minder dan 250 medewerkers hebben, en een omzet van minder dan € 50 miljoen óf een balanstotaal van minder dan € 43 miljoen.¹⁴ Sedert 2005 is dit ook de definitie die de Nederlandse overheid hanteert voor het midden- en kleinbedrijf (MKB). Er is ook een systeemrelevantiebuffer, maar die zal volgens DNB niet gaan gelden voor vermogensbeheerders die geen onderdeel uitmaken van een grotere financiële groep of financieel conglomeraat.

Op verzoek van DNB en het Verenigd Koninkrijk is de *review clause* van art. 480 in de Verordening gekomen. DNB is namelijk van mening dat, vanwege de vermogensscheiding sommige eisen niet noodzakelijk zijn voor alle beleggingsondernemingen. Anderzijds lijkt het er volgens DNB op dat die vermogensscheiding niet overal in Europa even stevig is.

Belangrijke bepalingen uit de richtlijn zijn ook de artt. 86, 86a en 118-132. Art. 86 gaat over de verantwoordelijkheid van het bestuur (lid 1), het *nomination committee* dat "significant institutions"¹⁵ moeten hebben (lid 2) en beleid met betrekking tot het geslacht van aan te stellen bestuurders (lid 2, sub a). De andere bepalingen gaan over aan te houden buffers. Daarnaast komt er ook een *country-by-country reporting* verplichting (art 86a, richtlijn) voor "(a) name(s) nature of activities and geographical location, (b) turnover, (c) number of employees on a full time equivalent basis, (d) profit or loss before tax, (e) tax on profit or loss, (f) public subsidies received." De term 'turnover' behoeft nadere uitleg voor banken en beleggingsondernemingen, maar de richtlijn voorziet niet in een level II tekst daarover. Een soortgelijke *country-by-country reporting* verplichting zit

¹³ DNB publiceerde op 12 december [Q&A over reikwijdte CRD IV kapitaalseisen](#) met betrekking tot beleggingsondernemingen.

¹⁴ Over de berekeningsmethode geeft de Europese Commissie [hier](#) guidance.

¹⁵ Als CRD IV spreekt van 'credit institutions' dan worden banken bedoeld (art 4(1), verordening), spreekt de richtlijn van 'institutions' dan gaat het ook over beleggingsondernemingen (art 4(4), verordening). Art 4(1) van de richtlijn verwijst naar deze definities.

voor de ‘*extractive industry*’ (=olie, gas, mijnbouw, bosbouw, etc.) ook in de [voorstellen voor aanpassing](#) van de jaarrekeningrichtlijn en de transparantierichtlijn.

In oktober heeft DNB tweemaal een seminar gehouden over CRD IV voor beleggingsondernemingen.¹⁶ Daaruit is gebleken dat de volgens DNB belangrijkste uitdagingen van CRD IV voor vermogensbeheerders de rapportages zijn. Dit omdat Nederland traditioneel altijd minder heeft gevraagd van zijn instellingen dan andere Europese landen. Dat gaat in de nieuwe rapportagestandaarden (COREP) nu veranderen.

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. Het wettelijk verbod om te beleggen in clustermunitiefabrikanten dat door het [Wijzigingsbesluit financiële markten 2013](#) is geïntroduceerd, trad op 1 januari 2013 in werking. Tot 1 april 2013 kon de AFM nog geen boete opleggen voor overtreding van art. 21a Besluit Marktmisbruik.¹⁷ Verboden beleggingen 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”.¹⁸

Ter voorbereiding van de implementatie van het verbod had de AFM eind december 2012 een aantal grote asset managers, banken en pensioenfondsen bij elkaar geroepen om aan de hand 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 zouden er veel meer ondernemingen op zo’n lijst terecht kunnen komen dan het wettelijk verbod vereist.

DUFAS heeft zich uitgesproken tegen openbaarmaking van een indicatieve lijst, omdat deze het effect van een uitsluitingslijst zal hebben, waar men niet meer zelf over nadenkt, en omdat het voor Europa breed opererende vermogensbeheerders ondoenlijk is om rekening te houden met elke op nationaal niveau in de verschillende Europese landen opgestelde lijsten.

Tijdens een vervolgbijeenkomst, georganiseerd door de AFM in september 2013¹⁹ heeft DUFAS een alternatief voor een lijst voorgesteld. De AFM zou nadere *guidance* door de AFM op zijn website kunnen plaatsen aangaande de betekenis van bepaalde termen in het wettelijke verbod en

¹⁶ Alle voorlichting door DNB is te vinden op de [CRD IV Academy](#).

¹⁷ Art. VI, onderdeel B, sub 7, juncto art. X sub a van het Wijzigingsbesluit financiële markten 2013.

¹⁸ Zie p. 104 van de Nota van Toelichting.

¹⁹ Aanwezig waren ABN-Amro, Achmea, APG, Delta Lloyd, F&C, ING bank, ING verzekeringen, MN Services, PGGM, Rabo bank, Robeco, DUFAS, Eumedion, de Pensioenfederatie, het Verbond van Verzekeraars, de Nederlandse Vereniging van Banken en Sustainalytics.

nadere procedure-afspraken. Procedure-afspraken betreffen dan dat – bij vermeend vergrijp – AFM en instelling overleggen over de vraag of de munitie kwalificeert als cluster munitie en de onderneming waarin belegd wordt kwalificeert als fabrikant daarvan, en in een voorkomend geval de belegger vervolgens conform de wet het instrument ‘binnen redelijke termijn’ (in aanmerking nemende de liquiditeit van het instrument) van de hand doet. Dit alles zonder publiciteit. Er volgt pas publiciteit indien niet binnen redelijke termijn is geliquideerd. Dat laatste zou worden beboet.

De AFM heeft in december besloten toch een nieuwe ‘indicatieve lijst’ samen te stellen, aan de hand van informatie die aan de AFM door Sustainalytics werd verstrekt. De AFM vond echter dat de lijst door ‘de sector’ verspreid zou moeten worden, wat DUFAS, Eumedion, de Nederlandse Vereniging van Banken, de Pensioenfederatie en DUFAS hebben geweigerd.

Eind december 2013 publiceerde de AFM een [nieuwe lijst vragen en antwoorden](#), waar DUFAS in samenspraak met Eumedion uitvoerig aan heeft bijgedragen.

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) gaan voldoen aan strenge rapportage-eisen inzake hun eventuele Amerikaanse cliënten, op straffe van 30% belasting over het rendement op Amerikaanse beleggingen van die instelling en op de bruto inkomsten uit verkoop van activa.

Nederland heeft voor de toepassing van FATCA een *Intergovernmental Agreement* (IGA) met de Amerikaanse autoriteiten gesloten. De overeenkomst houdt onder meer in, dat de *foreign financial institution* in het land waar de overheid een IGA heeft gesloten, geen individuele overeenkomst met de IRS in Amerika behoeft te sluiten, maar zich slechts moet registreren bij de IRS. De gegevensuitwisseling over *US persons* kan dan via de Belastingdienst lopen, ook de persoonsgegevens van de zgn. *recalcitrant account holders* (“RAHs”). Inhouding van bronbelasting op betalingen aan RAHs kan achterwege blijven en de rekeningen van de RAHs behoeven niet te worden gesloten. Kortom, het sluiten van een IGA betekent een aanzienlijke lastenverlichting voor het bedrijfsleven. De tekst van de IGA is voor alle landen hetzelfde. Extra bepalingen die specifiek zijn voor een bepaald land kunnen worden opgenomen in een addendum.

DUFAS heeft namens de vermogensbeheersector een bijdrage geleverd aan het *briefing book* voor het Nederlandse ministerie van Financiën, dat in de onderhandelingen van Financiën met de US *Treasury/IRS* is gebruikt. De typisch Nederlandse vermogensbeheerstructuren zijn hierin belicht, zoals de PPI en het fonds voor gemene rekening. Daarnaast heet DUFAS vrijstellingen bepleit voor onder meer pensioenfondsen, PPIs en via Euronext Fund Services verhandelde beleggingsinstellingen.

Hoewel de gegevensuitwisseling centraal wordt geregeld, dienen instellingen zich te realiseren dat een registratie wel verplicht is. Het “loket” hiervoor is in de loop van augustus bij de IRS geopend. Daadwerkelijke registratie kan vanaf begin volgend jaar. De rapportages zijn overigens met een

jaar uitgesteld. DUFAS heeft hierover in samenwerking met PWC in december een voorlichtingsbijeenkomst voor haar leden gehouden.

Daarnaast wordt er – op verzoek van de G-20 - in OESO verband gekeken of er kan worden overgegaan tot gegevensuitwisseling *a la* FATCA op mondiale schaal. Het is de bedoeling dat de nieuwe standaard in 2014 wordt gepresenteerd.

European Long Term Investment Funds (ELTIF)

Deze nieuwe [door de Europese Commissie voorgestelde](#) soort beleggingsinstellingen (ELTIFs) zou beheerd moeten worden door AIFMs. ELTIFs zouden *open ended* of *closed-ended* fondsen zijn die aan zowel institutionele als *retail* beleggers mogen worden aangeboden. De toegestane beleggingen in ELTIFs zijn heel ruim en bestrijken infrastructuur in de ruimste zin van het woord maar ook MKB ondernemingen. ELTIFs zouden een op de AIFMD gebaseerd Europees paspoort krijgen. ELTIFs worden onderworpen aan specifieke productregels, zoals beleggingsrestricties en diversificatie regels, regels inzake belangenconflicten en transparantieregels, waaronder de verplichting om een KIID/EBI te maken indien zij aan *retail* beleggers aanbieden.

In EFAMA verband is een standpunt ingenomen dat kort samengevat als luidt: ELTIFs zijn een goed idee, omdat zij beleggers kunnen sturen naar andere typen beleggingen en in een gat kunnen stappen dat banken in continentaal Europa nu laten liggen. Maar de uitwerking in de concept verordening stuit op tal van bezwaren. Dit type beleggingen kunnen ook aangeboden worden via de AIFM richtlijn. AIFs mogen in de meeste Europese landen niet aan particuliere beleggers worden aangenomen, maar in Nederland wel. De concept-verordening kent zoveel beperkende regels voor aanbieders dat het doorgaans verstandiger zal zijn om het product in AIF vorm te gieten. Als dat zo blijft zal de ELTIF een ongebruikt product zijn, want veel brancheorganisaties uit ons omringend elanden vinden ELTIFs ongeschikt voor particuliere beleggers.

