



Jaarverslag

Over het boekjaar van 1 januari 2011 tot en met 31 december 2011

Dutch Fund and Asset Management Association

inhoudsopgave

Bestuursverslag	1
- Historie	1
- Ledental	2
- Contributie	2
Verslag van gebeurtenissen en activiteiten in 2011	
- Algemeen	3
Vestigingsklimaat en beleggersbescherming in Nederland	4
- Implementatie Alternative Investment Fund Managers (AIFM) richtlijn	5
- Light regime voor interprofessionele fondsen	7
- Premie Pensioen Instelling (Implementatie IORP richtlijn)	8
- Provisieregels	9
- Productgoedkeuringsproces	11
- Coupurevrijstelling van € 50.000 naar € 100.000	12
- Wild west bordje	13
- Interventiewet	13
- Implementatiewet UCITS IV	14
- Beleggerscompensatiestelsel	15
- Wijzigingswet financiële markten 2012 en 2013	15
- Wetsvoorstel corporate governance	16
- Meldingsplicht cash-settled financiële instrumenten (melding economische long-posities)	17
- Wet financiering decentrale overheden	17
- Kosten van toezicht	18
- Verbod op beleggen in clustermunie	20
- IW compensatie	21
- Code Asset Managers	22
- Uitvoeringskosten pensioenfondsen	22
Ontwikkelingen in Europa en de wereld	23
- Reorganisatie financieel toezicht op Europees niveau	23
- UCITS V	24
- Volcker rule	25
- Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories	26
- Packaged Retail Investment Products (PRIPs)	27
- MiFID II	28
- Insurance Mediation Directive	30
- European Social Entrepreneurship Funds Regulation (ESEF) en European Venture Capital Funds Regulation (EVCF)	31
- Herziening Prospectusrichtlijn	32
- Herziening Transparantierichtlijn	32
- Herziening richtlijn marktmiscbruik	33
- Verantwoord beleggen	34



- Harmonisatie Europese short selling regels	34
De toezichthouders	35
- Beloningsregels	35
- De facto beleidsregels	36
- AFM leidraad zorgvuldig beleggen	37
- AFM leidraad actief en passief beleggen	38
- Verlichting van nalevingslasten	39
Fiscale onderwerpen	40
- Financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT)	40
- Foreign Account tax Compliance Act (FATCA)	41
Kerncijfers Nederlandse asset management industrie	42



Bestuursverslag

Bestuursverslag

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

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

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

De samenstelling van het algemeen bestuur was in 2011 als volgt:

P.A.M. Gerla (Kempen Capital Management), voorzitter

M. van Elk (ING) vice-voorzitter tot 6 september 2011

Mw. L.M.T. Boeren (Robeco), vice-voorzitter vanaf 6 september 2011

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

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

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

J.L. Roebroek (BNP Paribas Investment Partners)

E. A.A. Roozen (Delta Lloyd Groep) vanaf 1 juni 2011

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

C. J. van Nijhuis (Mn Services) vanaf 1 juni 2011

Historie

DUFAS werd begin 2003 opgericht op gezamenlijk initiatief van acht voor de sector representatieve asset managers. DUFAS heeft haar reputatie als efficiënt georganiseerde brancheorganisatie die niet alleen vóór, maar ook mét de leden aan een goed vestigingsklimaat in Nederland werkt, in 2011 verder uitgebouwd. Vanuit een compacte bureauorganisatie slaagt DUFAS er door een goede samenwerking met haar leden en externe professionals in om een grote *leverage* op de output van haar organisatie te bewerkstelligen.



Ledental

DUFAS kent zowel gewone leden (in Nederland vergunninghoudende vermogensbeheer- of bewaarinstellingen), als geassocieerde leden: buitenlandse instellingen die op de Nederlandse markt actief zijn op basis van hun Europese paspoort. Het ledental is sedert de oprichting door de acht *founding fathers* in januari 2003 krachtig gegroeid. De wijziging in de samenstelling van het ledental in 2011 is veroorzaakt door het toetreden van twee nieuwe leden.

Tabel: leden van DUFAS per jaarultimo

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

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

Contributie

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

Door het hanteren van een minimumcontributie (€ 3.000,00 in 2011) voor kleinere instellingen, wordt het lidmaatschap voor iedereen bereikbaar gehouden. De maximum contributie in 2011 bedroeg € 57.500,00 voor de grootste leden met AuM van meer dan € 75 miljard. Nieuwe leden betalen daarnaast een eenmalig entreegeld van € 2.500,00. Voor (buitenlandse) geassocieerde leden bedroeg de contributie een vast bedrag van € 12.000,00 in 2011.



Verslag van gebeurtenissen en activiteiten in 2011

Algemeen

De kredietcrisis die zich eind 2007 aandiende is ongetwijfeld, vanwege de ongekende impact die hij heeft op de wereldeconomie, een van de belangrijkste gebeurtenissen van ons tijdperk. Ook de asset management industrie is hard geraakt. Beleggers hebben wereldwijd grote verliezen moeten incasseren. In 2009 en 2010 is daarvan weer veel goedge maakt, maar de kijk op markten en risico's van zowel asset managers als autoriteiten is fundamenteel veranderd. Mede als gevolg hiervan ontstond in Europa in 2011 een sovereign debt crisis, die financiële markten opnieuw in grote beroering bracht en leidde tot de euro crisis waarvan het einde nog niet in zicht is.

Ons financieel systeem is kwetsbaar gebleken voor risico's die zich razendsnel wereldwijd kunnen verspreiden en significante schade veroorzaken. In deze crisissituatie bleken alle correlaties sterker te zijn dan voordien gedacht. De inzet van de G20 was dat maatregelen moeten worden gericht op het voorkomen van dergelijke risico's en dat zij zoveel mogelijk gelijklopend moeten zijn om arbitrage tussen verschillende financiële centra in de wereld te voorkomen. Een zekere internationale consensus daarvoor was in 2009 aanwezig, maar lijkt wat weg te ebben nu de economieën in de verschillende werelddelen zich verschillend ontwikkelen. Toch zijn er vele gemeenschappelijke patronen te zien.

In 2009 is men in Brussel en Washington begonnen met het implementeren van de afgesproken maatregelen, een thema dat in veel paragrafen van dit jaarverslag over 2011 nog terugkeert. Dit heeft onder meer geleid tot de oprichting van een European Systemic Risk Council (ESRC), dat min of meer onafhankelijk is van de politieke autoriteiten. Daarnaast zijn de vroegere Level 3 Committee's opgewaardeerd naar een European System of Financial Supervisors (ESFS), met drie nieuwe Autoriteiten, die bindende richtlijnen kunnen uitvaardigen en conflicten tussen nationale toezichthouders moeten oplossen. Het Committee of European Securities Regulators (CESR) is daarbij omgevormd tot de European Securities Markets Authority (ESMA) en de Nederlandse AFM directeur Steven Maijor is daar sinds 13 januari 2011 voorzitter van.

Op het wereldwijde toezichthoudersniveau is IOSCO (International Organization of Securities Commissions) bepalend voor het internationale overleg. Met het vertrek van oud AFM voorzitter Hans Hoogervorst begin 2011 naar de IASB (International Accounting Standards Board) in Londen, verloor Nederland in deze voorzitter van het Technical Committee een belangrijke speler in dit invloedrijke overlegorgaan. Met de toetreding van AFM voorzitter Ronald Gerritse op 17 mei 2012 tot de nieuwe Board van IOSCO, doet Nederland gelukkig weer mee op dit internationale niveau.

Door de kredietcrisis en de nasleep daarvan is niet alleen het vertrouwen van de klant in de financiële sector geschokt, maar ook dat van de Nederlandse politiek. In 2011 zette de discussie



over variabele beloningen en provisies in de financiële sector door en verdween de rol van de toezichthouders, die de crisis niet hadden kunnen voorkomen, meer naar de achtergrond. Thans zitten wij midden in een tsunami van nieuwe regelgeving en aanpassingen aan bestaande regels voor de financiële sector.

Terwijl de val van het kabinet Balkenende IV begin 2010 veel Nederlandse wetgevingstrajecten vertraagde, werd door het kabinet Rutte-Verhagen vanaf oktober 2010 veel haast gezet achter bestaande wetgevingstrajecten voor de financiële markten en werden in 2011 veel nieuwe wetsvoorstellen geïnitieerd. Ook de Europese Commissaris voor de Interne Markt, de Fransman Barnier, diende veel nieuwe voorstellen in. Interne Markt geldt tegenwoordig met afstand als het meest productieve commissariaat van de Europese Commissie in termen van reguleringsvoorstellen.

Vestigingsklimaat en beleggersbescherming in Nederland

DUFAS heeft in 2011 opnieuw prioriteit gegeven aan de activiteiten die waren gericht op een algehele verbetering van het Nederlandse vestigingsklimaat voor financiële instellingen in algemene zin. DUFAS promoot Nederland als een centrum voor investment management in Europa. Het gebruik van het fonds voor gemene rekening (FGR) voor asset pooling doeleinden door institutionele beleggers, de erkenning van de fiscale transparantie van de FGR door Nederlandse partners in belastingverdragen, het gebruik van share classes door Nederlandse fondsen, en de promotie van Nederlandse expertise op het gebied van pensioenvoorzieningen zijn belangrijke exponenten van dit beleid.

DUFAS heeft met zorg moeten vaststellen dat binnen het Ministerie van Financiën gedurende de piek van de kredietcrisis (overigens terecht) een capaciteitsverschuiving en herprioritering heeft plaatsgevonden, waardoor de behandeling van veel wetsvoorstellen grote vertraging heeft opgelopen. Na de val van het kabinet Balkenende IV op 22 februari 2010 viel de voortgang op het gebied van nieuwe wetgeving gedurende het grootste deel van het kalenderjaar 2010 weg. Dit bovenop de eerdere vertraging die een aantal onderwerpen als gevolg van de kredietcrisis al had opgelopen.

Pas na het aantreden van het nieuwe kabinet Rutte-Verhagen op 14 oktober 2010 werd er weer voortgang geboekt op het gebied van lopende wetgevingsprojecten en in 2011 lanceerde minister De Jager van Financiën veel nieuwe wetsvoorstellen. Voor zover relevant voor asset managers worden zij in dit hoofdstuk besproken.

Doordat het kabinet Rutte-Verhagen op 23 april 2012 zijn ontslag aanbood en daardoor demissionair werd, moet er rekening mee worden gehouden dat het wetgevingsproces opnieuw vertraging oploopt. Evenwel wordt verwacht dat veel van de ingediende voorstellen op het gebied van de financiële sector niet controversieel zullen worden verklaard en behandeling dus gewoon kan worden voortgezet. Maar daar zijn in 2012 voor de verkiezingen nog maar heel weinig werkweken tussen de parlementaire recessen voor beschikbaar. En na de verkiezingen zal in het



vierde kwartaal de behandeling van de rijksbegroting prioriteit van de wetgever krijgen.

Implementatie Alternative Investment Fund Managers (AIFM) richtlijn

De AIFM richtlijn van 8 juni 2011 regelt het toezicht op professionele fondsbeheerders van Alternative Investment Funds (AIFs: alle non-UCITS fondsen). Hieronder vallen niet alleen *hedge funds* zoals oorspronkelijk de bedoeling was, maar in beginsel onder meer ook (beursgenoteerde) vastgoedfondsen, *private equity* fondsen en overige *non-retail* fondsen. Nederland kiest ervoor om uit het oogpunt van beleggersbescherming ook regels te stellen voor het aanbieden van rechten van deelneming aan niet-professionele beleggers.

De richtlijn beoogt een Europese interne markt te bewerkstelligen voor Alternative Investment Fund Managers, alsmede een geharmoniseerd toezichtkader voor de Europese activiteiten van alle Alternative Investment Fund Managers, onafhankelijk van hun plaats van vestiging.

In juli 2011 consulteerde ESMA de markt met betrekking tot zijn advies over de uitvoeringsmaatregelen voor de richtlijn¹ en in maart 2012 werd een informele versie van de Uitvoeringsrichtlijn van de Europese Commissie bekend die op enkele belangrijke onderdelen toch weer afweek van het ESMA advies.

Het Ministerie van Financiën heeft in september 2011 als eerste lidstaat van de Europese Unie een implementatie wetsvoorstel voor de AIFM richtlijn geconsulteerd. Belangrijke onderwerpen voor de implementatie in Nederland zijn de wijze waarop bescherming van particuliere beleggers in Nederland wordt geregeld, de bewaarder bij vastgoedfondsen, hoe om te gaan met beheerders van topfonds-basisfonds structuren en pensioen poolingstructuren, alsmede regels voor beheerders die niet alleen AIFs beheren maar ook UCITS. Verder is separaat gekeken naar de bijzondere positie van beursgenoteerde *closed-end* vastgoedfondsen. DUFAS heeft zich ingespannen om het kader voor professionele beheersorganisaties zo praktisch mogelijk in te richten binnen de ruimte die de AIFM richtlijn hiervoor liet.

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

¹ ESMA/2011/209.



wordt gehandhaafd, zij het dat deze niet langer voor de bewaarder, maar voor de juridisch eigenaar geldt.

De rol van de bewaarder kan worden ingevuld door een bank, een beleggingsonderneming of een UCITS bewaarder. Verder zal in het Bgfo de mogelijkheid komen voor bepaalde specifieke categorieën beleggingsinstellingen (met name vastgoedinstellingen en private equity instellingen onder bepaalde voorwaarden) een alternatieve bewaarder aan te stellen. Tot slot is vermeldenswaardig dat de aansprakelijkheid voor de bewaarder wordt uitgebreid. Hierover zal nog nadere Europese regelgeving komen. Grofweg komt het nu neer op een onverkorte aansprakelijkheid voor toerekenbare tekortkoming en vergaande aansprakelijkheid bij uitbesteding.

AIFs en beheerders van AIFs uit landen van buiten de Europese Unie vallen onder het derde landenbeleid. Deze beheerders hebben een volledige vergunning nodig om binnen de EU actief te mogen zijn. De voorwaarden voor deze vergunning houden onder meer in dat er een samenwerkingsovereenkomst tussen toezichthouders tot stand moet zijn gekomen. Het derde landenbeleid wordt gefaseerd ingevoerd, waaraan telkens een beslissing van de Europese Commissie vooraf gaat. Nederland zal tot 2018 vasthouden aan het reeds bestaande aangewezen staten-beleid.

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

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

De intra-groep vrijstelling is volgens het ministerie van Financiën van toepassing op een beheerder die een beleggingsinstelling beheert waarin wordt belegd door een entiteit binnen de groep, en voor zover in de beleggingsinstelling niet wordt belegd door een belegger van buiten de groep.

Ten aanzien van vastgoedbeleggingsinstellingen is de vraag opgekomen of het beheer van het vastgoed zelf (property management) eveneens tot de taken van een beheerder moeten worden gerekend. Volgens het Ministerie van Financiën kan de beheerder dergelijke onderhoudstaken



zelf verrichten of uitbesteden zonder toepassing van de regels in de Wft. Ook *real estate administration services* kan de beheerder zelf verrichten of uitbesteden (met in achtneming van de Wft-regels daarvoor). Het verdient aanbeveling dit in de Memorie van Toelichting bij het wetsontwerp te verduidelijken.