European Market Infrastructure Regulation (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. EMIR moet dit veranderen.

EMIR regelt onder meer:

- Centrale clearing voor bepaalde OTC-derivatenklassen
- Toepassing van risico mitigerende technieken bij niet-centrale clearing van OTC-derivaten
- Rapportages aan de *trade repositories* (transactieregisters)
- Prudentiële eisen voor CCPs en eisen op het gebied van administratieve organisatie en bedrijfsvoering
- Eisen ten aanzien van de transactieregisters, waaronder de verplichting om bepaalde data voor het publiek en de toezichthouders toegankelijk te maken.

Zoals bekend zijn pensioenfondsen gedurende drie jaar vrijgesteld van deze verplichting 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](#). DUFAS heeft onder meer aangevoerd dat deze fondsen lange termijn beleggers zijn die niet of nauwelijks bijdragen aan het systeemrisico en anders 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 verrekening mogelijkheden (*netting*).

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.²⁰

De eerste set *technical standards* is op 15 maart 2013 in werking getreden. Daarnaast zijn eind 2013 de eerste vergunningen voor de transactieregisters afgegeven. De rapportageverplichtingen aan deze registers worden in het eerste kwartaal van 2014 van kracht. In verband hiermee worden ter identificatie van de juiste wederpartij wereldwijd *Legal Entity Identifiers* (LEI) geïntroduceerd. Deze worden uitgegeven door *Local Operating Units* (LOUs). In Nederland is het de Kamer van Koophandel de pre-LOU die pre-LEIs uitgeeft. Hieraan zijn registratiekosten en jaarlijkse kosten verbonden.

Er zijn nog steeds onduidelijkheden in de technische uitwerkingen, die DUFAS nauwlettend volgt. Zo heeft ESMA bijvoorbeeld een discussion paper geconsulteerd over onder meer de vraag welke typen OTC derivaten nu onder de central clearing zouden moeten vallen. Daarnaast heeft ESMA een consultatie naar buiten gebracht betreffende OTC derivatentransacties door [non-EU tegenpartijen](#) en is bedoeld om ontduiking van EMIR regels door hen te voorkomen. Dit heeft in november geleid tot de [Final Report Draft technical standards under EMIR on contracts with a direct, substantial and foreseeable effect within the Union and non-evasion](#). EMIR bepalingen inzake central clearing en risico-mitigatie technieken worden ook van toepassing verklaard op OTC derivaten tussen twee niet-EU partijen die een directe, substantiële en voorzienbare impact hebben op Europese financiële markten. ESMA's concept RTS maken duidelijk dat OTC derivatencontracten tussen twee partijen gevestigd in een jurisdictie buiten de EU, waarvoor een beslissing on-equivalentie van het regime van die jurisdictie nog niet is aangenomen, zijn onderworpen aan EMIR indien aan een van de volgende voorwaarden is voldaan: (1) een van de partijen bij het OTC derivatencontract is gegarandeerd door een EU financiële instelling voor een total bruto *notional* bedrag van tenminste € 8mrd, en voor een bedrag van tenminste 5% van de OTC derivaten exposures van de EU financiële garant; of (2) de twee non-EU partijen voeren hun transacties uit via hun EU

²⁰ [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*.

branches en zouden kwalificeren als financiële tegenpartij indien gevestigd in de EU.

Ook de definitie van 'derivaat' is nog niet duidelijk EMIR verwijst naar de lijst van financiële instrumenten in MiFID, maar die is op verschillende manieren in de lidstaten geïmplementeerd.

Naast deze regulering, is op dit terrein ook de BSBC/IOSCO actief. Na consultaties zijn de definitieve [Margin requirements on non-centrally cleared derivatives](#) gepubliceerd. 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.

Op het verzoek in de zomer van 2013 van ESMA aan de Europese Commissie om de rapportages uit te stellen tot 2015, mede ingegeven door verontruste reacties van de representatieve organisaties van diverse lidstaten, waaronder DUFAS, is door de Commissie negatief gereageerd. Per brief heeft ESMA in november van 2013 de Commissie gewaarschuwd dat hoogstwaarschijnlijk de verlangde kwaliteit aan data de eerste tijd door het ontbreken van goede guidance niet wordt opgeleverd.

Insurance Mediation Directive (IMD II)

Publicatie van het [richtlijnvoorstel](#) door de Europese Commissie liet lang op zich wachten, namelijk tot juli 2012. De wijzigingen in de Insurance Mediation Directive (IMD II) zijn onderdeel van het oorspronkelijke PRIPs project. De IMD wordt in IMD II meer in overeenstemming gebracht met de MiFID regels voor distributie van financiële diensten. Op het gebied van beloningstransparantie en kosten transparantie gaan de voorstellen van de Europese Commissie echter veel minder ver dan MiFID.

In december 2012 bleek de rapporteur van de parlementaire ECON-commissie van het Europees Parlement (Werner Langen, Duits christendemocraat) het hele Commissievoorstel uit te kleden (zie zijn [draft report](#)). 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.

In dit 'dossier' is in 2013 geen enkele vooruitgang geboekt, totdat in december bleek dat de mogelijkheid bestond om via MiFID II enkele voorschriften in IMD I te krijgen.

Kosten van toezicht

De [Wet bekostiging financieel toezicht](#) is in werking getreden op 1 januari 2013.²¹ Daardoor gaan vermogensbeheerders bij de AFM ongeveer 12,3% van de begroting financieren en bij DNB ongeveer 3,8%.²² Door deze wetswijziging wordt naar verwachting 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 stijgen, als gevolg van met name de afschaffing van de bijdrage van de rijksoverheid aan de toezichtbegroting van DNB en AFM. In de [consultatie van de Wijzigingswet financiële markten 2015](#) en de latere [consultatie](#) van een voorstel tot wijziging van de Wet bekostiging financieel toezicht (Wwbf) werd dit conform het [regeerakkoord](#) voorgesteld.

Hierdoor worden de zorgen die DUFAS heeft over de *governance* structuur rond het budget van de toezichthouder pregnanter. Immers, tot nu toe zijn de belangen van de overheid en marktpartijen *aligned* en merken beiden het direct in de portemonnee als de begrotingen van de toezichthouders omhoog gaan. De door marktpartijen gedragen kosten van het toezicht worden doorberekend in de kostprijs en dus uiteindelijk door de klant betaald. Teneinde de voortdurende stijging van de toezichtkosten te beheersen pleit DUFAS er daarom nadrukkelijk voor dat:

- minister en parlement de begrotingen en jaarverslagen van de toezichthouders expliciet bespreken,
- de Rekenkamer de bevoegdheid krijgt de financiën van de toezichthouders ook op doelmatigheid te onderzoeken
- het budgettair plafond dat voor 2012-2017 door de minister van Financiën met de toezichthouders is afgesproken, wettelijk wordt vastgelegd.

Daarnaast heeft DUFAS aandacht gevraagd voor de tekorten bij de pensioenregelingen van de toezichthouders. Omdat de problemen zijn ontstaan in het verleden, moet naar de mening van DUFAS de reparatie in de (nabije) toekomst ook worden gedragen door overheid en markt gezamenlijk aan de hand van de financiële verdeelsleutel zoals die vóór deze wetswijziging gold.

In dit kader is ook het functioneren van de adviserende panels van de toezichthouders in 2013 geëvalueerd. Dit heeft geleid tot de volgende veranderingen in het toekomstig functioneren van de panels:

- Er kan effectiever en efficiënter kan worden vergaderd indien van beide zijden het panel beter schriftelijk wordt voorbereid (preadvies).
- Waar het de financiële stukken betreft moet er meer aandacht zijn voor de beleidskeuzes,

²¹ [Stb. 2012, nr. 263](#).

²² Bijlage II van het wetsvoorstel, zie kamerstuk [33.057, nr. 2](#), p.22.

- minder voor de details.
- De timing moet goed aansluiten bij de beleidscyclus van de toezichthouders, zodat nog invloed mogelijk is.
 - Het Ministerie van Financiën moet terugkoppelen wat er met adviezen gebeurt en gebeurd is.
 - Adviezen uit de panels hoeven niet unaniem te zijn.
 - Op de agenda van de panels moeten dus prioriteiten, werkwijze, risico's, signalen, trends, invulling van open normen, toekomstige wet- en regelgeving, omgang met de media, publiciteitsbeleid, etc.

Packaged Retail Investment Products (PRIPs)

In juli 2012 verscheen het [voorstel van de Europese Commissie inzake een Regulation on key information documents for investment products](#). Dit voorstel betrof uitsluitend een nieuw *Key Information Document* (KID) voor PRIPs. UCITS zullen volgens het voorstel van de Commissie vijf jaar lang hun UCITS KIID mogen behouden en hoeven in die periode geen nieuw document te maken. De verschillen tussen de PRIPs-KID en de UCITS-KIID zijn aanzienlijk.

Criterium voor toepasselijkheid zou volgens de Commissie moeten zijn of het product bloot staat aan marktfluctuaties. Alle *structured products* en *unit linked* verzekeringen vallen dus onder de PRIPs regels. Maar Prospectus Richtlijn producten zoals aandelen, obligaties, *structured notes* en dergelijke niet, traditionele levensverzekeringen niet, en spaarrekeningen ook niet. Daarnaast vallen pensioenen evenmin onder de reikwijdte.

In 2013 bleef de kern van de discussie de reikwijdte van de regels: moeten *unit linked* levensverzekeringen nu wel of niet onder PRIPs vallen? Daarnaast werd veel gediscussieerd over wat er wel en niet in de KID zou moeten worden opgenomen, de maximale lengte ervan en wie verantwoordelijk zou zijn voor de inhoud van de KID, de aanbieder of de distributeur. Daarnaast was een belangrijke vraag of de UCITS-KIID nog 3 of 5 jaar zou mogen voortbestaan voordat hij door de PRIPs-KID zou moeten worden vervangen.

Het Europees Parlement nam hierover pas op 6 november 2013 een standpunt in, waarna de onderhandelingen met de Raad van Ministers werden geopend. De Raad van Ministers heeft de uitzondering op voorafgaande verstrekking van het KID voor verkoop-op-afstand, die de huidige UCITS-KIID verordening niet meer kent, in ere hersteld.²³ Overeenstemming over een definitieve tekst werd pas in 2014 bereikt.

Premie Pensioen Instellingen en implementatie IORP richtlijn

Op 1 juli 2013 is de [Wijzigingswet Financiële Markten 2013](#) in werking getreden, bevattende onder meer strengere vermogensseisen voor de PPI en een wijziging in de rangregeling in het kader van vermogensscheiding.