De richtlijn stelt de termijn waarbinnen de jaarrekening en het jaarverslag moeten worden verstrekt op maximaal 6 maanden, maar geeft lidstaten de keuze om een kortere termijn te hantieren. Na consultatie is in het definitieve wetsvoorstel deze termijn overgenomen. De verplichting voor beheerders om jaarlijks hun eigen jaarrekening te verstrekken aan de toezichthouders verdwijnt. In plaats daarvan bieden staten aan de toezichthouder de mogelijkheid om te toetsen of beheerders aan hun prudentiële verplichtingen voldoen.

Het wetsvoorstel is in april 2012 naar de Tweede Kamer gezonden.²

Light regime voor inter-professionele fondsen

Na veel vertraging is het wetsvoorstel inzake het lichtere toezichtregime voor interprofessionele fondsen uiteindelijk pas op 28 mei 2011 in werking getreden. Ervan uitgaande dat de AIFM-richtlijn op tijd wordt geïmplementeerd en op 22 juli 2013 in werking treedt, moet ermee rekening worden gehouden dat het zo gewenste 'light regime' slechts voor een korte periode effect zal sorteren.

Dit light regime moet de faciliteiten voor (beheerders van) belegginginstellingen in Nederland verbeteren en daardoor bijdragen aan een beter vestigingsklimaat voor financiële instellingen in Nederland. In Luxemburg en Ierland bestaan dergelijke mogelijkheden al veel langer. Het Nederlandse liberale regime waarin aanbidding van beleggingsfondsen aan professionals geheel is vrijgesteld, werkt onbedoeld tegen Nederlandse aanbieders, omdat buitenlandse institutionele beleggers veelal slechts in gereguleerde producten mogen beleggen. Dat impliceert dat er sprake moet zijn van enig toezicht op deze professionele fondsen. De kredietcrisis heeft deze vraag naar gereguleerde producten en gereguleerde aanbieders alleen maar versterkt.

Uitgangspunt voor het nieuwe Nederlandse light regime is dat er in beginsel geen gedragstoezicht behoeft te worden uitgeoefend op (de beheerder van) de belegginginstelling die uitsluitend aan professionals wordt aangeboden. Volgens het wetsvoorstel zullen institutionele fondsen op basis van vrijwilligheid alleen zijn onderworpen aan enkele bepalingen uit de Wet op het financieel toezicht (Wft), namelijk die over het aanbieden van effecten, het melden van zeggenschap in uitgevende instellingen, voorkoming van marktmisbruik en openbare biedingen.

Het streven van DUFAS naar een verlicht vergunningenregime in Nederland voor belegginginstellingen die uitsluitend aan professionele marktpartijen en in aanmerking komende tegenpartijen worden aangeboden, werd in augustus 2009 beloofd met een wetsvoorstel dat door Financien naar de Tweede Kamer werd gezonden. Het voorstel maakte onderdeel uit van de Wijzi-

² Kamerstuk nr. 33.235.



gingswet Financiële Markten 2010,³ een verzamelwet met wijzigingsvoorstellen en technische reparaties.

Door de maatschappelijke onrust die in september 2009 ontstond als gevolg van de déconfiture van de DSB Bank, is de verdere behandeling van het wetsvoorstel vertraagd. Nadat op 22 februari 2010 het kabinet Balkenende IV viel, werd het onderhavige wetsvoorstel controversieel verklaard, omdat sommige Tweede Kamerfracties om politieke redenen eerst een wetsvoorstel inzake *claw backs* (= eerder toegekende bonussen kunnen makkelijker worden teruggehaald als gevolg van latere ongunstige ontwikkelingen bij de onderneming in kwestie) wilden zien. Dit laatste wetsvoorstel is uiteindelijk op 20 september 2010 bij de Tweede Kamer ingediend.⁴

DUFAS heeft daarop het Ministerie van Financiën geadviseerd om niet meer met slechts één wetsvoorstel per jaar te komen waarin alle wijzigingsvoorstellen bijeen worden geveegd, omdat dan het risico ontstaat dat de Tweede Kamer veel noodzakelijke veranderingen om politieke redenen ophoudt. Het zou verstandiger zijn om de inhoudelijke wijzigingen thematisch geclusterd in aparte wetsvoorstellen onder te brengen.

Premie Pensioen Instelling (Implementatie IORP richtlijn)

De Institutions for Occupational Retirement Provision (IORP) richtlijn is op 3 juni 2003 aangenomen⁵ en maakt het voor pensioenfondsen mogelijk om te profiteren van de interne markt (vrijheid van kapitaal, vrijheid van diensten). Tegelijkertijd introduceert de richtlijn (niet geharmoniseerde) prudentiële toetsen, om te zorgen dat deelnemers van pensioenfondsen en pensioengerechtigden voldoende zijn beschermd.

DUFAS streeft naar verbetering van de positie van Nederlandse asset managers bij het aanbieden van beleggingsproducten als oplossing voor Nederlandse (en buitenlandse) multinationals die pensioenvoorzieningen zo efficiënt mogelijk willen beheren (*asset pooling*, *pension pooling*). Daarnaast zou de IORP-wet ervoor moeten zorgen dat Nederland een aantrekkelijke vestigingsplaats wordt voor het beheren van buitenlandse pensioenvoorzieningen c.q. -instellingen. Nederland geniet internationaal een grote en onbetwiste reputatie als het aankomt op het beheren, administreren en communiceren met betrekking tot pensioenvoorzieningen. Daarmee biedt de IORP voor Nederland een geweldige kans. Een Algemene Pensioen Instelling (API) die zowel *defined benefit* (DB) pensioenregelingen als *defined contribution* (DC) pensioenregelingen zou mogen omvatten is ideaal, omdat veel buitenlandse pensioenvoorzieningen weliswaar grotendeels DC zijn, maar er heel vaak ook DB elementen in zijn verwerkt. Over de API wordt helaas nog steeds overleg gevoerd, er zijn tot op heden geen concrete wetsvoorstellen gepubliceerd. Vooral nog is echter gekozen voor de introductie van een beperkte variant, de Premie Pensioen Instelling die alleen maar DC-regelingen mag uitvoeren.

³ Zie Stb. 2011, nr. 248 en kamerstukken 32.036.

⁴ Zie voor het wetsvoorstel inzake *claw backs* kamerstukken 32.512. Het wetsvoorstel staat geagendeerd voor plenaire stemming in de Tweede Kamer voor eind april 2012.

⁵ Richtlijn 2003/41/EG, Pb. L 235 van 23 september 2003.



Het betreffende wetsvoorstel is op 1 januari 2011 in werking getreden.⁶ De PPI biedt vele voordelen voor multinationals en anderen die zich willen toeleggen op de uitvoering van (buitenlandse) DC-contracten. De PPI kan makkelijk grensoverschrijdend actief zijn. De PPI hoeft aan minder zware eisen te voldoen dan verzekeraars en pensioenfondsen, omdat het verzekeren van risico's is uitgesloten. Van een ongelijk speelveld is dan ook geen sprake. Er is wel voor gezorgd dat de PPI solide is en vergelijkbare bescherming voor de deelnemers kent als andere soortgelijke financiële instellingen, bijvoorbeeld een beleggingsmaatschappij. De PPI kan alleen DC regelingen uitvoeren, niet DB, en dient het biometrisch risico (het risico dat een verzekerde vroeger of later overlijdt dan volgens de statistieken het meest waarschijnlijk is) onder te brengen bij een verzekeraar. De werkzaamheden van de PPI beperken zich tot de opbouwfase.

Sedertdien de inwerkingtreding zijn er een half dozijn vergunningaanvragen bij De Nederlandse Bank ingediend, volgens DNB vooral met betrekking tot de Nederlandse markt.⁷ In november 2011 bleek dat de AFM en DNB hun bedenkingen hadden bij het wettelijke PPI-regime op het punt van specifieke operationele risico's, dat zij hoger inschatten dan zij hadden gedaan toen de PPI nog slechts theorie was. Zij stelden daarom vraagtekens bij de geldende vermogens-eisen en de rangregeling in het kader van de vermogensscheiding. Men was wel van mening dat een PPI een IORP is en dus meer lijkt op een pensioenuitvoerder dan op een pensioenfonds of een verzekeraar. De operationele risico's zijn dan ook iets groter dan die voor een beleggingsinstelling, maar kleiner dan die van een verzekeraar. Begin 2012 consulteerde⁸ het Ministerie van Financiën het voornemen om de Wft op dit punt voor de PPI te wijzigen via de Wijzigingswet Financiële Markten 2013, met als beoogde datum van inwerkingtreding 1 januari 2013.

Provisieregels

In het najaar van 2008 consulteerde de AFM de wijze waarop de MiFID provisieregels voor beleggingsondernemingen en financiële dienstverleners moeten worden geïnterpreteerd. Het resultaat daarvan was de 'Leidraad passende provisie beleggingsondernemingen', die de AFM in juli 2009 publiceerde, tegelijkertijd met een soortgelijke leidraad voor financiële dienstverleners. De AFM laat daarin iedere onderneming de ruimte om op zijn eigen manier de provisieregels na te leven, maar geeft wel interpretaties en aanbevelingen. Veel elementen van de CESR consultatie over "good practices" inzake provisies⁹ komen ook voor in de Leidraad van de AFM over provisies. In aanvulling op de CESR interpretatie van de MiFID normen is de AFM van mening dat elke provisie qua hoogte in verhouding moet staan tot de door de ontvanger van de provisie geleverde inspanningen.

Het Verbond van Verzekeraars heeft gepleit¹⁰ voor Customer Agreed Remuneration (CAR), waarbij de provisie wordt betaald door de klant. De verzekeraars willen de belangenverstrenging

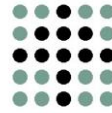
⁶ Kamerstuk 31.891, Stb. 2010, nr. 887 en 889.

⁷ De Nederlandsche Bank, ZBO-verantwoording 2011, 16 maart 2012, p. 26.

⁸ <http://www.internetconsultatie.nl/ppi2012>.

⁹ CESR/09-958.

¹⁰ *De Klant aan het Stuur*, Position Paper van het Verbond van Verzekeraars d.d. 18 februari 2010.



ling die kan optreden bij omzetgerelateerde provisies vermijden. Per 1 januari 2013 zal provisie verboden zijn voor levensverzekeringen en sommige schadeverzekeringen, met eerbiedigende werking (grandfathering) voor provisiestromen met betrekking tot producten die voor 1 januari 2013 zijn afgesloten.¹¹ Dit zal ook gaan gelden voor distributie van beleggingsinstellingen, voor zover dat binnen het Nationaal Regime plaatsvindt door assurantietussenpersonen.

In reactie op het provisieverbod in de verzekeringssector en bij kredietbemiddeling heeft de AFM, onder verwijzing naar de Britse FSA, laten weten hiervoor ook te voelen waar het distributie van beleggingsinstellingen betreft. Het Nederlandse Ministerie van Financiën heeft op 1 februari 2011 in het kader van de 'MiFID Review' gezegd voorstander te zijn van een verbod op provisies bij discretionair vermogensbeheer en bij beleggingsadvies, maar ook van uitbreiding van dat verbod naar alle andere beleggingsdiensten, waarbij *execution only* en het Nederlandse Nationaal Regime expliciet worden genoemd. Dit heeft de minister op 15 maart 2011 aangevuld met de mededeling dat, mocht een verbod op Europees niveau (op korte termijn) niet haalbaar blijken, hij dan alsnog op nationaal niveau stappen zou ondernemen om deze provisies te verbieden.¹²

Op het DUFAS Investment Management Forum in juni 2011 is nader over deze distributievergoedingen problematiek gesproken. Eind september 2011 heeft DUFAS een bijeenkomst op het Ministerie van Financiën bijgewoond om met alle betrokken partijen te bespreken wat de praktische consequenties zouden kunnen zijn van een verbod op distributievergoedingen bij beleggingsinstellingen. DUFAS is van mening dat, als de overheid een verbod wil invoeren in afwijking van de Europese Unie, tevoren een zorgvuldige impactanalyse moet worden gemaakt en dit bij wet moet worden geregeld, zoals ook voor verzekeraars is gebeurd. Anders kan dit leiden tot allerlei onduidelijke en verschillende praktijkoplossingen, waarmee de *retail* klant niet is gediend.

In dit kader is ook van belang dat het essentiële level playing field voor cross-sectorale financiële producten ontbreekt in Europa. De Packaged Retail Investment Products richtlijn (PRIIPs)¹³ die deze beleggersbescherming moet gaan realiseren, heeft in 2011 moeten wachten op allerlei andere initiatieven voor regelgeving die de Europese Commissie een hogere prioriteit toekende.

Voor de asset management sector is het level playing field op drie manieren van belang.

1. In de concurrentie van beleggingsinstellingen met andere financiële producten, zoals structured products, bancaire- en verzekeringsproducten.
2. In de concurrentie tussen advies en *execution only*. Dat lijkt DUFAS uit oogpunt van level playing field tussen financiële instellingen reëel, hoewel de motivering voor een verbod, dat het advies zou kunnen worden gekleurd door de distributievergoeding, niet geldt bij *execution only*. Het zou anders zeer verwarrend worden voor het beleggend publiek. De Britse FSA heeft inmiddels eveneens aangegeven distributievergoedingen bij de in de UK voor sett-

¹¹ Kamerstuk 32.545, nr. 5.

¹² Kamerstuk 31.980, nr. 38, p. 6.

¹³ De consultatie van de Europese Commissie hiervoor sloot op 31 januari 2011. Zie http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm.



- lement redenen alom aanwezige *fund platforms (execution only)* eveneens te gaan verbieden.¹⁴
3. In de grensoverschrijdende concurrentieverhoudingen. De regels van de herziene richtlijn MiFID II zullen in de Nederlandse benadering moeten meewegen. Daarbij is tevens van belang de vraag, of een verbod dat verder gaat dan MiFID II, wel is toegestaan onder de Europese regels.

Intussen dringt de AFM aan op zelfregulering door de adviseurs c.q. distributeurs om af te spreken dat zij geen vergoedingen meer van de aanbieders aannemen c.q. ontvangen vergoedingen verrekenen met de klant. DUFAS gelooft niet dat zelfregulering hier een begaanbare weg kan zijn omdat het maar de vraag is er mededingingsrechtelijk afspraken gemaakt mogen worden over distributievergoedingen en omdat – als dat zou zijn toegestaan – de kans reëel is dat *free riders* zich van zo'n afspraak weinig zouden aantrekken.

In de praktijk zien wij nu ook door banken gestuurde modelportefeuilles en *fund-of-funds* constructies ontstaan, waarbij de distributievergoeding simpelweg is vervangen door een beheerfee die de bank/distributeur voor dit fondsmanagement in rekening brengt. In haar *Retail Conduct Risk Outlook 2012* publiceert de Engelse toezichthouder FSA – in de aanloop naar de in werkingtreding van het verbod op distributievergoedingen in het Verenigd Koninkrijk per 1 januari 2013 (RDR) – hier interessante gezichtspunten over deze zogenaamde “*Distributor-Influenced Funds*”. (DIFs) inmiddels als “*Centralised Investment Propositions*” aangeduid.¹⁵ DUFAS is uit oogpunt van duidelijkheid voor *retail*beleggers daarom voorstander van een eenduidig distributiemodel, waarbij de speelruimte door de wetgever wordt bepaald.

Productgoedkeuringsproces

De Tweede Kamer wil dat er toezicht komt op het door financiële instellingen gevoerde product goedkeuringsproces. Minister De Jager heeft dat toegezegd, maar daarbij opgemerkt dat dit geen preventieve markttoelatingstoets zal worden, maar een marginale toetsingsbevoegdheid.¹⁶ Een wettelijke basis hiervoor is voorgesteld in de consultatieversie van de Wijzigingswet financiële markten 2013.¹⁷ Het MiFID II voorstel voorziet in een bevoegdheid om reeds bestaande producten te verbieden.¹⁸

De AFM wil inhoudelijke eisen stellen aan het product goedkeuringsproces,¹⁹ het zogenaamde KNVB-model: de uitkomst van het proces moet zijn een product of dienst die Kostenefficiënt,

¹⁴ FSA, *Platforms, Delivering the RDR and other issues for platforms and nominee-related services*, Policy Statement PS11/9, August 2011 en FSA, *Distribution of retail investments: Delivering the RDR, feedback to CP09/18 and final rules*, Policy Statement 10/6, March 2010.

¹⁵ Zie <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/other/rcro12.pdf>.

¹⁶ Kamerstuk 31.980, nr. 35, 45, 49.

¹⁷ Kamerstuk 33.236, nr. 2. Zie artt. 4:14, lid 2 en 4:15, lid 2, Wft. De beoogde inwerkingtredingsdatum van dit wetsvoorstel is 1 januari 2013.

¹⁸ Artikel 32, MiFIR, COM(2011) 652/4.

¹⁹ Kamerstuk 31.980, nr. 47.



Nuttig, Veilig en Begrijpelijk is. De AFM is bij publieke presentaties al enkele malen vooruit gelopen op dit KNVB-model, terwijl de industrie nog nooit is geconsulteerd over dit onderwerp.

In februari 2012 heeft het Ministerie van Financiën DUFAS geconsulteerd over een wijziging in het Bgfo. DUFAS vraagt zich af of een toezicht op een proces zich zou moeten richten op eigenschappen van de uitkomst daarvan. Daarnaast moet worden bedacht dat het toezicht op beleggingsinstellingen in de aard van de zaak een toezicht op producten is (UCITS en AIFs) en niet zo zeer op ondernemingen, zoals bij banken en verzekeraars wel het geval is. Deze eis zou niet kunnen worden gesteld aan buitenlandse UCITS en AIFs, en dat is het overgrote deel van de in Nederland aangeboden beleggingsfondsen. De vraag is hoe de AFM om zal gaan met dit ongelijke speelveld tussen Nederlandse en buitenlandse fondsen.

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

In april-mei 2012 heeft het Ministerie van Financiën een consultatie gehouden over een definitief voorstel voor een wettelijk verplicht productgoedkeuringsproces. Het onderwerp zal worden geregeld via een bij de Wijzigingswet financiële markten 2013 behorend koninklijk besluit. DUFAS heeft hierop gereageerd.

Coupurevrijstelling van € 50.000 naar € 100.000

Per 1 januari 2012 is de coupurevrijstelling naar € 100.000,- verhoogd. Dit geldt voor beleggingsinstellingen, beleggingsobjecten en producten die onder de Prospectusrichtlijn vallen.²⁰ De aanleiding hiervoor bestond uit diverse spraakmakende rechtszaken,²¹ aangespannen door gedupeerde beleggers en de AFM tegen aanbieders die allemaal gebruik maakten van de coupurevrijstelling om niet onder financieel toezicht te vallen.

DUFAS heeft zich er met succes voor ingespannen dat de oorspronkelijke door de Minister van Financiën gemaakte overgangsregeling van 26 oktober 2011 werd aangepast. In eerste instantie wilde het Ministerie aanbiedingen beneden €100.000 met terugwerkende kracht vergunningplichtig maken. DUFAS heeft het Ministerie ervan kunnen overtuigen dat deze onverhoedse maatregel juist veel beleggers in dergelijke fondsen zou schaden in plaats van beter beschermen. De nieuwe overgangsregeling van 22 december 2011 kent nu een eerbiedigende werking voor zittende beleggers tot €100.000.²² Deze overgangsmaatregel geldt uiterlijk tot inwerkingtreding van de AIFM richtlijn op 22 juli 2013.

²⁰ Wijzigingswet financiële markten 2010, Stb. 2011, nr. 248.

²¹ Palm Invest, Royal Dubai, Golden Sun Resorts, Caribbean Comfort, Partrust, Easy Life, Quality Investments, etc..

²² Stcrt. 2011, nr. 23329. Zie ook kamerstuk 32.545, nr. 6.



Wild west bordje

De Wijzigingswet financiële markten 2010 kent een verplichting tot het doen van een waarschuwing wanneer een aanbieding of product niet onder toezicht staat, het zgn. “wild west bordje”. Het komt de consumentenbescherming ten goede dat bij dit soort aanbiedingen voortaan een vrijstellingsvermelding wordt geplaatst omdat hierdoor de belegger wordt geattendeerd op het feit dat zijn belegging niet onderworpen is aan een prospectus- of vergunningsregime.

De AFM heeft eind 2009 een consultatie uitgezet inzake de vormgeving van het waarschuwingsbordje, maar deze stilgelegd toen na de val van het kabinet Balkenende IV de Wijzigingswet financiële markten 2010 controversieel werd verklaard. DUFAS heeft er in december 2010 bij de AFM op aangedrongen deze consultatie snel af te ronden, zodat marktpartijen voldoende tijd zouden hebben om de regels hieromtrent tijdig te implementeren. Pas een jaar later, in december 2011, publiceerde de AFM eindelijk de wijzigingen in de Nrgfo, waaruit bleek wanneer en hoe deze waarschuwing moet worden toegepast, terwijl deze toen binnen een maand daarna in werking zou treden.²³

De Prospectusrichtlijn zal in de nieuwe Gedelegeerde Verordening van 30 maart 2012²⁴ ook een verplichte waarschuwing bij advertenties gaan kennen. Deze zal waarschijnlijk op 1 juli 2012 in werking treden.

Interventiewet

Het Ministerie van Financiën wil door het invoeren van nieuwe mogelijkheden tot ingrijpen bij ondernemingen in de financiële sector ondernemingen in problemen tijdig en ordentelijk kunnen afwikkelen en de stabiliteit van het financiële stelsel beter kunnen borgen. Toen de concept interventiewet geconsulteerd werd, was DUFAS van mening dat de rechtsbescherming en rechtszekerheid van de eigenaren van financiële instellingen ernstig tekort schoten. Die mening werd gedeeld door de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB), Eumedion, het Verbond van Verzekeraars en de Vereniging van Effectenbezitters (VEB).

Het Ministerie van Financiën heeft het wetsvoorstel op 26 oktober 2011 bij de Tweede Kamer ingediend.²⁵ Het Ministerie van Financiën is aan de bezwaren van de financiële sector voor een belangrijk deel tegemoet gekomen. De voorgestelde interventiemogelijkheden komen neer op een aantasting van eigendomsrechten. Daar hoort volgens de Grondwet een zorgvuldige procedure bij met goede rechtsbescherming en een vooraf verzekerde schadeloosstelling. Het Ministerie van Financiën vindt op grond van het Europees Verdrag voor de Rechten van de Mens een redelijke schadevergoeding al voldoende en het parlement was het daarmee eens.

²³ Stcrt. 2011, nr. 21784 d.d. 2 december 2011.

²⁴ Art 34, tweede alinea van de Gedelegeerde Verordening 809/2004 (art. 1(15) van de wijzigingsverordening) en nr 15 in de considerans. Zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/-index_en.htm

²⁵ Kamerstuk 33.059.



Belanghebbenden (zowel aandeelhouders als de onderneming zelf) zouden daarnaast tenminste moeten kunnen voorzien wanneer een interventie van de toezichthouder op handen is en met welke instrumenten de toezichthouder zou kunnen ingrijpen. Dat zou goed kunnen door de maatregelen in een interventieladder te plaatsen, en het kabinet heeft gezegd dat het de voorlaatste sport is (voor de noodregeling).

In het concept waren ‘tekenen van een gevaarlijke ontwikkeling in de bedrijfsvoering die zich niet (voldoende) ten goede zal keren’ al voldoende om te interveniëren, maar in het definitieve wetsvoorstel mag dat conform voorstellen van DUFAS c.s. alleen nog maar als het gevaarlijke ontwikkelingen betreft die tot uitdrukking komen in de solvabiliteit, liquiditeit, het eigen vermogen of – bij verzekeraars – de technische voorzieningen.

Ten tijde van het schrijven van dit jaarverslag was het wetsvoorstel nog niet door de Eerste Kamer aangenomen.

Implementatiewet UCITS IV

UCITS IV betreft onder meer de invoering van een Europees paspoort voor de beheermaatschappij (daarmee kan een beheerder uit de ene lidstaat UCITS beheren die zijn gevestigd in een andere lidstaat), de mogelijkheid om *master-feeder* structuren op te zetten, de invoering van een *Key Investor Information Document* (KIID, in Nederland Essentiële Beleggersinformatie EBI genoemd, de vervanging van de Financiële Bijsluiter voor zowel UCITS als non-UCITS) en de vereenvoudiging van de notificatieprocedure voor marketing in andere lidstaten.

De UCITS IV richtlijn is in werking getreden op 18 november 2009 en Nederland had de tijd tot 30 juni 2011 om de richtlijn te implementeren in de Wet op het financieel toezicht. Het kabinet heeft het wetsvoorstel UCITS IV op 2 februari 2011 naar de Tweede Kamer gestuurd. Het voorstel tot wijziging van de AMvB's is in de maanden december 2010 en januari 2011 geconsulteerd.

De Nederlandse wetgever was op 8 juli 2011 klaar. Op basis van de concept AMvB heeft de AFM sedert 23 december 2010 de tijd gehad om tot een tekst voor de Nrgfo te komen, maar het moest – ondanks aandringen door DUFAS – nog tot december 2011 duren voordat de AFM eindelijk de wijzigingen in de Nrgfo publiceerde.²⁶ De AFM beriep zich hiervoor op hogere prioriteiten binnen haar risicogeoriënteerd toezicht.

Op 30 juni 2012 moeten alle vereenvoudigd prospectussen zijn vervangen door de nieuwe (EBI/KIID) voor zowel UCITS als non-UCITS.

Beleggerscompensatiestelsel

DUFAS is van mening dat het Beleggerscompensatiestelsel (BCS) moet voldoen aan het profijt-beginsel, zodat alleen voor cliënten, instellingen en producten die daadwerkelijk gedekt worden

²⁶ Stcrt. 2011, nr. 21784 d.d. 2 december 2011.



door het BCS ook een bijdrage moet worden betaald. Wie er niet van kan genieten, hoeft er ook niet voor te betalen. Daarbij aanvaardt DUFAS dat er ook bij vermogensscheiding een residueel risico blijft van vorderingen uit onrechtmatige daad (administratieve fouten en fraude) en andere civiele claims (wanprestatie, dwaling, bedrog). De bijdragesystematiek dient daarmee rekening te houden en transparant te zijn. Bijdragen door ondernemingen die de facto uitsluitend diensten aan professionals verlenen moeten worden beëindigd.

De huidige financieringssystematiek van het BCS (een vaste heffing plus een variabele heffing afhankelijk van het aantal particuliere cliënten) brengt ten onrechte mee dat een interprofessioneel fonds, dat geen diensten aan particulieren verleent, ook niet in de sfeer van vermogensbeheer, toch een vast bedrag per jaar aan het BCS betaalt, terwijl diens cliënten er nooit van zullen kunnen profiteren.

Het overleg over aanpassing van het Nederlandse stelsel is na september 2007 stil komen te liggen, als gevolg van verlegging van de prioriteiten op het Ministerie van Financiën na de deconfiture van Lehman Brothers en zal worden voortgezet zodra de nieuwe Richtlijn Beleggingscompensatiestelsels moet worden geïmplementeerd. Daarbij is inmiddels besloten dat er voor UCITS geen Europees geharmoniseerd garantiestelsel zal worden ingericht.

In 2010 heeft De Nederlandsche Bank een uitkering van ongeveer € 600.000,- moeten doen uit het beleggerscompensatiefonds, waardoor de contribuanten voor het eerst in jaren een rekening kregen voor een nieuwe bijdrage. Naar aanleiding daarvan heeft DUFAS in 2010 verzocht te worden opgenomen in het bestuur van de stichting die het fonds beheert. DUFAS is in 2011 door De Nederlandsche Bank benaderd om zitting te nemen in het bestuur van de Stichting Beleggerscompensatiestelsel.

Wijzigingswet financiële markten 2012 en 2013

De Wijzigingswet financiële markten 2012 is per 1 januari 2012 in werking getreden.²⁷ De voor asset managers belangrijkste bepaling is, dat het beleggerscompensatiestelsel (BCS) ook gaat gelden voor Nederlandse beheerders van UCITS. Dit is een reparatie van een foutje dat er met de invoering van de Wft in 2006 in is geslopen. Daarnaast wordt het verbod van misleiding uitgebreid naar alle reclame-uitingen. Het gold tot dusverre alleen voor beleggingondernemingen. Het omvat verder onder meer wijzigingen in het collectieve vergunningenregime voor beleggingondernemingen – met *grandfathering clause* en vrijstellingsmogelijkheid, wijzigingen in de biedingsregels en bepalingen inzake de veiling van broeikasgasemissierechten.

Het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2013 bevat de delegatie grondslag op grond waarvan in het Bgfo regels zullen kunnen worden opgenomen omtrent een productgoedkeurings- en distributieproces en de moreel-ethische verklaring (beide onderwerpen worden separaat besproken in dit jaarverslag). Beide zaken worden uitgewerkt in het bijbehorende Wijzigingsbesluit financiële markten 2013. Beoogde inwerkingtredingsdatum is 1 januari 2013.

²⁷ Stb. 2011, nr. 610 en 671. Zie ook kamerstuk 32.781.



Wetsvoorstel corporate governance

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

DUFAS is van mening dat de voorstellen tot melding van intenties en identificatie van aandeelhouders niet zullen werken, omdat zij afhankelijk zijn van welwillende aandeelhouders en het te adresseren probleem is dat van de “kwaadwillende” aandeelhouder. De nieuwe drempel voor melding van zeggenschap van 3% is een lastenverzwarende “nationale kop” op de transparantie-richtlijn (*goldplating*), die slecht is voor het investeringsklimaat in Nederland. Wel effectief zou zijn het voorstel van het Ministerie van Financiën om de meldingsplicht van zeggenschap en kapitaalbelang uit te breiden met een meldingsplicht van economische long posities, die thans ook door CESR wordt overwogen.