²³ Art. 12(2a), [Raadstekst](#).

Begin november heeft staatssecretaris Klijnsma de Tweede Kamer geïnformeerd over haar plannen met betrekking tot de Algemene Pensioeninstelling (API). Het internationale karakter wordt vooralsnog losgelaten, in afwachting van het Europees toezichtskader voor uitvoering van buitenlandse regelingen. Er wordt wel meer duidelijkheid gegeven over de grensoverschrijdende dienstverlening van de PPI. Ook de introductie van het Multi pensioenfonds gaat door.

In de zomer van 2013 is ter [consultatie](#) de ‘Wet reële ambitie-overeenkomst’ verschenen, waarin onder meer een nadere invulling van het *prudent person* beginsel wordt voorgesteld, door (1) het opstellen van kwalitatieve uitgangspunten, die kenbaar maken wat van een adequaat beleggingsproces bij pensioenfondsen wordt verwacht en waar naar gekeken wordt bij de beoordeling hiervan, met een nadere duiding van de ‘kwaliteit, veiligheid en liquiditeit van de portefeuille’, ‘doeltreffend portefeuillebeheer’ en ‘beleggen op gereguleerde markten’; (2) het opstellen van kwantitatieve limieten door pensioenfondsen in de nadere uitwerking van de *prudent person* regel, onder meer door pensioenfondsen vooraf bandbreedtes rondom het strategische beleggingsbeleid te laten expliciteren, zodat DNB periodiek kan beoordelen of het feitelijke beleggingsbeleid hiermee voldoende in lijn is; en (3) het kwantitatief invullen van begrippen in het *prudent person* beginsel (zoals diversificatie, beleggen op gereguleerde markten en marktwaardering) met een *comply or explain* benadering.

DUFAS heeft bij zowel DNB als ook AFM gewezen op het belang van een zorgvuldige formulering op dit gebied. Het kan niet de bedoeling zijn dat de toezichthouder daarbij op de stoel van het pensioenfonds/de vermogensbeheerder gaat zitten.

In mei 2013 deelde Europees Commissaris Barnier mede, dat hij in de herfst van 2013 met een voorstel voor herziening van de IORP richtlijn zal komen. Hij ziet verbeteringsmogelijkheden op drie gebieden: (1) solvabiliteitseisen, (2) governance en (3) transparantie-eisen. Maar “This proposal will not cover the issue of solvency rules for pension funds, which will for the time being remain an open issue.”

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 \(CSDs\)](#). 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.

Regels voor (internationale) afwikkeling van effectentransacties. Het beoogt de afwikkeling binnen Europa en de afwikkeltermijnen te harmoniseren om de stabiliteit en de efficiëntie van binnenlandse en grensoverschrijdende afwikkeling te verhogen, waardoor de kosten voor marktpartijen zullen kunnen afnemen. Naast eisen aan het afwikkelingsproces bevat het voorstel nieuwe regels voor afwikkelondernemingen die binnen de EU actief zijn. Onder het regime van de voorgestelde verordening zouden alle afwikkelondernemingen van effectentransacties onder toezicht komen te staan. Hiervoor zal een Europees toezichtkader worden ontwikkeld.

Het voorstel van de Commissie kent een “opstartperiode” van twee jaar uit te voeren per 1 januari 2013. Vanaf januari 2015 zal de voorgestelde verordening volledig in werking treden. Dit betekent voor Nederland dat in de loop van 2014 de afwikkelingstermijn aan de beurs verschuift naar T+2. Dit geldt niet voor de beleggingsinstellingen die verhandeld worden via Euronext Fund Services.

Shadow banking

Schaduwbankieren wordt gedefinieerd als “credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system”.²⁴ Het gaat om alle wijzen van financieren die niet door het banksysteem worden gedaan. In het kader van shadow banking is ook vaak de stelling geponeerd dat systeemrelevantie tot nadere regulering moet leiden en is vervolgens betoogd dat bepaalde ondernemingen van een bepaalde omvang daaronder zouden vallen. Daarmee is shadow banking een containerbegrip geworden, waarin zich allerlei reguleringsdrift ophoudt. De vraag of vermogensbeheerders systeemrisico herbergen is in dit kader ook opgekomen. Hierop wordt in een aparte paragraaf in dit jaarverslag nader ingegaan.

De Europese Commissie publiceerde in september een ‘Communication’ aan de Raad en het Europees Parlement inzake [Shadow banking, addressing new sources of risk in the financial sector](#), waarin duidelijk wordt gemaakt dat de AIFMD een van de manieren is waarop shadow banking al is aangepakt. Dat geldt ook voor de OTC derivaten verordening en CRD IV. De Commissie gaat onderzoeken hoe UCITS *securities financing transactions* gebruiken; dit mag hun liquiditeit niet in gevaar brengen. De criteria voor UCITS *collateral* zullen ook geëvalueerd worden. Ook zal de Commissie kijken naar *repurchase agreements* en *securities lending*.

Systeemrisico bij vermogensbeheerders

In juni heeft het Europees Parlementslid Kay Swinburne (invloedrijk Brits conservatief) als standpunt in de ECON aangenomen gekregen dat “the systemic risk of an asset manager failing is not as pronounced as for critical market infrastructure, as asset managers’ business models evolve they could become more systemically important, a factor which has been addressed in FSB work on shadow banking” en “Calls on the Commission to assess whether any asset managers should

²⁴ Financial Stability Board, [Shadow banking: strengthening oversight and regulation, Recommendations of the Financial Stability Board](#), 2012.

be designated as systemically important due to their size or business model and would therefore require a recovery plan; Believes that an effective securities law regime could mitigate many of the issues involved in case of failure of a large cross border asset manager”.

DUFAS heeft EFAMA geholpen met de argumentatie dat asset managers geen systeemrisico vormen. Zou dat anders zijn, dan zouden allerlei nieuwe voorstellen voor regulering ook voor asset managers gaan gelden.

De discussie over asset managers en systeemrisico is ook in de Verenigde Staten aangezwengeld. Het *Office of Financial Research* van het Amerikaanse *Department of the Treasury* heeft eind september een rapport openbaar gemaakt, getiteld [Asset management and financial stability](#), waarin wordt gezegd dat bepaalde activiteiten van asset managers systeemrisico's kunnen veroorzaken om de volgende redenen: (1) de verschijnselen *reaching for yield* (= “seeking higher returns by purchasing relatively riskier assets than they would otherwise”) en kuddegedrag; (2) het uitstaprisico bij beleggingsfondsen; (3) *leverage*, omdat dat prijsveranderingen kan versterken en het risico op *fire sales* kan vergroten; en (4) ‘firms as sources of risk’ (= faillissement van de asset manager kan het uitstaprisico vergroten, het activiteitenscala van de asset manager kan een concentratierisico opleveren).

Amerikaanse partijen als ICI, BlackRock en Fidelity hebben hierop gereageerd met goeddeels dezelfde argumenten (geen risico's op eigen balans, vermogensscheiding, er zijn al effectieve maatregelen genomen, etc.).²⁵ Het rapport constateert dat er veel meer data nodig is voor een goede analyse. Dat wordt beschouwd als het zwakste punt van het stuk. Het OFR levert kennelijk hypothesen die vermoedelijk verder onderzocht gaan worden.

Overigens heeft DNB in het seminar over CRD IV al laten weten dat zij niet van plan zijn een Nederlandse beleggingsonderneming systeemrelevant te verklaren (waardoor volgens CRD IV een systeemrelevantiebuffer zou moeten worden opgebouwd).

Tuchtcollege financiële sector

Zie de paragraaf hierboven over de bankierseed.

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).

²⁵ Onder andere [ICI](#), [BlackRock](#), [Fidelity](#), de [Association of Institutional Investors](#) en [Deichert](#) hebben gereageerd. Alle consultatiereacties staan [hier](#). [Wharton Business School](#) is ook kritisch. [Strategic Insight](#) laat zien dat fund flows zich van de financiële crisis zeer weinig hebben aangetrokken.

De ESMA guidelines on ETFs and other UCITS issues worden door de AFM onderschreven. De door de AFM in ditzelfde bericht opgenomen ‘aandachtspunten’ hebben volgens DUFAS geen verbindend karakter en zijn geen wetsinterpretatie. De vraag van de AFM om een ‘eenvoudiger vindbare plaats’ dan het prospectus voor informatie inzake securities lending, is vermoedelijk in strijd met Verordening [1095/2010](#). Hetgeen de AFM vraagt van distributeurs van fondsen is in strijd met het verbod van art. 91, lid 2, UCITS richtlijn.

Eind 2013 is vanuit ESMA een *consultation paper* verschenen betreffende *Revision of the provisions on diversification of collateral in ESMA’s guidelines on ETFs and other UCITS issues*. De eisen voor onderpand, zoals geformuleerd door ESMA in artikel 43 (e) van de Guidelines, blijken in de praktijk een goed collateral management beleid in de weg te staan. Met name *money market funds* onder vinden grote problemen door de strikte 20% grens.

UCITS V

In juli 2012 publiceerde de Europese Commissie een [voorstel voor UCITS V](#), waarin nieuwe eisen aan bewaarders werden gesteld en de beloningsregels voor AIFMs werden gekopieerd naar UCITS. In december is er onder het Litouws voorzitterschap een compromis bereikt binnen de Raad van Ministers, en begin 2014 is de triloog met het Parlement afgerond.

De in UCITS V voorgestelde beloningsregels zijn vrijwel identiek aan die in de AIFM richtlijn. Ondanks felle discussies in het Europees Parlement over de mogelijk invoering van een bonusplafond, analoog aan CRD IV, is dat in de definitieve tekst die begin 2014 werd vastgesteld, zo gebleven. Een grote minderheid van het Europees Parlement wilde naast een bonusplafond ook regels inzake *performance fees*, maar die hebben het niet gehaald.

De regels voor de UCITS bewaarder verschillen op enkele punten met die voor de AIF bewaarder. In het oorspronkelijke voorstel mochten alleen nog kredietinstellingen of beleggingsondernemingen die een MiFID bewaarvergunning hebben en aan kapitaaleisen voldoen bewaarder zijn. Nederlandse inspanningen hebben ertoe geleid dat de derde categorie die voor Nederlandse FGRs van groot belang is er, conform ook in de AIFMD, aan wordt toegevoegd. De aansprakelijkheid van de bewaarder gaat verder dan de AIFMD en kent geen uitzonderingen. Hergebruik van in bewaring gegeven activa is onder voorwaarden toegestaan. Daarnaast bevat de tekst een opdracht aan de lidstaten om hun faillissementsrecht zo aan te passen dat bij faillissement van de bewaarder (en een derde partij waaraan bewaring is gedelegeerd) de in bewaring gegeven activa daarbuiten blijven.