DUFAS heeft gepleit voor een uitzondering voor asset managers op de 3% meldingsdrempel. Een beheerder moet de deelnemingen van zijn verschillende fondsen in een onderneming bij elkaar optellen. Verschillen in beleggingsbeleid van de diverse beleggingsinstellingen en het open end karakter (inkoop/uitgifte eigen aandelen van het fonds) zorgen ervoor dat het percentage dat in één onderneming wordt gehouden fluctueert. Een lagere meldingsdrempel leidt tot relatief frequentere melding.

De deelnemingen moeten ex art 5:45 Wft worden opgeteld. Maar een asset manager kan zowel gelden beheren voor eigen groepsonderdelen (een bank, een verzekeraar in de groep) als voor cliënten, en de intenties van de asset manager kunnen voor al die groepen beleggers in één beursfonds verschillend zijn. Het bekend maken van de intenties die bij het gemelde belang horen, is dan niet mogelijk, omdat het beleggingsbeleid voor verschillende fondsen van de fondsbeheerder tot volstrekt tegengestelde intenties kan leiden. Vergelijkbare problemen spelen in geval de beheerder fondsen heeft in diverse jurisdicties en daar ook een aparte beheerder (met eigen beleid) verplicht is gesteld (bijv. Luxemburg).

De identificatie van aandeelhouders gaat niet goed lukken bij weigerachtige buitenlandse custodians (en sub-custodians) en zou dus beter Europees kunnen worden geregeld.

Als gevolg van de val van het kabinet Balkenende IV heeft de parlementaire behandeling van dit wetsvoorstel stil gelegen, ook al is het niet controversieel verklaard. Desalniettemin is het Ministerie van Financiën en het nieuwe kabinet Rutte-Verhagen achter de voorstellen blijven staan.

De Tweede Kamer had nog veel nadere vragen die pas na een half jaar door de Minister van Financiën werden beantwoord.²⁸ Naar aanleiding van die antwoorden heeft de Tweede Kamer

²⁸ Kamerstuk 32.014, nr. 11 en 12.



opnieuw vragen gesteld, die vier maanden kostten om te beantwoorden.²⁹ Er zijn tenslotte in april 2012 door Tweede Kamerleden amendementen ingediend om de verplichte strategiemelding te schrappen, om de identificatie van aandeelhouders praktischer te maken, en om de verhoging van de drempel voor het agenderingsrecht aan te scherpen.³⁰ Verwacht wordt dat deze op een parlementaire meerderheid kunnen rekenen.

Het is echter, nadat het kabinet Rutte-Verhagen op 23 april 2012 zijn ontslag aanbood en daarvoor demissionair werd, op het moment van schrijven van dit jaarverslag onzeker of het wetsvoorstel nog in 2012 in werking kan treden.

Meldingsplicht cash-settled financiële instrumenten (melding economische long-posities)

Soms komt het voor dat een aandeelhouder in een beursgenoteerde onderneming heimelijk een groot belang opbouwt, zonder een melding aan de toezichthouder te hoeven doen. Door middel van *contracts for differences* en *total return equity swaps* kunnen aandeelhouders die dat willen “onder de radar” blijven ondanks dat zij substantiële “virtuele” belangen hebben in een vennootschap. In de overeenkomst die is gesloten tussen een bank en een wederpartij met betrekking tot de waarde van een onderliggend (recht op een) aandeel dat wordt verhandeld op een gerelementeerde markt, wordt afgesproken dat wordt afgewikkeld anders dan in die aandelen, vaak *cash settled*. De bank verplicht zich om bij de beëindiging van de overeenkomst aan de wederpartij het verschil te betalen tussen de actuele waarde van een aandeel en een eventuele koersstijging en dividenden daarop. Als tegenprestatie ontvangt de bank een vergoeding. Ondanks dat een afwikkeling anders dan in aandelen is overeengekomen, kunnen partijen toch overgaan tot afwikkeling in aandelen in plaats van in geld. Dan kunnen de desbetreffende vennootschap, haar aandeelhouders en de rest van de markt plotseling worden geconfronteerd met een aandeelhouder die heimelijk een substantieel belang in een uitgevende instelling heeft opgebouwd zonder dat daarvan een melding aan de toezichthouder is gedaan.

DUFAS ziet dit voorstel als een beter en eenvoudiger oplossing dan de voorstellen in het Wetsvoorstel Corporate Governance. Het Ministerie van Financiën heeft een apart wetsvoorstel van 24 mei 2011 aan deze meldingsplicht gewijd, dat op 1 januari 2012 in werking trad.³¹

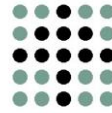
Wet financiering decentrale overheden (Fido)

Het Ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties (BZK) heeft DUFAS in 2009 gevraagd deel te nemen aan een overleg waarin onder meer duidelijker moest worden welke rol asset management kan spelen bij het beheer van middelen van decentrale overheden binnen de randvoorwaarden van de *Wet financiering decentrale overheden (Fido)* en de *Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden (Ruddo)*. Dit is van groot belang geworden na de verkoop door diverse overheden van belangen in energie- en kabelmaatschappijen alsmede het storten daarvan op rekeningen bij IceSave en DSB bank. Doel was dat BZK een leidraad zou maken die een lage-

²⁹ Kamerstuk 32.014, nr. 13 en 14.

³⁰ Kamerstuk 32.014, nr. 17, 21 en 29.

³¹ Kamerstuk 32.783 en Stb. 2011, nr. 611 en 671.



re overheid duidelijk maakt welke stappen moeten worden doorlopen (volgens Wft, Wge en Fido) om zijn kapitaal verantwoord te kunnen uitzetten. Deze leidraad van BZK heeft de vorm gekregen van een geactualiseerde vraag en antwoordrubriek over de Wet Fido en de Ruddo. Deze is uitgebreid met informatie over de voornaamste beleggersbeschermingsregels van de Wft en de Wge om lagere overheden beter in staat te stellen een weloverwogen keuze te maken ten aanzien van het producten- en dienstenaanbod op de financiële markten.

Op 23 juli 2011 is het eindproduct van de werkgroep, getiteld *Veel gestelde vragen Fido*, gepubliceerd op de website van BZK.³² De werkgroep van BZK heeft voorts de Minister van BZK geadviseerd om de Wet Fido en de Ruddo aan te passen aan de Wft. BZK heeft daarop de ambtelijke ondersteuning van de werkgroep beëindigd. DUFAS heeft daarop onder voorzitterschap van BNG de facilitering van de werkgroep voor toekomstige vragen voortgezet.

Het ziet er overigens naar uit dat de toekomstige betekenis van de Wet Fido voor asset managers aanzienlijk zal verminderen. Het demissionaire kabinet heeft met instemming van een kleine meerderheid van de Tweede Kamer op 26 april 2012 voorgesteld om in 2013 verplicht schatkistbankieren zonder leenfaciliteit in te voeren voor gemeenten, provincies en waterschappen. Schatkistbankieren kon al op basis van vrijwilligheid. Dit heeft een positief effect op de omvang van de staatschuld en het EMU-saldo.³³ Tekorten bij decentrale overheden tellen mee in het EMU-saldo terwijl de vermogens niet worden aangehouden in de schatkist. Gevolg is dat de staat meer moet lenen, terwijl elders binnen de collectieve sector miljarden worden uitgezet in de markt. Dat is volgens kabinet en Tweede Kamer niet efficiënt.

Kosten van toezicht

In 2003 werd de huidige financieringsystematiek voor de toezichtkosten vastgesteld. Nieuw hierin was dat (naast de banken) de overheid voor het eerst ging bijdragen in de toezichtkosten. Daarnaast werd er voorzien in een zogenaamd Adviserend Panel bij de toezichthouders, bestaande uit vertegenwoordigers van de verschillende brancheorganisaties in de financiële sector, dat overlegt met de AFM en DNB over de toezichtbegroting en realisatie daarvan. Financiën heeft het nieuwe toezichtkosten regime in 2007 geëvalueerd en geconcludeerd dat de systematiek naar tevredenheid werkte. Eind 2006 heeft Minister Bos aan de toezichthouders een taakstellende bezuiniging van 8% ten opzichte van de begroting over 2007 opgelegd.

In 2008 heeft Financiën naar aanleiding van nader overleg met de sector als gevolg van een uitspraak van het College van Beroep voor het Bedrijfsleven toegezegd de kostensystematiek opnieuw in overleg met de sector te zullen evalueren. Dit naar aanleiding van klachten van DUFAS en andere brancheorganisaties over de onvoorspelbaarheid van de rekening van de toezichthou-

³² <http://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/provincies/documenten-en-publicaties/richtlijnen/2008/07/-12/veelgestelde-vragen-financiering-decentrale-overheden-fido.html>.

³³ Kamerstuk 21.501-07, nr. 910 en 33.242, nr. 1. Het demissionaire kabinet Balkenende IV wilde hier toe eerder niet beslissen (zie kamerstuk 32.362, nr. 1). Op 28 november 2011 liet Minister Donner van Binnenlandse Zaken echter weten dat hierover overleg met de lagere overheden gevoerd zou worden (Aanhangsel Handelingen II, 2011-2012, nr. 782).



der voor individuele financiële instellingen, en vernietiging van enkele beschikkingen door het College van Beroep voor het Bedrijfsleven, alsmede klachten van de AFM over een toenemend aantal klachten en juridische procedures. Dit overleg is in november 2009 begonnen. Voor DUFAS waren de doelstellingen: (1) handhaving van het kostenplafond van de toezichthouders, (2) zoveel mogelijk vermijden van kruissubsidiëring tussen sectoren, (3) stabilisatie van de jaarlijkse heffingen voor de instellingen.

In november 2011 heeft Minister De Jager een wetsvoorstel naar de Tweede Kamer gezonden, waardoor de toezichtkosten per categorie financiële instellingen voor een periode van vijf jaar worden gestabiliseerd als een vast percentage van de begroting van de AFM en DNB aan de hand van de begrotingen over 2011 en 2012.³⁴ Binnen die vijf jaar zal de wet alleen worden gewijzigd om de percentages aan te passen indien wijzigingen in de toezichtswetgeving daartoe aanleiding geven of indien er substantiële wijzigingen optreden in het toezicht op een bepaalde categorie instellingen. Dat zal naar verwachting gaan gebeuren na de inwerkingtreding van de AIFM wetgeving.

Dit voorstel helpt naar verwachting van DUFAS de rekening voor individuele asset managers meer dan voorheen te stabiliseren en meer voorspelbaar te maken. Als instellingen bij het be- groten van de te betalen rekening aan de toezichthouders de kostenregeling raadplegen, blijft er in de huidige systematiek één grote onvoorspelbare kostenpost over, namelijk de mate waarin de AFM zijn budget over- of onderschrijft als gevolg van bijvoorbeeld herprioriteringen. Met name bij kleinere “silo’s” als beleggingsinstellingen of beleggingsondernemingen handelend voor het publiek heeft dat in het verleden tot grote fluctuaties geleid.

Volgens het ministerie van Financiën zijn er beperkte herverdeeleffecten tussen verschillende soorten onder toezicht staande instellingen door het samenvoegen van enkele categorieën in- stellingen. Zo worden beleggingsinstellingen en beleggingsobjecten samengevoegd in één catego- rie. Banken die vermogensbeheer uitvoeren worden uit de categorie beleggingsondernemingen overgeheveld naar de categorie banken. PPIs worden samengevoegd met pensioenfondsen.

Asset managers gaan bij de AFM ongeveer 12,3% van de begroting financieren en bij DNB onge- veer 3,8%.³⁵ Een eventueel overschot op de begroting van de toezichthouder wordt in het vol- gende begrotingsjaar naar rato verrekend met de onder toezicht staande instellingen. In de pe- riode 2004-2010 hebben die verschillen gevarieerd van 1,67% tot 9,6% bij de AFM en tussen 2,96% en 26% bij DNB.³⁶ Het zal dus helaas niet zo zijn dat een instelling op basis van bij hemzelf bekende gegevens de heffingen door de AFM en DNB precies zal kunnen inschatten. Wel wordt de volatiliteit van de heffingen door de toezichthouder gedempt doordat tussentijdse afwijkingen van de begrote inspanningen van de toezichthouders (doordat in een andere “silo” een urgente kwestie veel menskracht vraagt) niet meer direct worden weerspiegeld in de heffingen.

³⁴ Kamerstuk 33.057.

³⁵ Bijlage II van het wetsvoorstel, zie kamerstuk 33.057, nr. 2, p.22.

³⁶ Kamerstuk 33.057, nr. 6, p. 5 en 6.



Daarnaast blijft het door de toenmalige minster Bos ingestelde budgetplafond voor de toezichthouders (geen kostenstijgingen boven inflatie, behoudens voor nieuwe taken) gehandhaafd. Wel heeft De Nederlandsche Bank aangekondigd met het ministerie van Financiën te gaan overleggen over capaciteitsuitbreiding, naar aanleiding van de IMF landenrapportage van 2011 en een internationaal vergelijkend rapport waaruit zou blijken dat Nederland relatief weinig fte voor het toezicht zou inzetten.

Verbod op beleggen in clustermunitie

Op 30 mei 2008 werd het Verdrag inzake clustermunitie³⁷ getekend. In december 2009 sprak de Tweede Kamer met steun van de linkse partijen plus D66 in een motie als zijn mening uit, dat, hoewel enkele Nederlandse financiële instellingen hun beleid ten aanzien van investeringen in clustermunitie hadden aangescherpt, niet alle Nederlandse financiële instellingen dat hadden gedaan, en dat er daarom een wettelijk verbod moest komen.³⁸ Na de val van het kabinet Balkenende IV meldde minister De Jager, dat hij de motie naast zich neer zou leggen,³⁹ omdat het verdrag er niet om vraagt, en de wetgever zeer terughoudend zou moeten zijn met het opleggen van beperkingen aan beleggingsbeleid, vanwege de ondernemingsvrijheid, omdat transparantie ten aanzien van de beleggingen beter zou werken, een verbod weinig praktische betekenis zou hebben en omdat een verbod zeer slecht zou zijn te handhaven.

In maart 2011 nam de Eerste Kamer hetzelfde standpunt in als de Tweede Kamer.⁴⁰ Het kabinet reageerde in eerste instantie afhoudend op de motie, een houding die het kabinet op een kritische reactie van de gehele Eerste Kamer kwam te staan. In maart 2011 deed het kabinet daarom een concessie: er zou nog in 2011 een covenant komen met financiële instellingen en pensioenfondsen, dat na drie jaar zou worden geëvalueerd.⁴¹ Intussen bleek de Eerste Kamerfractie van het CDA van tegenstander in maart 2011 voorstander van zo'n wettelijk verbod te zijn geworden en de CDA fractie in de Tweede Kamer in december 2011 ook.⁴² In oktober 2011 stuurde minister De Jager een brief naar de Eerste Kamer waarin hij de motie ondersteunde, en beloofde te komen met een uitwerking van een wettelijk verbod.⁴³

DUFAS vraagt zich af of het verstandig is zo'n verbod in te voeren. De meeste asset managers

³⁷ Trb. 2009, nr. 45. Het verdrag trad op 1 augustus 2010 in werking.

³⁸ De motie Van Velzen/Van Dam, kamerstuk 22.054, nr. 155. Zie Handelingen II, 2009-2010, p. 34-3277.

³⁹ Kamerstuk 22.054, nr. 158.

⁴⁰ Kamerstuk 32.187, nr. F.

⁴¹ Kamerstuk 32.187, nr. J.

⁴² Handelingen Eerste Kamer 22 maart 2011, p. 21-4-25. Het CDA in de Tweede Kamer stemde voor de motie Voordewind/Eijsink (kamerstuk 33.000 X nr 57), die verzocht om zo spoedig mogelijk met wetgeving te komen op beleggen in clustermunitiefabrikanten (zie Handelingen II, 13 december 2011, p. 35-12-23). Deze motie werd tevens gesteund door de PvdA, SP, Groen Links, D66, ChristenUnie en de PvdD.

⁴³ Kamerstuk 32.187, nr. L.



sluiten clustermunitione producenten al langer uit in hun beleggingsbeleid, maar een wettelijk verbod leidt tot aanzienlijke extra nalevingslasten, doordat de *controls* die moeten worden aangebracht vanuit risicomanagement perspectief strakker zullen moeten worden. Bedacht moet tevens worden dat beleggingsfondsen met Europese paspoorten (UCITS, AIFs, en in de toekomst EVCs) vrij verkocht kunnen worden in Nederland, zodat het verbod niet waterdicht kan zijn.⁴⁴ Het voorgenomen verbod geldt niet voor particuliere beleggers, liefdadigheidsinstellingen, lagere overheden, etc. en zou daarom beter in het Wetboek van Strafrecht, de Wet wapens en munitie of de Wet op de Economische Delicten kunnen worden neergelegd.

DUFAS is in elk geval van mening dat, als dit verbod wordt ingevoerd, er een lijst van ondernemingen moet worden opgesteld, waarin niet mag worden belegd, omdat de definitie in het Verdrag ingewikkeld is, en multi-interpretabel.⁴⁵ Zo kan ook de onduidelijkheid over de vraag hoe met inter-company belangen moet worden omgegaan worden geadresseerd. Dit zou het beste in overleg tussen overheid en financiële instellingen, gefaciliteerd door de overheid, kunnen gebeuren.⁴⁶

Naast een verbod en sancties zouden ook inspanningen van partijen om het doel van het Verdrag te bereiken moeten worden beloofd. DUFAS wil daarom engagement toestaan gedurende een bepaalde periode. Als engagement slaagt zijn er immers meer beleggers die niet meer in clustermunitione beleggen dan wanneer het belang eenvoudig wordt verkocht.

IW compensatie

In oktober 2009 publiceerde de AFM het rapport *AFM Aanbevelingen Beleggingsinstellingen, voor juiste en betrouwbare prospectusinformatie en handelsprijzen*. De AFM gaf daarin diverse aanbevelingen die beheerders van beleggingsinstellingen kunnen gebruiken om het IW-proces te verbeteren.

In reactie daarop heeft DUFAS in 2011 een concept uitgewerkt voor een handreiking inzake compensatie van fouten in de berekening van de Intrinsieke Waarde. Inmiddels heeft DUFAS de handreiking IW fouten compensatie afgerond. Aanbevolen wordt altijd te compenseren in geval van IW fouten. DUFAS heeft in zijn handreiking een aantal van de aanbevelingen van de AFM overgenomen.

⁴⁴ Denemarken, Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland verbieden beleggen in clustermunitione niet. België, Frankrijk, Hongarije, Ierland, Italië, Luxemburg, Malta, Noorwegen, het Verenigd Koninkrijk en in zekere zin ook Zweden doen dat wel. Andere EU lidstaten hebben nog geen standpunt ingenomen (zie *Cluster Munition Monitor 2011*).

⁴⁵ Omdat “smart” munitie niet zonder aanzien des persoon letsel zou veroorzaken en het risico van blindgangers ook niet of in veel mindere mate aanwezig zou zijn, wordt wel betoogd dat dergelijke wapens niet onder het Verdrag zouden vallen. Zie voor een bespreking van de uitzonderingen op het verbod ook Gro Nystuen, Stuart Casey-Maslen (eds.), *The Convention on Cluster Munitions, A Commentary*, Oxford University Press, 2010, p. 161 e.v.

⁴⁶ De Belgische en Luxemburgse wetgeving eist ook een lijst, maar die is nog steeds niet gepubliceerd. De Noorse Ethical Commission van het staatspensioenfonds heeft al wel een lijst.



In diverse Europese landen is een vorm van compensatie bij IW-fouten de norm. De handreiking beveelt fondsmanagers aan om waar relevant te kijken naar regelgeving hieromtrent in andere EU lidstaten, zoals Luxemburg. Een IW foutencompensatie regeling kan werken met drempels alsmede beperkingen in de tijd (waarbij wel rekening moet worden gehouden met civielrechtelijke verjaringsbepalingen). In veel gevallen kent de fondsbeheerder de individuele retailbeleggers niet. In dergelijke gevallen zal hij samen met zijn distributeur(s) afspraken moeten maken over de wijze waarop tot compensatie kan worden overgegaan.

Code Asset Managers

DUFAS werkt aan de opstelling van een Code Asset Managers, in reactie op het rapport van de Commissie De Wit,⁴⁷ het kabinetsstandpunt daarover⁴⁸ en de door de Tweede Kamer aangenomen Motie Braakhuis c.s.⁴⁹ Het Ministerie van Financiën heeft alle financiële sectoren om uitwerking van zelfregulering gevraagd, naar analogie van de Code Banken. Door het Verbond van verzekeraars is op 15 december 2010 een dergelijke code gepubliceerd. Het Ministerie van Financiën heeft ook de Pensioenfederatie gevraagd om voorstellen te doen.

DUFAS heeft in 2011 met een aantal specialisten van de leden een concept voor de Code voorbereid. Asset managers kennen andere activiteiten en organisatiestructuren dan banken en verzekeraars. Deze verschillen in de aard en opzet van de dienstverlening zal tot uitdrukking moeten komen in een Code Asset Managers, zoals asset management ook in verschillende internationale wetgeving een andere behandeling krijgt. Asset managers verrichten immers uitsluitend vermogensbeheeractiviteiten en nemen geen klantvermogen op hun eigen balans. De klant bepaalt bij vermogensbeheer zelf de mate van risico die hij wil lopen, en zijn belegd vermogen blijft strikt gescheiden van het eigen vermogen van de beleggingsonderneming. De asset manager beheert het vermogen van de klant conform de met hem daarover gemaakte afspraken, die de klant op elk moment kan beëindigen.

Tegelijkertijd neemt DUFAS met zorg waar dat de onderwerpen die zich zouden lenen voor behandeling in een zelfregulerende code, allemaal worden opgenomen in wetgeving.

Uitvoeringskosten pensioenfondsen

In april 2011 publiceerde de AFM een kritisch rapport onder de titel *Kosten pensioenfondsen verdienen meer aandacht*.⁵⁰ De AFM schreef in dat rapport dat een kostenverlaging van 0,25 procentpunt in het algemeen op een termijn van veertig jaar leidt tot een circa 7,5% hoger collectief pensioenvermogen. De kosten van pensioenfondsen van gelijke omvang verschillen volgens de AFM sterk, zeker de administratiekosten. De AFM werpt de vraag op of de relatief duurdere fondsen adequaat verantwoording afleggen aan hun deelnemers. Vooral kleine tot middelgrote

⁴⁷ Tijdelijke Commissie Onderzoek Financieel Stelsel, *Verloren Krediet*, Kamerstuk 31.980, nr. 4.

⁴⁸ Kamerstuk 31.980, nr. 16.

⁴⁹ Kamerstuk 31.980, nr. 33. De motie “verzoekt de regering om alle financiële instellingen op te roepen om gedragscodes te formuleren en zo nodig de AFM bevoegd te maken om hierop toe te zien”.

⁵⁰ Zie <http://www.afm.nl/nl/professionals/afm-actueel/rapporten/2011/kosten-pensioenfondsen.aspx>



pensioenfondsen kunnen volgens de AFM nog kosten besparen door schaalvoordelen te benutten en regelingen tegelijk te vereenvoudigen. Veel pensioenfondsen rapporteren volgens de AFM niet alle kosten. Vooral de beleggingskosten worden maar in beperkte mate gerapporteerd in het jaarverslag en aan DNB. Het onderzoek geeft aan dat de werkelijke beleggingskosten gemiddeld twee tot drie keer hoger zijn dan de gerapporteerde kosten. Met name de kleinere pensioenfondsen krijgen volgens de AFM onvoldoende zicht op de daadwerkelijke beleggingskosten, omdat vermogensbeheerders en externe managers kosten verrekenen in nettorendementen.

De Nederlandse pensioenfondsen zijn door de Tweede Kamer gevraagd om te komen met zelfregulering voor betere transparantie in de uitvoeringskosten van pensioenfondsen.⁵¹ Asset management kosten maken daarvan deel uit. De Pensioenfederatie heeft DUFAS gevraagd om haar input over de wijze waarop de verschillende kostencomponenten van vermogensbeheer beter inzichtelijk kunnen worden gemaakt. Startpunt voor de uitwerking hiervan werd gevormd door de *Aanbevelingen uitvoeringskosten* die de Pensioenfederatie in november 2011 publiceerde.

Voor de implementatie van de verschillende aanbevelingen door pensioenfondsen heeft de Pensioenfederatie nog een aantal zaken in overleg met DUFAS nader 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 pensioenfondsbesturen over de eventuele uitbesteding van vermogensbeheer ook op correcte en eenduidige informatie kunnen worden gebaseerd. Duidelijk moet zijn welke kosten door de asset manager in rekening worden gebracht en welke kostencomponenten van vermogensbeheer van derde partijen zoals *brokers* en *custodians* afkomstig zijn. Immers, bepaald niet alle kosten van vermogensbeheer kunnen aan de asset manager worden toegerekend. DUFAS heeft ingestemd met het voorstel van de Pensioenfederatie om met betrekking tot transactiekosten van *asset classes* waarvan dergelijke kosten niet apart worden gefactureerd, schattingen te maken. De aanbevelingen zijn te vinden op de website van de Pensioenfederatie.

Ontwikkelingen in Europa en de wereld

Inzake de onderwerpen die in dit hoofdstuk worden besproken werkt DUFAS ooksamen met de *European Fund and Asset Management Association* (EFAMA).

Reorganisatie financieel toezicht op Europees niveau

De EU heeft op 1 januari 2011 een *European Systemic Risk Board* (ESRB) en drie *European Supervisory Authorities* (ESAs) opgericht. CESR is omgevormd tot ESMA en heeft meer taken en bevoegdheden gekregen. De European Systemic Risk Board (ESRB) is een nieuw orgaan dat wordt belast met het macro-prudentiële toezicht op het financiële stelsel in Europa. De drie Autoriteiten – de *European Banking Authority* (EBA), de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA) en de *European Securities and Markets Authority* (ESMA) – komen voort uit de huidige Comités van Toezichthouders voor banken (CEBS), verzekeraars/pensioenen (CEIOPS) en ef-

⁵¹ Kamerstuk 30.413, nr. 155



fecten instellingen (CESR). De ESAs kunnen niet-bindende richtlijnen, standaarden en aanbevelingen uitgeven.

Nieuw is dat ESMA en zijn collega-ESAs ook bindende technische standaarden (*binding level three*) mogen uitvaardigen (*Single Rulebook*), om een eenduidige toepassing van EU wetgeving te helpen garanderen. DUFAS is hier groot voorstander van vanuit het perspectief van een grensoverschrijdend *level playing field*. Het zal *goldplating* moeilijker zo niet onmogelijk maken en het omgekeerde (*regulatory dumping* ofwel *plastic plating*) ook. Ook zal het de kosten van naleving van regels voor grensoverschrijdend opererende financiële groepen binnen de EU verlagen.

De ESAs mogen bindend optreden bij conflicten tussen nationale toezichthouders, door eerst te proberen te bemiddelen bij een conflict, maar als dit niet slaagt, mag de ESA een beslissend oordeel vellen. Zij mogen ook bindend optreden wanneer een lidstaat afwijkt van de verplichtingen voortkomend uit de EU-wetgeving. Ook ten tijde van crises bezitten de ESAs vergaande bevoegdheden. De ESAs mogen dan, naast het faciliteren en coördineren van besluitvorming tussen nationale toezichthouders, ook zekere noodmaatregelen opleggen aan de lidstaten. Bij het optreden bij geschillen, het afwijken van EU-wetgeving en het uitvaardigen van noodmaatregelen, mogen de ESAs in het uiterste geval een besluit nemen dat rechtstreeks van toepassing is op individuele financiële instellingen, op voorwaarde dat de onderhavige EU-wetgeving ook voorziet in deze rechtstreekse toepassing.

De Europese Raad van Ministers van Financiën heeft afgesproken dat de besluiten van de ESAs de budgettaire verantwoordelijkheid van de lidstaten niet mogen aantasten. Dat betekent dat de ESAs niet direct of indirect een aanslag kunnen doen op de Rijksbegroting van een EU-lidstaat. Dit is een aanzienlijke beperking van de bevoegdheden van de ESAs, omdat in moeilijkheden verkerende banken en wellicht ook verzekeraars een beroep zullen doen op nationale staatssteun in de vorm van balanssteun of garanties, die drukken op de rijksbegroting. ESA-maatregelen kunnen dus niet heel diep ingrijpen.

De wettelijke bevoegdheden van de nieuwe Europese toezichthoudende Autoriteiten zullen ook moeten worden vastgelegd in nationale wetgeving. In Nederland is daartoe pas op 29 september 2011 het wetsvoorstel Implementatie Omnibus-I richtlijn⁵² ingediend, terwijl de richtlijn als deadline voor implementatie 31 december 2011 heeft. Ten tijde van het schrijven van dit jaarverslag was het wetsvoorstel echter nog niet door de Eerste Kamer aangenomen.

UCITS V

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

Aanvankelijk was de Europese Commissie voornemens om het UCITS V voorstel omstreeks juli 2011 te publiceren, maar dit werd uitgesteld. De reden hiervoor is dat de Commissie een nieuw

⁵² Kamerstuk 33.021.



hoofdstuk aan de richtlijn zou willen toevoegen inzake sancties, als onderdeel van een initiatief om meer harmonisatie van sancties in de financiële sector te bewerkstelligen (een vergelijkbaar hoofdstuk werd voorzien voor CRD, MiFID en MAD).

Begin april 2012 werd een concept van het Commissievoorstel voor UCITS V onofficieel verspreid. De daarin opgenomen beloningsregels zijn identiek aan die in de AIFM richtlijn. De regels voor de UCITS bewaarder verschilden op enkele punten met die voor de AIF bewaarder.