Uitvoeringskosten pensioenfondsen

De Nederlandse pensioenfondsen zijn door de Tweede Kamer gevraagd om te komen met zelfregulering voor betere transparantie in de uitvoeringskosten van pensioenfondsen.²⁶ 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

²⁶ Kamerstuk 30.413, nr. 155

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. DUFAS heeft gepleit voor een eenduidige indeling van kostensoorten, en voldoende specificatie, zodat beslissingen van pensioenfondsen 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 juni diende Tweede Kamerlid Omzigt (CDA) een [motie](#) in, die later met algemene stemmen is aangenomen. Hij verzocht daarin de regering “verplicht te stellen dat het fondsbestuur precies inzicht heeft in alle kosten die bij het fonds in rekening gebracht worden” en “een pensioenfonds te verplichten de totale kosten van het fonds (inclusief beleggingskosten en transactiekosten) op gestandaardiseerde wijze openbaar te maken.”

In de zogenaamde ‘Witteveen novelle’ is een concept wetstekst opgenomen inzake de kostenverantwoording in het jaarverslag van pensioenfondsen.²⁷ Hierin staat onder meer dat een pensioenfonds in het jaarverslag informatie moet opnemen over de administratieve uitvoeringskosten, de kosten van vermogensbeheer en de transactiekosten. DUFAS is hierover in gesprek met de betrokken partijen, waaronder de toezichthouders, om dit zo zorgvuldig en uniform mogelijk te kunnen inrichten.

Verantwoord beleggen

In 2013 heeft DUFAS vooral aandacht moeten besteden aan de interpretatie en implementatie van het wettelijk verbod op het beleggen in fabrikanten van clustermunten. Zie daarover de paragraaf ‘Clustermunten’ elders in dit jaarverslag. DUFAS heeft de ontwikkeling van een *integrated reporting* raamwerk (waarbij rapportage over verantwoord beleggen wordt geïntegreerd in de financiële rapportages)²⁸ en niet-financiële verslaglegging²⁹ gevolgd.

In dit verband moet ook opgemerkt worden dat in de Pensioenwet een nieuwe verplichting is geïntroduceerd volgens welke een pensioenfonds in zijn jaarverslag moet vermelden op welke wijze in het beleggingsbeleid rekening wordt gehouden met milieu en klimaat, mensenrechten en sociale verhoudingen.³⁰

²⁷ Zie kamerstuk [33.847, nr. 2](#).

²⁸ Zie de consultatie van het [Integrated Reporting Framework](#) door de [IIRC](#).

²⁹ Zie het [voorstel](#) van de Europese Commissie voor *disclosure of non-financial and diversity information by certain large companies and groups* ([COM\(2013\) 207](#), 2013/0110 (COD)).

³⁰ Zie art. 135, lid 4, Pensioenwet (art. I, onderdeel E, van Stb. 2013, nr. [302](#)). Dit werd toegelicht in

Vermogensscheiding beleggingsinstellingen

Het Ministerie van Financiën stelde in de [consultatie van de Wijzigingswet financiële markten 2014](#) voor om de regeling voor vermogensscheiding van toepassing te maken op alle beleggingsinstellingen en UCITS, ook voor beleggingsinstellingen met rechtspersoonlijkheid. DUFAS deelde die mening niet, 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. In het definitieve wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2014 zijn de regels voor vermogensscheiding blijkens de Memorie van Toelichting³¹ aangepast aan hetgeen DUFAS naar voren heeft gebracht.

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, 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. 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, terwijl de finale versie van de regels pas in december 2013 is gepubliceerd.

DUFAS probeert in samenwerking met EFAMA de interpretatie van de voorgestelde regels te beïnvloeden. Dit heeft er onder meer al toe geleid dat in de finale versie er een uitzondering is

kamerstuk 33.182, nr. 3, p. 18-20. Zie voor inwerkingtreding Stb. 2013, nr. 330.

³¹ Kamerstuk 33.632, nr. 3, p. 36. De definitieve tekst is gepubliceerd in Stb. 2013, nr. 487.

gekomen voor UCITS. Helaas is er een nieuw probleem opgedoken door de definitie van “affiliate”, waardoor fondsen, tenzij het *covered funds* zijn, kunnen worden gezien als “affiliates” en dus bankentiteiten, vallend onder de Volcker Rule.

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 (uitgezonderd nu dus de UCITS) 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 2013, 2014 en 2015

De [Wijzigingswet financiële markten 2013](#) bevat de delegatie grondslag op grond waarvan in het Bgfo regels worden opgenomen omtrent onder meer een verbod op beleggen in clustermunieffabrikanten, een productgoedkeuringsproces en de ‘bankierseed’, een provisieverbod voor verzekeraars, vakbekwaamheidseisen voor financiële dienstverleners, en geschillenbeslechting. Deze zaken zijn uitgewerkt in het bijbehorende Wijzigingsbesluit financiële markten 2013. De regels zijn in werking getreden op 1 januari 2013.³²

In september/oktober 2012 consulteerde het ministerie van Financiën de [Wijzigingswet financiële markten 2014](#). Het voor asset managers belangrijkste onderdeel van dit wetsvoorstel betrof aanpassing van de regels voor vermogensscheiding bij beleggingsinstellingen. Zie hierover de paragraaf ‘Vermogensscheiding bij beleggingsinstellingen’ in dit jaarverslag. Toen dit wetsvoorstel in mei 2013 naar de Tweede Kamer werd gezonden³³ was het voorstel inzake de vermogensscheiding aangepast. Bij de behandeling in de Tweede Kamer is een amendement aangenomen³⁴ waarin de zorgplicht voor financiële dienstverleners zo wordt beperkt dat “ingrijpen door de AFM op basis van schending van de generieke zorgplicht uitsluitend kan plaatsvinden in het geval van evidente misstanden.” Deze wet is pas op 5 december 2013 gepubliceerd.³⁵

Het bijbehorende [Wijzigingsbesluit financiële markten 2014](#) werd in april 2013 geconsulteerd, en dat bevatte onder meer een verbod van provisie aan beleggingsondernemingen door derden. DUFAS heeft in juli vertrouwelijk een *feedback statement* van het Ministerie van Financien gekregen, waarvan wij de inhoud vertrouwelijk mochten doorgeven aan DUFAS leden, zodat zij zich er alvast op zouden kunnen voorbereiden. Het [Wijzigingsbesluit financiële markten 2014](#) is kort voor

³² [Stb. 2012, nr. 693](#).

³³ kamerstuk [33.632](#)

³⁴ Kamerstuk 33.632, nr. [14](#). Zie ook [hier](#).

³⁵ Stb. 2013, nr. [487](#)

kerst 2013 gepubliceerd³⁶ en trad op 1 januari 2014 in werking.

In de periode augustus–september heeft het Ministerie van Financien de [Wijzigingswet financiële markten 2015](#) geconsulteerd. De belangrijkste onderwerpen waren de uitbreiding van de bankierseed en de geschiktheids- en betrouwbaarheidstoets, de afschaffing van de overheidsbijdrage in de toezichtkosten van de AFM en DNB, een wettelijk kader voor *covered bonds*, een register voor het AIFM-lichte regime, een ontbindingsbevoegdheid voor de AFM bij beleggingsinstellingen, en een concentratie van de rechtspraak inzake effectenrecht in Amsterdam. DUFAS heeft alleen commentaar geleverd op het voorstel om de overheidsbijdrage in de toezichtkosten af te schaffen, en zat daarin op één lijn met de rest van de financiële sector.

‘s Gravenhage, juni 2014

Algemeen Bestuur Dutch Fund and Asset Management Association

³⁶ Stb. 2013, nr. [537](#)

Kerncijfers Nederlandse asset management industrie 2013

Economische en financiële achtergrond

Tabel 1: Economische en financiële kerncijfers van Nederland					
	2009	2010	2011	2012	2013
Bevolking (mln)	16,6	16,7	16,7	16,7	16,8
BBP (€ mrd)	572	591,5	602	601	607
Reële BBP groei (%)	-4,1	3,2	1,0	-1,0	1,0
Inflatiepercentage (%)	1,2	1,3	2,3	2,5	2,5
Werkloosheidscijfer (%)	4,8	5,4	5,4	6,4	6,75
Aandelenmarkt kapitalisatie (€ mrd)	583	654	420*(606)	456*(645)	749
Aandelenmarkt kapitalisatie (%BBP)	101,9	110,6	70*(108)	76*(107)	123
Obligatiemarkt kapitalisatie (€ mrd)	822	868	913	995	905
Obligatiemarkt kapitalisatie (%BBP)	143,7	146,8	151,7	166	149
Financieel vermogen huish. (€ mrd)	865	-	1.022	1151	1197
Financieel vermogen per hoofd (€)	52.108	-	61.198	68.802	71.140

Bron: DNB

* 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)					
	2009	2010	2011	2012	2013
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS	57,9	65,0	53,2	57,7	61,9
Vastgoedfondsen	12,0	14,0	10,6	10,9	10,6
Totaal beheerd vermogen	69,9	79,0	63,8	68,6	72,5

Bron: DNB

Tabel 3: Netto instroom in Nederlandse retail fondsen (€ miljoen)					
	2009	2010	2011	2012	2013
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS	619	-441	-6.953	-788	555
Vastgoedfondsen	491	349	22	-27	292
Totale netto instroom	1.110	-92	-6.931	-815	847

Bron: DNB

Belangrijke trends in de retail markt

Tabel 4: Retail vermogen naar fondstype (€ miljard)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Aandelenfondsen	25,5	28,2	24,6	25,6	27,9
Obligatiefondsen	11,3	12,1	12,0	15,8	16,9
Mix-fondsen	9,8	11,2	10,9	11,4	11,8
Geldmarktfondsen	-	-	-	-	-
Funds-of-Funds	-	-	-	-	-
Overige	11,3	13,5	5,7	4,8	5,2
Totaal	57,9	65,0	53,2	57,7	61,8