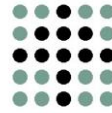
- UCITS V scherpt de eisen aan die aan bewaarders worden gesteld. Dat mogen alleen nog kredietinstellingen of beleggingsondernemingen zijn die een MiFID bewaarvergunning hebben en aan kapitaaleisen voldoen. De AIFMD kent nog een derde categorie die voor Nederlandse FGRs van groot belang is, namelijk “another category of institutions that is subject to prudential regulation and ongoing supervision and which falls within the categories of institution determined by Member States to be eligible to be a depositary” conform UCITS IV.
- De aansprakelijkheid van de bewaarder is net zo geregeld als in de AIFMD, maar de uitzondering die de AIFMD kent, wordt in het UCITS V voorstel niet herhaald.
- In geval van faillissement van een derde zijn financiële instrumenten die de derde houdt voor de UCITS niet beschikbaar om door de crediteuren van die derde uitgewonnen te worden.
- Over de uitbesteding moet uitvoerige informatie worden verschaft, en anders dan de AIFMD zegt UCITS V dat dit in het prospectus moet.

Volcker rule

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

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

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



De regel treedt in werking op 21 juli 2012 en uiterlijk twee jaar later moet men aan de regels voldoen. DUFAS probeert samen met EFAMA de inhoud van de voorgestelde regels te beïnvloeden. De voorgestelde regels zijn een extraterritoriale toepassing van Amerikaanse regels zonder de doelstelling van de *Volcker Rule* daarmee verder te brengen. Op deze schending van soevereiniteit hebben vele Europese landen gewezen. Deze ruime reikwijdte kan grote invloed hebben op de bedrijfsvoering van veel Europese asset managers, zoals de naamgeving van fondsen, het geven van *seed capital* aan fondsen, beleggingen door medewerkers, etc. Veel van deze regels zijn tegengesteld aan Europese regels dienaangaande, zoals de AIFMD. Daarnaast hoeven Amerikaanse *mutual funds* niet aan de *Volcker Rule* te voldoen en Europese wel. Deze regelgeving roept herinneringen op aan de *Glass-Steagall Act*, die in 1933 naar aanleiding van de toenmalige financiële crisis werd ingevoerd en in 1999 door President Clinton werd afgeschaft.

Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories

De afgelopen decennia is het gebruik van *over-the-counter* (OTC) derivaten fors toegenomen. De financiële crisis heeft tekortkomingen in het functioneren van deze markt aan het licht gebracht. In een poging de risico's terug te dringen en de transparantie te vergroten, heeft de Europese Commissie in september 2010, conform de G20 afspraken, een concept verordening gepubliceerd⁵³ over de invoering van een verplichte centrale clearing van gestandaardiseerde OTC derivaten en transparantie in deze sector. Oorspronkelijk stond het voorstel bekend als EMIR (*European Market Infrastructure Regulation*), maar vanaf 2011 als *Regulation on OTC derivatives*.

Met ingang van 2012 moet het grootste deel van de derivatencontracten via een centraal clearinghuis worden afgehandeld. Door sterk gereguleerde *Central Counterparties* tussen kopers en verkopers te plaatsen, wordt beoogd tegenpartijrisico's te verminderen en de stabiliteit op de financiële markten te vergroten. Eindgebruikers zullen in beginsel toegang krijgen tot dit clearing platform via *clearing members* – meestal banken.

De financiële crisis heeft 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. De Commissie wil nu informatieverschaffing over derivatentransacties verplicht stellen via zogeheten *trade repositories*. Elektronische databases zullen toegankelijk worden voor toezichthouders, terwijl geaggregeerde gegevens zullen worden gepubliceerd en daarmee kenbaar gemaakt aan marktpartijen.

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

⁵³ Zie http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#proposals



Hiervoor is aandacht gevraagd in het kader van de behandeling in het Europese Parlement en de Raad van Ministers. Dit heeft geleid tot een drie jaar durende vrijstelling voor pensioenfondsen in de tekst zoals daarover op 30 maart 2012 overeenstemming ontstond tussen de Raad en het Parlement.⁵⁴ De verordening zal 20 dagen na publicatie in werking treden, maar is nog niet gepubliceerd. Dit hangt samen met het feit dat de uitvoeringsregels voor de verordening nog niet zijn vastgesteld. Daarnaast moeten *Central Clearing Parties* (CCPs) binnen 6 maanden na vaststelling van de uitvoeringsregelingen door de Commissie een vergunning aanvragen en binnen dezelfde termijn moeten *Trade Repositories* zich laten registreren. Deze uitvoeringsmaatregelen zijn pas in maart 2012 door de *European Banking Authority*⁵⁵ de *European Insurance and Occupational Pensions Authority* en ESMA⁵⁶ geconsulteerd.

Packaged Retail Investment Products (PRIPs)

Het PRIPs project van de Europese Commissie is een poging om te komen tot meer gelijke regels in de sfeer van pre-contractuele transparantie en op MiFID geïnspireerde distributieregels voor een aantal financiële producten en diensten die thans nog buiten MiFID vallen. De Europese Commissie heeft de markt geconsulteerd over de inhoud en reikwijdte van een mogelijke richtlijn inzake *Packaged Retail Investment Products* (PRIPs). De Commissie beoogt om de richtlijn te laten gaan over precontractuele transparantie (waaronder een soort financiële bijsluiter), provisie, belangenconflicten en de MiFID termen *suitability* en *appropriateness*, maar ook advies in het belang van de klant. Dit zijn dezelfde onderwerpen als in de MiFID richtlijn.

Voor asset managers is dit een gelegenheid om een grotere mate van level playing field te bepleiten met concurrerende producten, zoals levensverzekeringen en *structured notes*. Velen zijn het met de Europese Commissie eens dat eenvoudige spaarrekeningen en aandelen er niet onder moeten vallen.

De Britse en Nederlandse brancheverenigingen van verzekeraars willen alle levensverzekeringen eronder brengen (incl. de eenvoudige overlijdensrisicoverzekering), wat de volledige steun van DUFAS krijgt. Hiermee wordt nodeloze verwarring over welke levensverzekeringen er wel onder vallen, en welke niet, voorkomen. De meeste andere verzekeraars in Europa zijn daar echter tegen en willen de regels voor niet-unit linked levensverzekeringen onderbrengen in het traject ter modernisering van de *Insurance Mediation Directive*. Dit is een van de belangrijkste punten die eind 2010 in consultatie was.

DUFAS werkt in dit kader nauw samen met niet alleen EFAMA, maar ook met de AFM en het

⁵⁴ Notitie d.d. 19 maart 2012 van de Raad van Ministers aan het Comité van Permanente Vertegenwoordigers, Interinstitutional File 2010/0250(COD), 7509/1/12 REV I

⁵⁵ *EBA Discussion Paper on Draft Regulatory Technical Standards on the capital requirements for CCPs under the draft Regulation on OTC derivatives, CCPs and Trade Repositories* (EBA/DP/2012/1), London, 6 maart 2012.

⁵⁶ *Joint Discussion Paper on Draft Regulatory Technical Standards on risk mitigation techniques for OTC derivatives not cleared by a CCP under the Regulation on OTC derivatives, CCPs and Trade Repositories* (JC/DP/2012/1), London, Frankfurt, Paris, 6 March 2012.



Ministerie van Financiën, die er van overtuigd zijn dat ook *structured products* en alle levensverzekeringen onder de reikwijdte van PRIPs zouden moeten vallen. Ook de *Association of British Insurers* en het Nederlandse Verbond van Verzekeraars delen deze overtuiging voor wat betreft levensverzekeringen, maar separate financiële bijsluiters voor *unit linked* fondsen die zijn samengesteld uit verschillende beleggingsinstellingen vinden zij niet nodig. Een concept richtlijn werd verwacht in juli 2011, maar werd medio 2011 uitgesteld tot het eerste kwartaal van 2012 en is op het moment van schrijven van dit jaarverslag nog niet verschenen. DUFAS heeft er samen met EFAMA bij de Europese Commissaris Barnier op aangedrongen snel een voorstel te publiceren, tot nu toe helaas tevergeefs.

MiFID II

De MiFID wordt herzien. De MiFID is een raamwerk van regelgeving, dat is gecentreerd rond aandelen en gereguleerde markten. Na de kredietcrisis heeft de G-20 erkend dat de *regulatory arbitrage* die dat mogelijk maakt, betekent dat de reikwijdte van de richtlijnbevestigingen moet worden uitgebreid naar andere handelsmethoden (vooral OTC) en meer financiële instrumenten, alsook 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. Hierover heeft CESR/ESMA in de lente en zomer van 2010 uitgebreide consultaties gehouden, waarop DUFAS met EFAMA heeft gereageerd.

Het consultatiedocument dat de Europese Commissie in december 2010 uitbracht was een van de meest lijvige ooit in de sfeer van financiële markten en bestreek een groot aantal voorstellen. In oktober 2011 werd dit gevolgd door een voorstel van de Commissie⁵⁷ bestaande uit een Richtlijn (MiFID), die in nationale wetgeving zal moeten worden omgezet, en een Verordening (MiFIR), die rechtstreeks werkt en daarom niet in nationale wetgeving mag worden omgezet.

DUFAS heeft in maart 2012 het Nederlandse Ministerie van Financiën een compleet overzicht gegeven van zijn standpunten inzake de diverse onderwerpen waarop de Commissie voorstelt om de regels te veranderen. De belangrijkste onderwerpen zijn:

- De Commissie stelt voor om de uitzondering op de passendheidstoets (*appropriateness test*) bij *execution only* in te perken en UCITS niet langer categoriaal non-complex te verklaren, waardoor de distributeur/aanbieder moet toetsen of de *execution-only* klant bepaalde kennis en ervaring heeft die nodig is om ze te mogen kopen. DUFAS is daar geen voorstander van, omdat dit het *level playing field* zou schaden.
- De Commissie stelt ook voor provisie te verbieden bij individueel vermogensbeheer en “onafhankelijk” advies.
- Handelsplatforms (*organised trading facilities*, OTFs) en bewaarders van financiële instrumenten worden vergunningplichtig, omdat bewaren niet langer een nevendienst is, maar een volwaardige beleggingsdienst. Lijdelijke beleggersgiro's worden hierdoor waarschijnlijk ook vergunningplichtig. Actieve beleggersgiro's waren al vergunningplichtig (omdat zij de mogelijkheid

⁵⁷ COM(2011) 656/4 en COM(2011) 652/4. Zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid-en.htm



bieden tot aan en verkoop van financiële instrumenten), maar lijdelijke beleggingsgiro's niet, omdat ze alleen maar stukken bewaren en administreren. DUFAS ziet de toegevoegde waarde van deze vergunningplicht niet.

- De vraag is of bewaarders, die veelal al op een of andere manier onder toezicht staan, onder de reikwijdte van MiFID II zouden moeten vallen. DUFAS bepleit een uitzondering op de MiFID II vergunningplicht voor bewaarders van beleggingsinstellingen (AIF en UCITS), bewaarders van premiepensioeninstellingen en administratiekantoren, omdat toezicht daarop al in een andere richtlijn geregeld is.
- De Commissie stelt voor dat niet-EU beleggingsondernemingen alleen een vergunning behoeven aan te vragen als zij zich richten op retail beleggers en professionele beleggers. Zij hoeven geen vergunning aan te vragen indien zij uitsluitend diensten verlenen aan “in aanmerking komende tegenpartijen” (dat zijn vnl. institutionele beleggers) uit landen die onder “equivalent toezicht” staan. Als de diensten worden verleend op initiatief van de Europese belegger (*initiative test*), dan geldt de vergunningplicht ook niet. DUFAS is van mening dat het derde-landen beleid moet worden geregeld overeenkomstig de AIFMD: een beleggingsonderneming uit een niet-EU land moet in één EU lidstaat een vergunning aanvragen, die hem een paspoort geeft, ongeacht de categorie beleggers waar hij zich op richt. In elk geval moet de *initiative test* ook open staan voor professionele beleggers, naast “in aanmerking komende tegenpartijen”.
- DUFAS wil ervoor waken dat de regels voor de buitenbeurshandel (*Organised Trading Facilities* (OTFs), *Multilateral Trading Facilities* (MTFs) en *Systematic Internalisers* (SI-s)) niet onbedoeld gaan gelden voor de uitgave en inkoop van deelnemingsrechten door beleggingsfondsen. Nederlandse beleggingsinstellingen die via de *Euronext Fund Service* worden aangeboden, worden via de beurssystemen *settled, but not traded*. De koersvorming van beleggingsinstellingen wordt autonoom bepaald door de fondsbeheerder op basis van de intrinsieke waarde van de beleggingen en niet door vraag en aanbod op de beursvloer. Dat is een wezenlijk verschil met op de beurs verhandelde ondernemingen. Wanneer de prijs niet wordt bepaald door vraag en aanbod, maar bijvoorbeeld door intrinsieke waarde, is er geen reden om het mechanisme in kwestie tot OTF te bestempelen.
- DUFAS is van mening dat *best execution* algoritmen moeten worden uitgezonderd van een aantal regels, die bij uitstek zijn gemaakt voor algoritmen die handelsbeslissingen nemen. De tekst van het voorstel en de considerans zijn in dat opzicht niet consistent.
- DUFAS steunt het voorstel om naast een *client ID* ook een *trader ID* op te nemen in de transactierapportage, zodat duidelijker wordt welke transacties worden verricht door *high frequency traders*. Daarnaast maakt het onderzoek naar marktmisbruik effectiever.
- DUFAS heeft bezwaar tegen de uitbreiding van de *pre-trade* transparantie naar *non-equity*, vanwege de totaal andere marktkarakteristieken. Als dat toch wordt doorgezet zal er een goed werkend systeem van *waivers* en uitgestelde publicatie moeten komen.
- De Commissie stelt een verplichte *Client-ID* voor. DUFAS is van mening dat, omdat zij de beleggingsbeslissing nemen (en niet de achterliggende cliënten), asset managers als collectief vermogensbeheerder en als individueel vermogensbeheerder door hun eigen *client-ID* zouden moeten worden geïdentificeerd. Het is nog niet duidelijk of dat ook de bedoeling van het Commissievoorstel is. Daarnaast waarschuwt DUFAS dat de inrichting van de *client-ID* duur-



der wordt wanneer het ambitieniveau qua uniciteit hoger komt te liggen, terwijl het systeem nooit waterdicht zal worden; er zijn altijd mogelijkheden voor marktmisbruikers om te handelen via andere jurisdicties waardoor hun identiteit verborgen blijft. DUFAS is dan ook van mening dat het beste kan worden gebruik gemaakt van bestaande structuren (SWIFT, IBAN, BIC).