Bron: DNB

Tabel 5: Netto instroom naar fondstype (retail) (€ miljoen)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Aandelenfondsen	325	-1.093	-1.093	-1.659	-1.440
Obligatiefondsen	-63	438	524	1.853	846
Mix-fondsen	174	402	1.054	-743	581
Geldmarktfondsen	-	-	-	-	-
Funds-of-Funds	-	-	-	-	-
Overige	183	809	-7.438	-239	568
Totaal	619	-441	-6.953	-788	555

Bron: DNB

Aantallen retail fondsen

Tabel 6: Aantallen fondsen					
	2009	2010	2011	2012	2013
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS	379	437	447	497	501
Overige in Nederland gevestigde fondsen	82	91	105	108	113

Bron: DNB

Allocatie van spaarmiddelen door huishoudens

Tabel 7: Belangrijkste vermogensbestanddelen van huishoudens (€ miljard)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Valuta en depositos	395	408	425	440	445
Schuldpapier	45	44	39	35	31
Beursgenoteerd aandelen	82	93	87	93	108
Pensioenfondsen	963	1.071	1.128	1.257	1.288
Beleggingsfondsen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
• directe eigendom	30	31	22	23	22
• via levensverzekering-polissen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Overige (geldmarkt- en buitenlandse fondsen)	22	27	25	30	37
Totaal financieel vermogen	1.633	1.772	1.831	1.984	2.038
Totaal netto vermogen	874	988	1.023	1.151	1.197

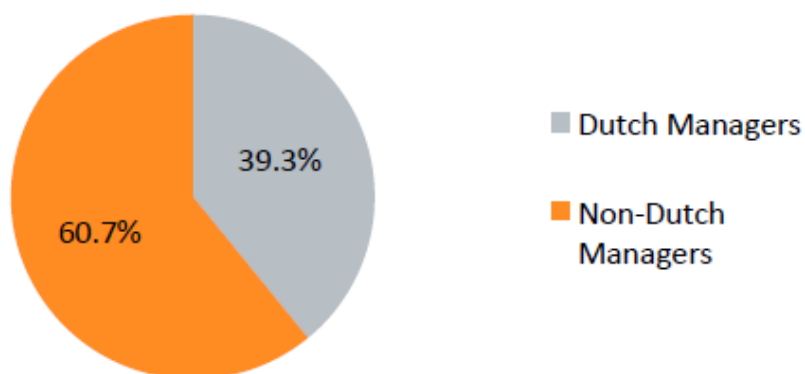
Bron: DNB

Tabel 8: Netto verwervingen door huishoudens (€ miljoen)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Valuta en depositos	20.572	13.771	16.611	14.718	5.284
Beleggingsfondsen	205	0	-7.970	-1.293	-1.645
Totaal financieel vermogen	43.372	26.308	26.531	27.217	16.869

Bron: DNB

Structuur retail markt

Different Types of Third Party distribution

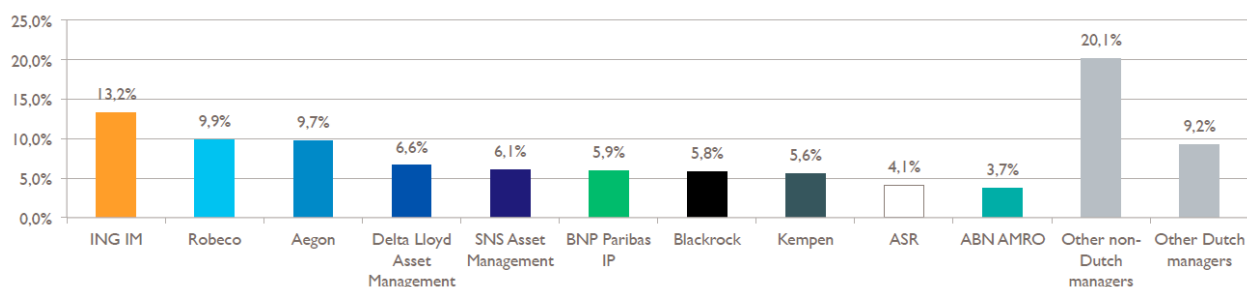


- Non-Dutch asset managers constitute the largest part of third party distribution.
- The third party assets under management from Dutch managers decreased significantly with 2.1% over the last half year.

Bron: AF Advisors

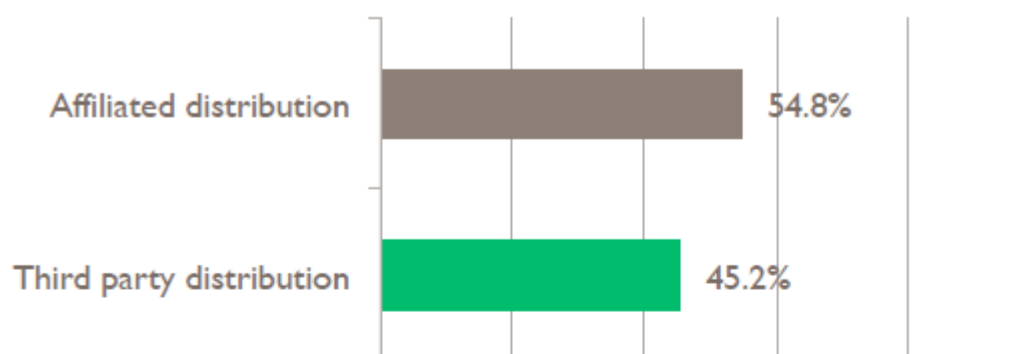
Marktaandeelen retail markt

Percentage of Total AuM



Bron: AF Advisors

Affiliated versus Third Party distribution



- The total market share of the third party distribution decreased with 2.5% since June 2013 to a size of EUR 57.5 billion (45.2%).
- Affiliated distribution increased by 2.5% to EUR 69.7 billion (54.8%) as compared to June 2013.

Top 10 distributed Asset Managers by Third Parties (alphabetical order)

Aberdeen	UK
Blackrock	US
BNP Paribas Investment Partners	FR
Delta Lloyd Asset Management	NL
DWS	DE
Fidelity	US
ING Investment Management	NL
Kempen	NL
Robeco	NL
Schroders	UK

- The abovementioned top 10 third party distributors account for 74.2% of the total third party market.

Bron: AF Advisors

Unit linked



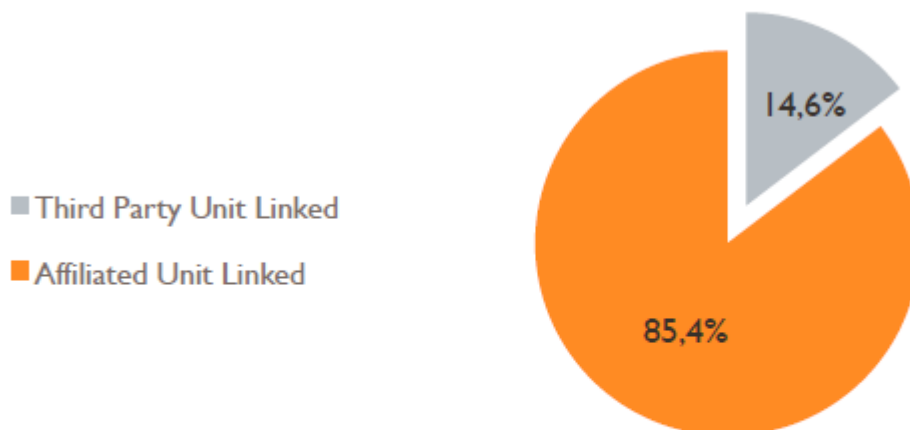
- About EUR 51.4 billion of the total EUR 127.2 billion retail funds is Unit linked, which represents a total market share of 40.4%.
- The top 10 Unit Linked Managers have EUR 48.4 billion assets under management, which represents a total market share of 94.2%.

Top 10 Unit Linked Managers (alphabetical order)

ABN AMRO	NL
Achmea	NL
Aegon	NL
Allianz	DE
ASR	NL
BNP Paribas Investment Partners	FR
Delta Lloyd Asset Management	NL
Generali	IT
ING Investment Management	NL
SNS Asset Management	NL

Bron: AF Advisors

Different Types of Unit Linked Managers



- The management of unit linked funds is dominated with EUR 43.9 billion by the Dutch asset managers that are part of the same financial institution/group as the insurer. The management of unit linked by third parties increased over the last half year with to EUR 7.5 billion.

Bron: AF Advisors

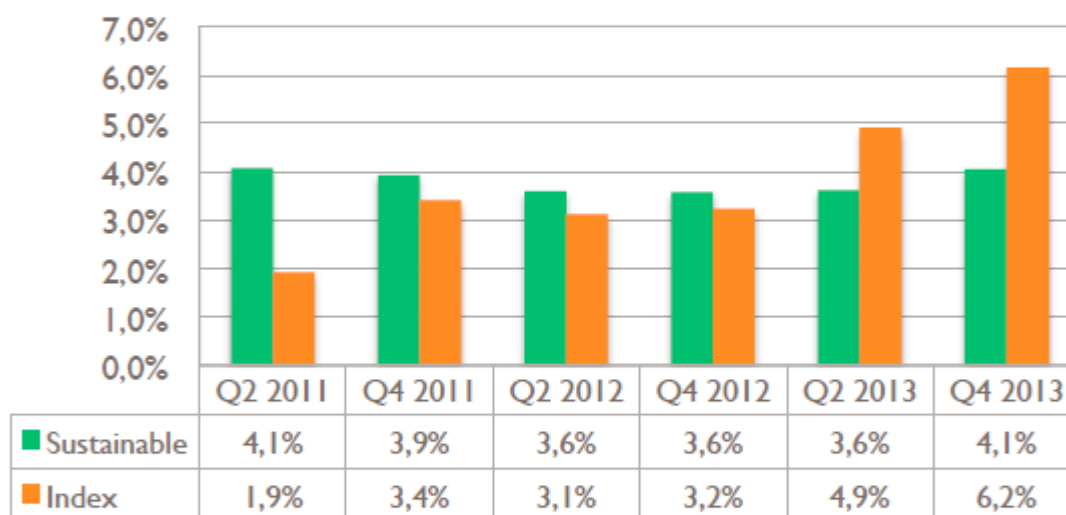
Index Trackers*

- The marketshare for index trackers increased over the last half year of 2013 from 4.9% to 6.2% in December 2013.
- Amundi and the Dutch managers BrandNewDay and Think Capital have significantly increased their amount of assets under management compared to the first half year of 2013, but Blackrock is still by far the market leader on index tracking.
- Other well-known international index tracker providers, like Statestreet Global Advisors, Lyxor, Vanguard have been more successful in indirect distribution to retail clients. Funds of SNS, Delta Lloyd, Aegon, BrandNewDay and Kempen invest in index tracking strategies managed by these managers.
- Lyxor, BNP Paribas (EasyETF), db X, and Vanguard also distribute their funds directly, but have not yet been as successful as Blackrock.
- The market share of index trackers has grown extensively from 1.9% in June 2011 to 6.2% in December 2013.

Bron: AF Advisors

Sustainable Investing

- The market share for sustainable investing increased from 3.6% in June 2013 to 4.1% in December 2013.
- Triodos and SNS Reaal subsidiary ASN share the market leadership position in terms of assets under management.
- The top 5 sustainable asset managers have a large combined market share of almost 90.0%.
- In overall, the total market share of sustainable investments has not changed since June 2011.

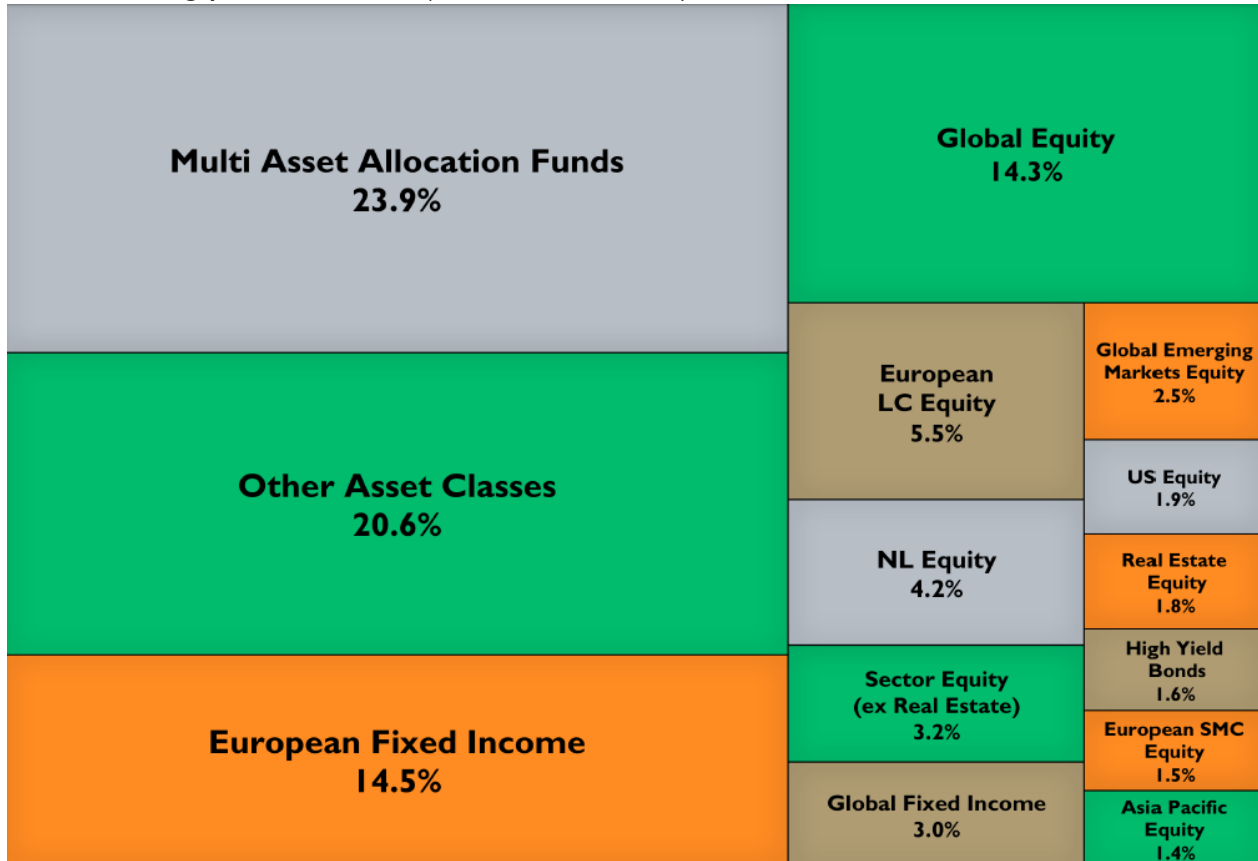


Top 5 Sustainable Managers (alphabetical order)

- ASN NL
- DWS/Deutsche Bank DE
- Kempen NL
- Robeco/SAM NL/CH
- Triodos NL

Bron: AF Advisors

Marktomvang per asset class (% van 127,2 mrd)

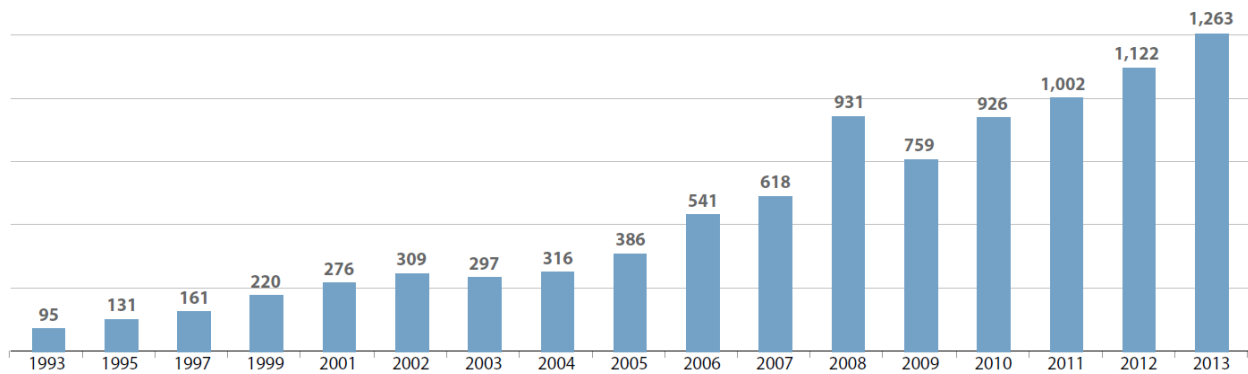


Bron: AF Advisors

Institutionele marktgegevens

Total extern beheerd institutioneel vermogen

(1993 - Q1 2013, in mrd Euro, inclusief dubbelstellingen als gevolg van multi management)



Bron: Bureau Bosch / [DutchInvestor](#)

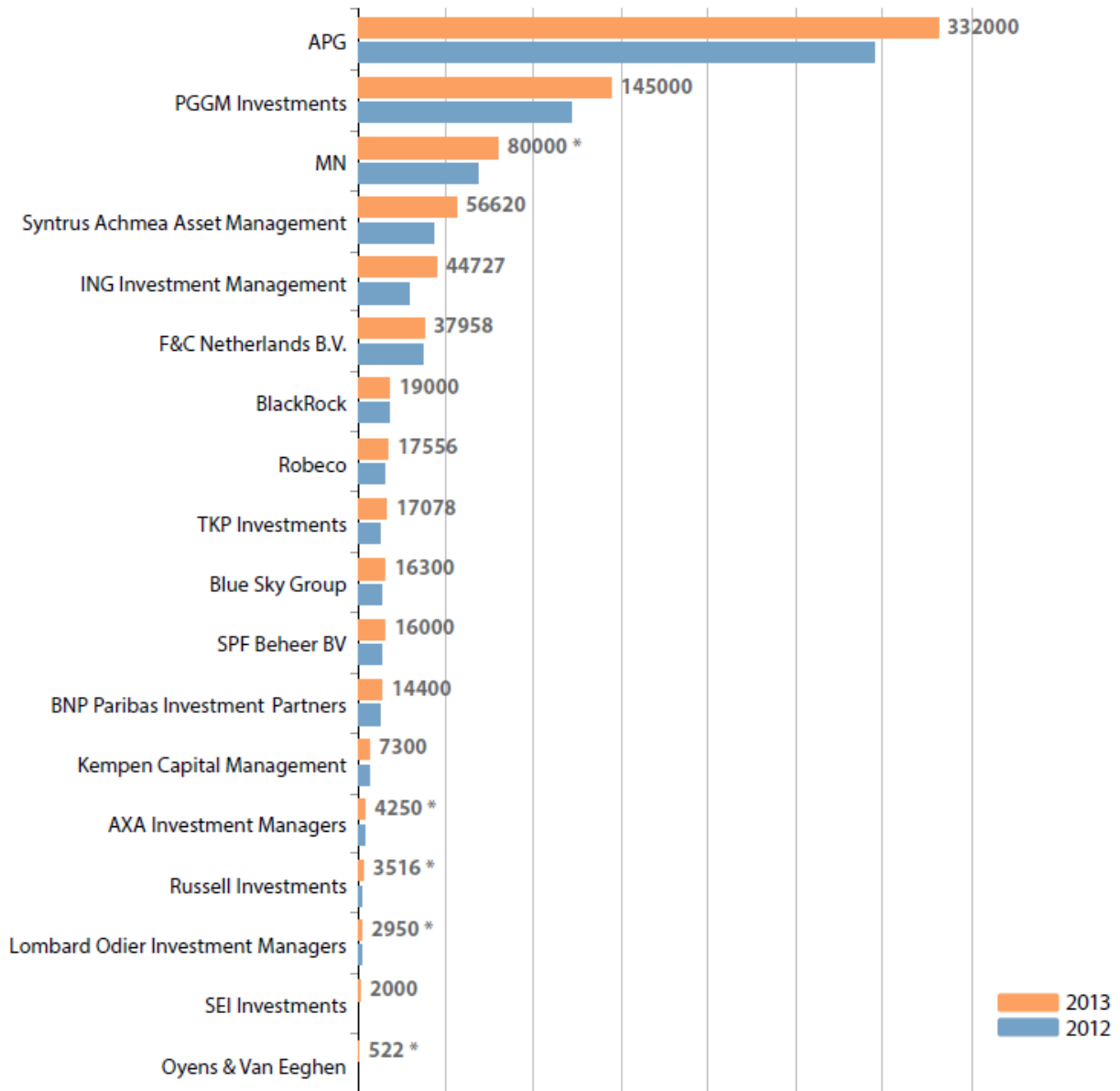
Tien grootste Fiduciar beheerders en hun fiduciary beheerd vermogen

(2013 - 2009 in mrd Euro)