- Het door de Commissie voorgestelde geharmoniseerd rapportage *format* voor de transactierapportage is een goede zaak, maar het moet geen optelsom van alle bestaande nationaal uitgevraagde gegevens worden.
- De verplichting tot record keeping wordt uitgebreid tot alle vormen van *electronic communication*, zodat ook sociale (internet) media, mobiele telefoons, SMS etc. hieronder vallen. DUFAS vraagt zich af hoe dit met betrekking tot gebruik van sociale media door medewerkers in de praktijk zou moeten worden uitgewerkt, zonder de privacy van die medewerkers aan te tasten. Als brokers daar al toe verplicht zijn, kunnen naar Brits voorbeeld asset managers worden uitgezonderd van de verplichting telefoongesprekken op te nemen.

De rapporteur van het Europese Parlement inzake MiFID II, de Duitse Christendemocraat Markus Ferber, heeft op 16 maart 2012 voorgesteld⁵⁸ de veranderingen in de provisieregels die de Commissie voorstelt, te schrappen. Daardoor zouden de MiFID I provisieregels blijven bestaan. Ferber heeft inzake *algorithmic trading* voorgesteld een geheel andere definitie te hanteren dan de Commissie (handel boven bepaalde snelheden), waardoor arbitrage makkelijker wordt. Deze definitie heeft als voordeel dat algoritmen die voor *best execution* gebruikt worden, eenvoudig buiten de werking van de regels inzake *algorithmic trading* kunnen worden gehouden. Ook stelt Ferber voor, dat een lid van een directie van een beleggingsonderneming maximaal twee commissariaten (in plaats van de vier die de Commissie voorstelde) mag hebben.

Insurance Mediation Directive

Eind december 2010 publiceerde de Europese Commissie, ongeveer gelijktijdig met de MiFID Review en de PRIPs consultatie een consultatie inzake de herziening van de richtlijn Verzekeringbemiddeling. Omdat de reikwijdte van PRIPs nog niet duidelijk is, en met name nog niet duidelijk is of alle levensverzekeringsproducten, die concurreren met c.q. substitueerbaar zijn voor asset management producten en diensten, hieronder vallen, heeft DUFAS gereageerd op deze consultatie.

DUFAS heeft er daarbij op gewezen dat pensioenverzekeringsproducten niet alleen door individuele retail klanten kunnen worden gekocht, maar ook door werkgevers ten behoeve van hun werknemers, en dat bij het maken van de regels voor de retail markt en de business-to-business markt regulatory arbitrage moet worden voorkomen. Voorts heeft DUFAS zoveel mogelijk verwezen naar de MiFID regels. De consultatie betrof regels voor directe verkoop, een definitie van advies en de vraag of sommige producten zonder advies verkocht kunnen worden, maatregelen ter beheersing van belangenconflicten en transparantie van alle vormen van provisies. Publicatie van het richtlijnvoorstel werd door de Commissie medio 2011 uitgesteld tot het eerste

⁵⁸ <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+COMPARL+PE-485.-882+01+DOC+PDF+V0//EN&language=EN>



kwartaal van 2012 en is op het moment van schrijven van dit jaarverslag nog niet verschenen.

De European Social Entrepreneurship Funds Regulation (ESEF) en de European Venture Capital Funds Regulation (EVCF)

Commissaris Barnier stelt voor om ESEFs (*European Social Entrepreneurship Funds*) die dat wensen een Europees paspoort te geven⁵⁹ om buiten de landsgrenzen beleggers aan te trekken (optioneel regime). *Social Entrepreneurship* betreft ondernemingen wier primaire doel is het bereiken van maatschappelijke effecten (*impact investing*) door middel van ondernemingstechnieken. ESEFs zijn fondsen die in dergelijke ondernemingen beleggen. Een ESEF is vooral bedoeld voor institutionele beleggers en mag alleen aan particuliere beleggers worden aangeboden in coupures van € 100.000 en hoger. De totale AuM mag niet hoger zijn dan € 500 miljoen, waarvan maximaal 70% opzij mag worden gezet voor liquiditeiten en operationele kosten.

Commissaris Barnier stelt ook een nieuw label getiteld EVCF (*European Venture Capital Funds*) voor,⁶⁰ dat ervoor moet zorgen dat een bepaald type beleggingsfondsen overal in de EU met één set regels kunnen worden verkocht. Ook EVCFs zijn vooral bedoeld voor institutionele beleggers en mogen alleen aan particuliere beleggers worden aangeboden in coupures van € 100.000 en hoger en de totale AuM mag niet hoger zijn dan € 500 miljoen. Tenminste 70% van het beheerde vermogen moet bedrijven ondersteunen die niet beursgenoteerd zijn, minder dan 250 mensen in dienst hebben en een omzet hebben van maximaal € 50 mln of een balanstotaal van minder dan € 43 mln. Daardoor is de titel Venture Capital fondsen misleidend en kan beter gesproken worden van MKB-fondsen.

De voorstellen hebben bij DUFAS en EFAMA veel vragen opgeroepen. Zo is onduidelijk hoe deze nieuwe verordeningen zich precies verhouden tot de UCITS richtlijn en de AIFM richtlijn. Ook is niet duidelijk of zowel *open end* als *closed end* structuren zullen zijn toegestaan en of *funds-of-funds* en subfondsen zijn toegestaan.

Maar vooral is er bij EFAMA en DUFAS bezorgdheid omtrent de bescherming van de belegger, die in beide voorstellen zeer summier is geregeld. Zo zijn er geen regels voor risicobeheer en liquiditeitsbeheer, geen regels voor waardering van beleggingen, geen regels voor de aan- en verkoop van deelnemingsrechten, nauwelijks regels over transparantie jegens beleggers en toezichthouders, geen regels over een *compliance* functie en uitbesteding. De notificatieregels zijn in verhouding tot AIFs rudimentair. Er is zelfs geen verplichte onafhankelijke bewaarder voorgesteld.

Nu beide typen fondsen een risicoprofiel hebben dat veel weg heeft van *private equity* en *venture capital*, is het van groot belang dat de beleggersbescherming beter geregeld wordt dan thans wordt voorgesteld. Immers, met deze verordeningen zet de Europese wetgever naast UCITS en AIFs twee nieuwe *labels* voor fondsen in de markt en die moeten betrouwbaar en solide zijn en geen ruimte bieden voor arbitrage.

⁵⁹ Zie http://ec.europa.eu/internal_market/investment/social_investment_funds_en.htm#proposal

⁶⁰ Zie http://ec.europa.eu/internal_market/investment/venture_capital_en.htm



Herziening Prospectusrichtlijn

De herziening van de Prospectusrichtlijn waarbij een hogere coupurevrijstelling werd voorgesteld (€100.000,- in plaats van € 50.000,-) werd in 2011 geïmplementeerd in de Nederlandse wetgeving en trad op 1 januari 2012 in werking.⁶¹ DUFAS heeft het Ministerie van Financiën en Nederlandse Europarlementariërs in 2010 gesteund in hun streven om de coupurevrijstelling te verhogen, teneinde nog effectiever ongewenste aanbiedingen aan argeloze niet-professionele cliënten te vermijden.

Daarnaast heeft CESR/ESMA in 2010 een concept verordening geconsulteerd inzake de vorm en inhoud van het prospectus. Door te kiezen voor een verordening worden kleine implementatieverschillen op nationaal niveau, die voor ondernemingen leiden tot hogere nalevingslasten en gebrek aan uniformiteit, onmogelijk gemaakt. De verordening zal in 2012 in werking treden.⁶²

Herziening Transparantierichtlijn

De Transparantierichtlijn werd, zo bleek medio 2010 uit een door de Europese Commissie geschreven rapport en georganiseerde conferentie, in de diverse lidstaten van de Europese Unie verschillend geïmplementeerd. Met name op het punt van informatieverplichtingen betekent dat nodeloze nalevingslasten voor ondernemingen die grensoverschrijdend opereren of beleggen. Daarom heeft de Europese Commissie een herziening en verdere harmonisatie geconsulteerd in de zomer van 2010. De Commissie consulteerde in dit kader ook de vraag of er een meldingsplicht door de aandeelhouder van zijn intenties zou moeten komen.

Daarnaast onderzocht de Europese Commissie de mogelijkheid om te komen tot een verlicht regime voor kleinere bedrijven. DUFAS heeft daar krachtig stelling tegen genomen, omdat dit niet in het belang van dergelijke bedrijven is. Minder transparantie betekent namelijk een hoger risico en minder aandacht van analisten, wat ertoe leidt dat minder beleggers geïnteresseerd zijn. Dat leidt tot lagere liquiditeit en alleen al daardoor minder belangstelling van institutionele beleggers. Daardoor zou zo'n verlicht regime de mogelijkheid van kleinere ondernemingen om kapitaal te vergaren eerder verminderen dan vergroten.

In oktober 2011 publiceerde de Europese Commissie zijn voorstel voor een herziene Transparantierichtlijn.⁶³ De belangrijkste verandering is dat grote belangen in financiële instrumenten die kunnen worden gebruikt om een economisch belang te verkrijgen in een beursgenoteerde onderneming, ook openbaar moeten worden gemaakt, omdat zij hetzelfde effect kunnen hebben als aandelen (in termen van stemrecht, risico en rendement). Het voorstel voorziet ook in meer harmonisatie van de notificatieregels, vooral op het gebied van aggregatie in verband met de meldingsdrempels. Verrekening van long- en short posities wordt niet (meer) toegestaan. Tenslotte werd voorgesteld om de verplichting om kwartaalberichten te publiceren te schrappen.

⁶¹ Wijzigingswet financiële markten 2010, Stb. 2011, nr. 248 en kamerstuk 32.036.

⁶² Zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/prospectus/index_en.htm.

⁶³ Zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm.



Het publiceren ervan is uiteraard niet verboden, maar het schrappen van de verplichting is gedaan met het oog op kleinere ondernemingen.

De meldingsdrempels worden niet verder geharmoniseerd, omdat er verschillen zijn in eigendomsconcentratie tussen de Europese landen. In sommige EU-lidstaten zijn ondernemingen eigendom van een klein aantal aandeelhouders, die elk een significant percentage van de aandelen bezitten, terwijl in andere lidstaten de eigendom verspreid is en een aandeelhouder met een relatief klein percentage van de aandelen al een belangrijke invloed kan uitoefenen binnen een onderneming. In dat laatste geval kan volgens de Europese Commissie bekendmaking van de deelnemingen bij een lagere drempel dan het in de Transparantierichtlijn vastgelegde minimum nodig zijn om voldoende transparantie van belangrijke deelnemingen te garanderen.

De raads werkgroepen van de Raad van Ministers (EcoFin) hebben hun compromisvoorstel op 7 maart 2012 gepubliceerd.⁶⁴ Zij stellen voor, dat lidstaten de vrijheid krijgen om kwartaalberichten verplicht te stellen en zij vragen ESMA om nadere *guidelines* om de administratieve lasten voor kleine ondernemingen te reduceren. De rapporteur van het Europees Parlement, de Britse sociaal-democrate Arlene McCarthy, heeft op het moment van schrijven van dit jaarverslag nog geen rapport gemaakt.

Herziening richtlijn marktmisbruik

In de zomer van 2010 consulteerde de Europese Commissie een aantal voorstellen voor herziening van de richtlijn marktmisbruik (MAD II, ofwel *Market Abuse Directive II*).

Ook hier stelde de Europese Commissie een verlicht regime voor kleinere ondernemingen voor, hetwelk DUFAS afwijst. Beleggers in kleinere ondernemingen verdienen dezelfde bescherming tegen marktmisbruik als beleggers in grotere ondernemingen. Bovendien zijn financiële instrumenten van kleinere ondernemingen kwetsbaarder voor marktmisbruik.

In oktober 2011 publiceerde de Europese Commissie zijn voorstel voor een richtlijn (MAD II) en een verordening (MAR).⁶⁵ De Europese Commissie stelt voor ook de poging tot marktmisbruik strafbaar te stellen. DUFAS heeft dit ondersteund, zodat de toezichthouder niet hoeft te wachten totdat de marktmisbruiker succes heeft gehad, alvorens hij kan ingrijpen. Daarbij is wel aangetekend, dat het heel moeilijk kan zijn om zo'n poging vast te stellen.

Ook steunde DUFAS de voorstellen om handel in derivaten en handel op Multilateral Trading Facilities (MTF) onder de werking van de richtlijn te brengen. Daarbij moet er wel aan worden gedacht dat een uitgevende instelling niet op de hoogte hoeft te zijn van het feit dat zijn effecten worden verhandeld op een MTF. De Commissie wil voor een aantal elementen van *high frequency trading*, zoals *quote stuffing*, verbieden als zijnde marktmisbruik.

De Commissie heeft tenslotte voorgesteld om kleinere ondernemingen vrij te stellen van het

⁶⁴ <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/12/st06/st06567.en12.pdf>

⁶⁵ Zie http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_en.htm.



aanhouden van insider-lijsten. De rapporteur van het Europees Parlement, de Britse sociaal-democrate Arlene McCarthy, heeft echter op 20 maart 2012 geschreven⁶⁶ dat in het kader van marktmisbruik de regels voor kleinere ondernemingen niet moeten worden versoepeld.

Verantwoord beleggen

De Europese Commissie is in 2010 steeds vaker gaan benadrukken dat het noodzakelijk is om verantwoord beleggen te stimuleren. Daarom werkt een *EFAMA werkgroep Socially responsible investing* aan een antwoord op de politieke vraag van de Commissie. De werkgroep heeft geïnventariseerd wat er op nationaal niveau gebeurt en heeft het standpunt ingenomen dat EFAMA op Europees niveau in zelfregulering tot standaarden moet komen met betrekking tot transparantie inzake duurzaam beleggen. DUFAS heeft, conform de *Handreiking Duurzaam Beleggen* uit 2009, ingebracht dat in de Europese Unie, waar politieke, culturele en ethische normen en waarden van individu tot individu verschillen, geen ruimte is voor universele SRI normen anders dan transparantie in *reporting*, over beleggingsbeleid, selectiemethoden en de samenstelling van de beleggingsportefeuille (tenminste eens per jaar). Dat is ook het EFAMA standpunt geworden.

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

Harmonisatie Europese short selling regels

CESR heeft de Europese Commissie geadviseerd omtrent diens voornemen om de transparantieregels voor short selling in Europa te harmoniseren. De Europese Commissie heeft hierover geconsulteerd in juni 2010. Op 15 sept 2010 publiceerde de Commissie een concept verordening inzake short selling en CDS-en. De door de Commissie voorgestelde regels zullen gelden voor *short selling* van financiële instrumenten van ondernemingen in het algemeen en EU staatschuld papier en *credit default swaps* in verband met EU staatschulden in het bijzonder, behalve als de belangrijkste markt voor de aandelen in kwestie zich buiten Europa bevindt. Dit voorstel omvat een meldingsplicht aan de toezichthouder, een publicatieplicht bij grote posities en een beperking van *naked short selling*.