	2013	2012	2011	2010	2009
APG	€ 332	€ 296	€ 225	€ 238	€ 198
PGGM Investments	€ 145	€ 122	€ 105	€ 90	€ 68
MN	€ 80	€ 69	€ 69	€ 66	€ 56
Syntrus Achmea Asset Management	€ 57	€ 43	€ 43	€ 31	€ 14
ING Investment Management	€ 45	€ 29	€ 26	€ 24	€ 21
F&C Netherlands B.V.	€ 38	€ 37	€ 35	€ 35	€ 15
BlackRock	€ 19	€ 19	€ 30	€ 19	€ 18
Robeco	€ 18	€ 16	€ 2	€ 5	€ 4
TKP Investments	€ 17	€ 13	€ 12	€ 11	€ 9
Blue Sky Group	€ 16	€ 14	€ 14	€ 12	€ 11

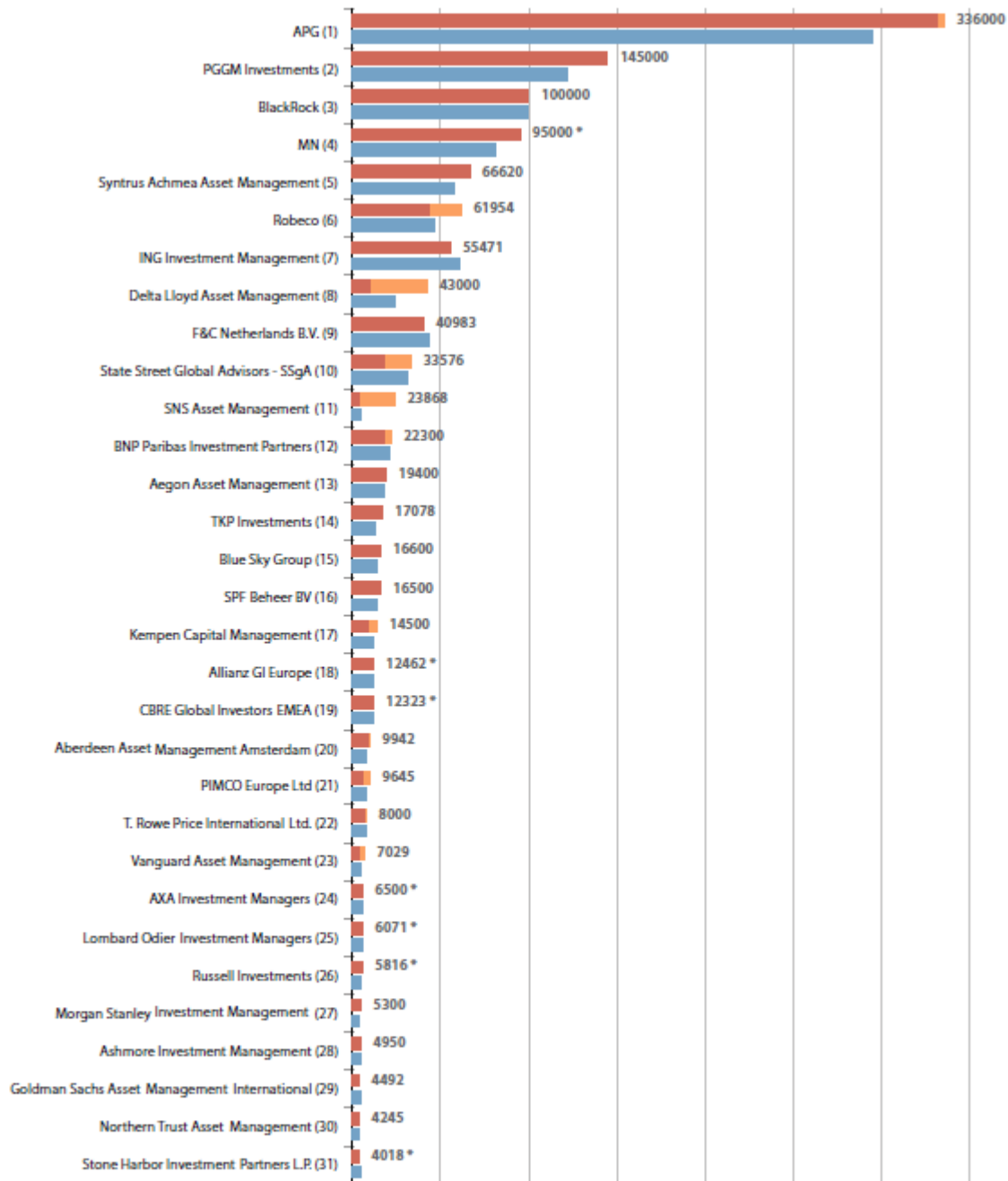
Bron: Bureau Bosch / [DutchInvestor](#)

Fiduciar beheerd vermogen
(2013, in mln Euro)



Bron: Bureau Bosch / [DutchInvestor](http://DutchInvestor.nl)

Totaal Nederlands institutioneel vermogen, extern beheerd, 2013
 (direct + indirect beheerd, in mln Euro)



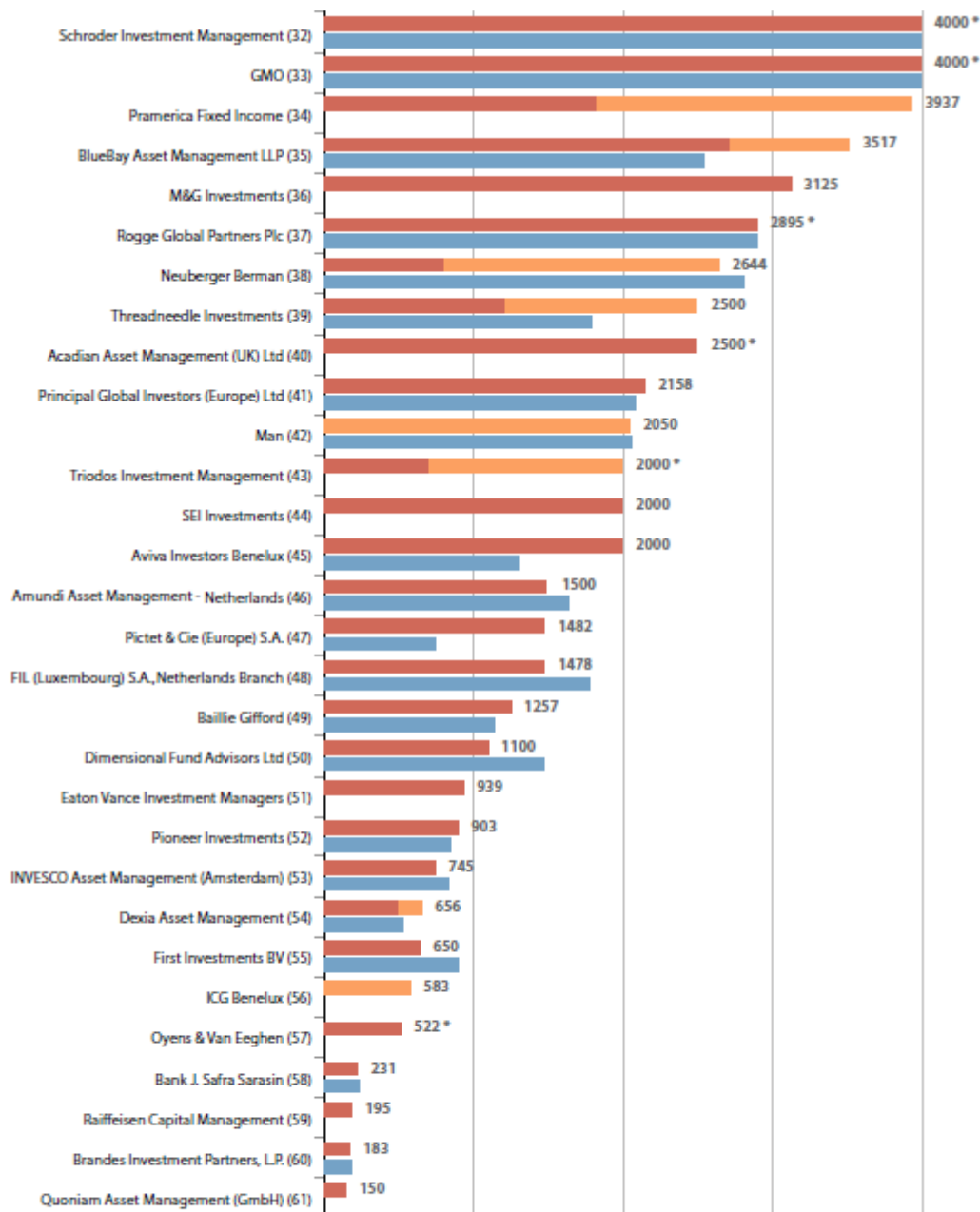
* Estimated.

External Managed Dutch Pension Fund Assets (2013)
 Total Institutional Managed Assets (2013)
 2012

Source: DutchInvestor

Bron: Bureau Bosch / [DutchInvestor](http://DutchInvestor.nl)

Totaal Nederlands institutioneel vermogen, extern beheerd, 2013 (vervolg)
 (direct + indirect beheerd, in mln Euro)



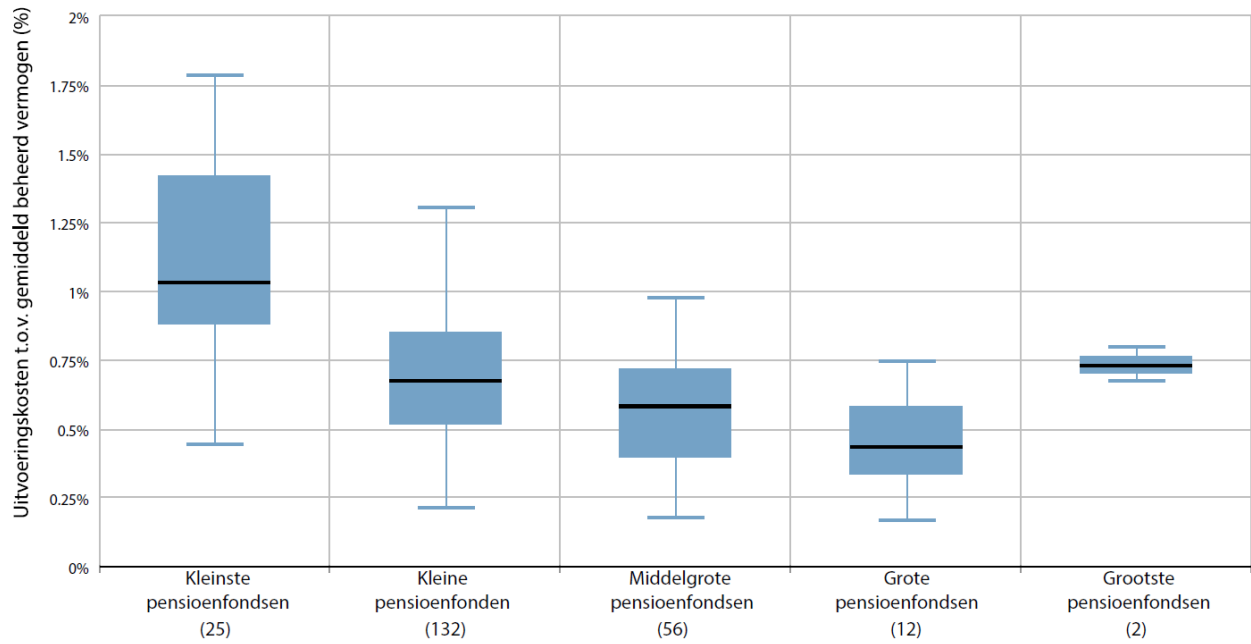
* Estimated.

External Managed Dutch Pension Fund Assets (2013)
 Total Institutional Managed Assets (2013)
 2012

Source: DutchInvestor

Bron: Bureau Bosch / [DutchInvestor](http://DutchInvestor.nl)

Uitvoeringskosten pensioenfondsen 2012



Waarnemingen (aantal)
 Bron: Bureau Bosch / [DutchInvestor](http://DutchInvestor.nl)

Source: DutchInvestor

Commissies en werkgroepen van DUFAS in 2013

1. Fiduciary Management Werkgroep

Taak: evalueren van de DUFAS Fiduciary Management Code en het adviseren over actuele onderwerpen m.b.t. fiduciary management en het institutioneel vermogensbeheer in het algemeen.

- A. van Aken (SEIC)
- A. van den Berg (Blackrock)
- A. van Nunen (Achmea)
- B. Kamerling (PGGM)
- Ch. Van der Oord (Robeco)
- Ch. Leussink (ING IM)
- E. Wustefeld (BNP Paribas)
- F. Cante (ING IM)
- H. Veltman (AXA)
- JB. Molenkamp (Kempen)
- M. Lavooi (ASR)
- M. Kuipers (Russell)
- O. van Ringelensteijn (MN)
- P. in de Rijp (SEI)
- Ph J Looijen (ING IM)
- P. Molenaar (Allianz)
- R. van Wijk (TKP-I)
- W. Jansen (Aegon)

2. Financial Transaction Tax Werkgroep

Taak: het adviseren over vraagstukken m.b.t. de impact van een eventuele FTT en hoe de gevolgen daarvan kunnen worden verminderd dan wel voorkomen.

- H. Prummel (BlackRock)
- M. Steinbusch (Robeco)
- F. Evelein (ING IM)

3. Fiscale Commissie

Taak: het adviseren over fiscale onderwerpen zoals FBI en VBI voorwaarden, share classes, rensigneringsbeleid, FATCA, BTW, etc.

- F. Evelein (ING IM)
- M. Steinbusch (Robeco)
- M. Buijnters (BNP Paribas)
- P. Pennings (AEGON)
- H. van der Aa (Achmea)

4. Risk Management Commissie

Taak: onderhouden van de DUFAS Handreiking Risk Management en het adviseren over actuele

risk management vraagstukken.

- A. de Koning (CBRE)
- B. Roelofs (SNS)
- C. Nijland (Caceis)
- D. Snel (Bouwfonds)
- H. Radder (Russel Investments)
- H. Laoh (Delta Lloyd)
- J. Ritzerveld (Kempen)
- K. Martensen (Shell)
- L. Soer (Triodos)
- M. Hartog (Teslin)
- M. Pronk (CBRE)
- M. Denekamp (ING-IM)
- M. Sizov (BNP Paribas)
- P. van Duinen (AEGON)
- P. van Glaanen Weijgel (Achmea Vastgoed)
- P. van der Molen (Achmea)
- R. den Hollander (MN)
- S. Renken (PGGM)
- S. de Gruiter (PGGM)
- T. de Graag (PGGM)

5. Securities Lending Commissie

Taak: commissie die is opgezet n.a.v. de publicatie van de ESMA Guidelines over o.m. securities lending in 2012, en de ruimere interpretatie die de Nederlandse AFM hieraan geeft. De commissieleden nemen direct deel aan overleg met de AFM over dit onderwerp.

- Vacature (ING IM)
- H. Prummel (Blackrock)
- R. Wijgerse (Robeco)

6. Technische Commissie (incl. Europese Zaken)

Taak: het adviseren over juridische onderwerpen in het algemeen, toezichtzaken, en aankomende nieuwe nationale of internationale regelgeving met impact voor de Europese financiële sector.

- A. van Doorn (Aegon)
- A. Zwart (Anthos)
- C. Boden (ING-IM)
- C. Robinson (BNY Mellon)
- E. van den Brink (JP Morgan)
- E. van Praag (ING-IM)
- F. van Geel (ING-IM)
- F. Pickkers (Achmea Vastgoed)
- G. Wittenberg (SNS Reaal)

- H. Laoh (Delta Lloyd)
- I. Hamstra (BlackRock)
- I. Kersten (MN)
- J. Aardoom (Hof Hoorneman)
- J. Westerling (Optimix)
- J. Spreen (PGGM)
- J. Vaartjes (Kempen)
- K. Klaver (BNG)
- K. Wirschell (Caceis)
- L. Walenboer (Russell)
- M. Dorenbosch-Kolle (Kempen)
- M. Hoekstra (Shell AM)
- M. Kraijer (Bouwinvest)
- M. Maagdenberg (BNP Paribas)
- M. Rommen (ING IM)
- M. Smals (Bouwfonds)
- M. van den Oosterkamp (Triodos)
- P. van der Molen (Achmea)
- R. Slange (Robeco)
- R. Verwayen (SNS Reaal)
- T. Koekoek (Triodos)
- W. Jansen (Aegon)

7. Total Costs of Ownership Werkgroep

Taak: het adviseren over en het onderhandelen met de AFM inzake hun voorstellen voor een Total Costs of Ownership ('TCO') en het bedenken en/of beoordelen van pragmatische alternatieven. Deze werkgroep zal zich ook buigen over de alternatieve voorstellen voor een goede 'total cost' transparantie op fondsniveau zoals die door IMA zijn voorgesteld.

- A. Beusmans (ING-IM)
- B. Blocq (SNS Reaal)
- H. Prummel (BlackRock)
- I. Roeleven (ING-IM)
- M. Hartog (Teslin)
- M. Postma (Robeco)
- M. Snoek (Robeco)
- V. van Kesteren (BNP Paribas)
- W. Jansen (Aegon)

8. Uitvoeringskosten pensioenfondsen Werkgroep

Taak: het adviseren over het streven van overheid en pensioenfondsen om meer zicht te krijgen op de uitvoeringskosten van pensioenfondsen, en meer in het bijzonder over richtlijnen, guidance en regelgeving met betrekking tot kosten van vermogensbeheer voor pensioenfondsen.

- J. Bouterse (ING-IM)
- M. Roest (Kempen)
- A. van den Berg (BlackRock)
- T. Steenkamp (Robeco)

9. Vastgoed Commissie

Taak: het adviseren over specifieke onderwerpen en aankomende of nieuwe nationale of internationale ontwikkelingen en regelgeving die belang zijn voor de vastgoedsector. Commissieleden worden in praktijk door DUFAS benaderd vanuit hun meer specifieke achtergrond, listed of non-listed real estate.

- M. Smals (Bouwfonds IM)
- H. Boissevain (Annexum)
- J. van Munster van Heuven (CBRE)
- E. J. van Garderen (Eurocommercial Properties)
- J. Tonckens (Rodamco)
- F. Pickkers (Syntrus Achmea Real Estate)

10. Geassocieerde vermogensbeheerders Werkgroep

Taak: het bespreken en evalueren van onderwerpen die van belang zijn voor buitenlandse vermogensbeheerders die in Nederland werkzaam zijn op basis van een Europees paspoort (via bijkantoren, sales offices, etc.). Tevens klankbord- en netwerk functie om geassocieerde instellingen een forum te geven binnen DUFAS.

- H. Veringa (AXA Investment Management)
- P. Furnee (DWS Investments)
- P. van Olst (Fidelity)
- P. in de Rijp (SEI Investments)
- C. Y. Meussen (Skagen Funds)
- M. Kuipers (Russell Investments)
- L. van Houwelingen (BNY Mellon)
- A. Gehoel-Ceelen (UBP Asset Management)
- M. Vermeulen (Schroder IM Benelux)
- D. de Vlaam (Franklin Templeton Inv. Benelux)

11. Code Asset Management Projectgroep

Taak: bestuurlijke projectgroep voor het opstellen en onderhouden van de DUFAS Code Asset Management 2.0 (wordt waarschijnlijk gewijzigd in 'Code Vermogensbeheer') en het adviseren over onderwerpen m.b.t. de gedragscode, zoals het bijbehorende tuchtrecht, het sanctiebeleid en de mate van openbaarheid van het (negatieve) register (waarin gestrafte personen staan en de opgelegde tuchtmaatregel).

- J. Westerling (Optimix)
- J. L. Roebroek (BNP Paribas)
- T. van der Stee (Blue Sky Group)
- H. Prummel (Blackrock)

- P. Furnee (DWS)
- L. Sibbing (Univest)
- J. J. Hazenberg (ING IM)
- M. van Golstein Brouwers (Triodos)
- F. van 't Hof (HofHoorneman)
- E. J. van Garderen (Eurocommercial Properties)
- E. Luttenberg (Kempen)
- L. Boeren (Robeco)

12. Duurzaam Beleggen Werkgroep

Taak: het onderhouden van de Handreiking Duurzaam Beleggen en het adviseren omtrent vraagstukken ter zake van duurzaam beleggen en nieuwe reguleringsinitiatieven.

- A. Gast (Delta Lloyd)
- B.J. Blom (ASN Bank)
- H. Laoh (Delta Lloyd)
- R. Klijnstra (Kempen)
- R. Sanderger (Allianz)
- R. Veltmeijer (Triodos)
- S. van Waveren (Robeco)