Voor netto short posities met betrekking tot EU aandelen, EU staatsobligaties en CDS-en met betrekking tot EU staatsobligaties gaan notificatieregels jegens de toezichthouders en transparantieregels jegens het publiek gelden. Telkens wanneer een netto short positie die groter is dan 0,2% van het geplaatste kapitaal van de uitgevende instelling met 0,1% wordt gewijzigd, moet de toezichthouder worden geïnformeerd. Wordt de drempel van 0,5% bereikt (en bij elke 0,1% daarboven) dan moet de eigenaar van de netto short positie dat openbaar maken. Tevens moeten short orders als zodanig worden gemarkeerd (*flagging*). Waar het een netto *short* positie in EU staatschuld papier of een *naked short* positie in *credit default swaps* in verband met EU staatschulden betreft, moet alleen de toezichthouder worden geïnformeerd bij het passeren van bovengenoemde drempels.

⁶⁶ <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=COMPARL&mode=XML&language=EN-&reference=PE485.914>.



De regels gelden voor gereguleerde markten, multilaterale handelsplatforms en ook voor de OTC handel. Ook stelt de Commissie voor om *naked short selling* te beperken, door te eisen dat er tenminste een regeling met een derde partij is getroffen, waarbij deze derde partij heeft bevestigd dat het stuk is gevonden en beschikbaar en gereserveerd is ten behoeve van de afwikkeling. In uitzonderlijke situaties mogen de toezichthouders beperkingen op short selling invoeren.

DUFAS heeft reeds ten tijde van de CESR consultatie gesteld dat openbaarmaking naar het publiek alleen geanonimiseerd en geaggregeerd zou moeten gebeuren, anders wordt het te gemakkelijk gemaakt om handelsstrategieën van andere marktpartijen te kopiëren, het zou *front running* kunnen vergemakkelijken en het zou een partij die short gaat blootstellen aan het risico van een *short squeeze* (het risico dat wanneer hij de aandelen probeert in te kopen, ze erg schaars zijn geworden en dus heel duur).

Substantiële bruto *short* posities van individuele marktpartijen zouden volgens DUFAS wel publiekelijk moeten worden gemaakt. Zij kunnen namelijk tot verstoring van prijssignalen leiden. Als een belegger namelijk een substantieel stemrecht heeft verworven (bruto *long* positie), maar vanwege zijn bruto *short* positie een negatief netto economisch belang heeft ("*empty voting*"), zou dit zijn stemgedrag op de aandeelhoudersvergadering beïnvloeden.

Transparantie van bruto *short* posities levert ook belangrijke informatie aan de raad van bestuur van de onderneming in kwestie; het betekent dat de markt de berichten van de onderneming niet gelooft of niet begrijpt. Eén en ander kan in de Transparantierichtlijn opgenomen worden en zou dezelfde percentuele drempels moeten hebben als de reeds bestaande verplichting voor transparantie van bruto *long* posities (5% enz.).

De discussie heeft in de Europese Raad van Ministers veel tijd gekost, tegen de achtergrond van de staatsschuldenproblematiek in de Eurozone. Sommige lidstaten wilden *naked short* positie in *credit default swaps* op staatschuld papier verbieden en anderen wilden dat in het geheel niet. Uiteindelijk zijn er beperkingen opgelegd (art. 12, Verordening) aan dit type transacties en posities. De definitieve tekst van de verordening is op 24 maart 2012 gepubliceerd.⁶⁷ De noodzakelijke uitvoeringsmaatregelen zijn ten tijde van het schrijven van dit jaarverslag nog niet gepubliceerd.

De toezichthouders

Beloningsregels

In 2010 was er in de Tweede Kamer en de pers wederom veel aandacht voor *golden parachutes* en bonussen van medewerkers van financiële instellingen, met name banken. De Nederlandse banken kregen veel kritiek op de gepercipieerde traagheid van de implementatie van hun Code Banken, waarin onder meer een aantal regels inzake beloningsbeleid staat. In weerwil van het feit dat de grootste problemen op dit vlak zich bevinden in de *City* van Londen en op *Wall Street* in New York, blijft de roep om steeds strengere regels in de Tweede Kamer aanhouden.

⁶⁷ Pb. 2012, L 86, p. 1-24.



Inmiddels lijkt de Code Banken op het punt van beloningsbeleid goeddeels achterhaald. De nieuwe CRD III richtlijn bevat een groot aantal gedetailleerde, nieuwe beloningsregels.⁶⁸ Deze gelden voor een beperkte kring van werknemers van banken en beleggingsondernemingen (maar niet voor beleggingsinstellingen en hun beheerders). De kring van werknemers waarvoor de nieuwe regels gelden bestaat uit medewerkers die individueel of gezamenlijk invloed kunnen uitoefenen op het risicoprofiel van de instelling, medewerkers in een controlefunctie en dagelijks leidinggevend. De regels zijn door CEBS (Committee of European Banking Supervisors) nader toegelicht in zijn *Guidelines on Remuneration Policies and Practices* van 10 december 2010.⁶⁹

Op 15 november 2010 verzond DNB de consultatietekst voor de *Regeling beheerst beloningsbeleid*, waarin men de concept guidelines van CEBS (Consultation Paper 42) alvast meenam. Deze regeling gaat verder dan de oude *Beleidsregel beheerst beloningsbeleid* uit mei 2009, en is algemeen verbindend. Cruciaal punt is hoe omgegaan wordt met bedrijfsonderdelen van Nederlandse vergunninghouders die zijn gevestigd in andere arbeidsmarkten en andere arbeidsmarktconcurrentie omstandigheden. De consultatietermijn was extreem kort (de deadline was 2 december 2010) en na vaststelling van de *Regeling beheerst beloningsbeleid* en publicatie⁷⁰ bleven nog vele vragen onbeantwoord, met name over de geografische reikwijdte en de toepassing van het proportionaliteitsbeginsel. DUFAS heeft daarover begin 2011 een gesprek gevoerd met DNB en over de uitkomsten de leden geïnformeerd.

De facto beleidsregels

De AFM werkt in toenemende mate met leidraden en Q&A's op zijn website. Ook publiceren zij in het AFM tijdschrift Inzicht en andere gedrukte media opiniërende artikelen. DUFAS is van mening dat daarbij duidelijker dan thans gebeurt de context van wet- en regelgeving moet worden opgenomen, alsmede – als die er is – de juridische grondslag voor het opstellen van de leidraad door de AFM en wat de status is van de leidraad. Vaak lijken de leidraad en de Q&A op een beleidsregel. Wanneer in dergelijke stukken het bestaande beleid wordt veranderd, wordt geen aandacht gegeven aan het benodigde overgangsrecht.

In de Wft is de regelgevende bevoegdheid van de AFM expliciet en doelbewust beperkt. De wet- en regelgeving kan op een aantal onderdelen worden gekenschetst als voornamelijk *principle based*. Dit biedt instellingen een bepaalde mate van vrijheid om zelf invulling te geven aan de betreffende verplichtingen. Wel heeft de AFM de mogelijkheid om haar visie over zaken kenbaar te maken, bijvoorbeeld door beleidsregels⁷¹ op te stellen. Van beleidsregels mag het bestuur alleen gemotiveerd afwijken en zij maken het nader motiveren van een besluit onnodig indien naar

⁶⁸ Richtlijn 2010/76/EU d.d. 24 november 2010, Pb. L 329, punt II van Annex V (p. 16-18).

⁶⁹ Te vinden op: <http://www.eba.europa.eu/cebs/media/Publications/Standards%20and%20Guidelines/-2010/Remuneration/Guidelines.pdf>

⁷⁰ Stcrt. 2010, nr. 20931 van 24 december 2010.

⁷¹ Volgens art. 1:3 lid 4 Awb is een beleidsregel “een bij besluit vastgestelde algemene regel, niet zijnde een algemeen verbindend voorschrift, omtrent de afweging van belangen, de vaststelling van feiten of de uitleg van wettelijke voorschriften bij het gebruik van een bevoegdheid van een bestuursorgaan”.



een beleidsregel kan worden verwezen.

De AFM leidraden, Q&A's en dergelijke lijken soms een alternatief voor beleidsregels te zijn, zonder dat daarbij de voorwaarden van de Algemene wet bestuursrecht (Awb) door de AFM in acht worden genomen. Soms ook lijken de leidraden nadere regelgeving te bevatten zonder dat de Wft daarvoor de juridische grondslag biedt, of zonder dat de AFM aan de inhoudelijke voorwaarden daarvoor uit de Wft voldoet. Vaak is gebleken dat de AFM in zijn leidraden onduidelijk is over de wettelijke basis van zijn interpretaties. Zijn het voorschriften of louter aanbevelingen? Veel leidraden vinden hun weg ook in de *self assessments* die de AFM periodiek afneemt (het "Bijdragemodel") en waarin men moet aangeven of men de leidraad heeft gelezen en wat men ermee doet. Dan lijkt zelfs een vrijblijvende AFM opinie niet vrijblijvend meer. Kortom, hiermee creëert de AFM een onheldere, weinig transparante situatie, die onwenselijk is voor de markt.

Leidraden en Q&A's zouden bedoeld moeten zijn als voorlichting. Wanneer marktpartijen erom vragen, vragen zij om voorlichting, niet om nadere regels. In de praktijk maken de leidraden echter onderdeel uit van het referentiekader van de AFM in haar gesprekken met de onder toezicht staande instellingen en geeft de AFM aan daarop te willen handhaven. Veel instellingen zullen zich conformeren aan de leidraden om de goede verstandhouding met de toezichthouder niet op het spel te zetten, of om de *time to market* niet nodeloos te vertragen. Daardoor krijgen zij *de facto* het effect van een beleidsregel die, behoudens bijzondere omstandigheden, moet worden nageleefd.

De AFM heeft ook geen eenduidig beleid inzake de consultatie van leidraden en Q&As. Soms wordt via de AFM website een publieke consultatie gehouden en soms niet.

De AFM zou bij beleidsregels, leidraden en Q&As ook duidelijker moeten aangeven in hoeverre bij wijzigingen ten opzichte van het beleid uit het verleden eerbiedigende werking bestaat. Dit zou ons' inziens op grond van het vertrouwensbeginsel (een van de algemene beginselen van behoorlijk bestuur) in principe het geval moeten zijn, maar in elk geval moet hier volgens de Awb een behoorlijke belangenafweging plaatsvinden. Die zou DUFAS graag transparant zien.

De AFM heeft in zijn leidraden steeds vaker de neiging om politieke wensenlijstjes en toekomstvisies te schetsen. DUFAS wil de AFM het recht om dat te doen niet ontzeggen, maar vindt dat dit niet in leidraden moet gebeuren maar in een ander type publicatie.

AFM leidraad zorgvuldig beleggen

Eind 2009 heeft de AFM een *Leidraad zorgvuldig beleggen* gepubliceerd, waarin werd uitgelegd hoe men MiFID kan naleven. Deze leidraad is in oktober 2011 vervangen door een nieuwe versie. DUFAS heeft vraagtekens gesteld bij de timing, omdat MiFID II beter had kunnen worden afgewacht.

Dat neemt niet weg dat DUFAS het streven tot verbetering van de kwaliteit van de beleggingsadvisering onderschrijft. Het zoeken van de dialoog met marktpartijen is daartoe een goed instrument.



AFM leidraad actief en passief beleggen

Het is de AFM een doorn in het oog dat beleggingsadviseurs vrijwel nooit voor indexfondsen kiezen. De AFM ziet de lagere of het geheel ontbreken van distributievergoedingen die door indexfondsen worden betaald als oorzaak daarvoor. In december 2009 publiceerde de AFM een *Leidraad zorgvuldig adviseren over vermogensopbouw*, waarin zij de stelling betrok dat passief beleggen de *default* optie zou moeten zijn, omdat dat goedkoper, minder risicovol en eenvoudiger te begrijpen zou zijn dan actief beleggen, en omdat wetenschappelijk onderzoek inmiddels overtuigend de superioriteit van indexbeleggen zou hebben aangetoond.

DUFAS heeft in zijn rapport *Actief beleggen en indexbeleggen* van mei 2010 deze stellingen van de AFM effectief weten te weerleggen, waarna de AFM zich genuanceerder ging uitlaten in de media. DUFAS is van mening dat actief en passief beleggen beide bestaansrecht hebben en elkaar in veel portefeuilles goed zouden aanvullen.

In oktober 2011 heeft de AFM een nieuwe *Leidraad actief en passief beleggen in het belang van de klant* en een literatuurstudie getiteld *De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen* gepubliceerd om passief beleggen te promoten onder beleggingsadviseurs.

De AFM gebruikte daarbij naar de mening van DUFAS gelegenheidsargumenten om een verbod op distributievergoedingen te stimuleren. Dit vertroebelt de discussie over de merites van actief en passief beleggen onnodig. Er is niets mis mee om in de beleggingsadvisering aandacht te schenken aan de mogelijkheden die passieve fondsen in de portefeuille van een *retail* klant bieden, maar de AFM dient niet op de stoel van de beleggingsonderneming te gaan zitten. Daarbij dient men zich realiseren dat de mate van *oversight* en allocatie die institutionele beleggers toepassen, voor de meeste particulieren vanwege de daarmee gemoeide beheerkosten en beperkte omvang van portefeuilles, niet haalbaar is.

Evenmin is er een wetenschappelijke consensus over de aanbevelingen die de AFM doet. Deze leidraad is generaliserend negatief over actieve fondsbeheerders en positief over passief beleggen. De suggestie dat passief beleggen een eenvoudige en goedkope beleggingskeuze is, schept een gevaarlijk precedent. De AFM loopt hiermee bovendien vooruit op kritisch onderzoek van ESMA en de Europese Commissie naar ETFs. Dit alles heeft deze AFM aanbevelingen onevenwichtig gemaakt.

DUFAS is van mening dat de leidraad wetenschappelijk slecht is gefundeerd. Er wordt nauwelijks wetenschappelijk onderzoek gepresenteerd met betrekking tot passieve fondsen, terwijl de wetenschappelijke literatuur die zo kritisch is over actief beleggen in de woorden van de AFM “tekortkomingen” vertoont. Het is verbazingwekkend dat de AFM desondanks zulke stevige conclusies trekt en stevige aanbevelingen doet ten faveure van passief beleggen.

De AFM kijkt vooral naar rendement versus kosten, maar vergeet dat er bij passieve fondsen risico's zijn die van een heel andere orde zijn dan die bij actieve fondsen. Er is daar méér dan alleen het marktrisico. Lage beheerkosten geven bovendien geen garantie op een beter rende-



ment. Actief beheer levert in een significant aantal gevallen ook een beter rendement op na aftrek van alle kosten. De tekst van de leidraad kan retailbeleggers en adviseurs daardoor op het verkeerde been zetten.

Verlichting van nalevingslasten

Het regeerakkoord van het Kabinet Rutte-Verhagen voorzagt, net als dat van Balkenende IV, opnieuw in een taakstellende reductie van de administratieve lasten, dit keer met 10% netto tot en met 2012 en in de periode daarna netto 5% per jaar. Voor een merkbare daling van de regel-druk zal ook aandacht worden besteed aan de inhoudelijke nalevingskosten, maar daarvoor is geen kwantitatieve doelstelling geformuleerd. Nederland is er in geslaagd dit onderwerp ook op de Europese agenda te krijgen onder de naam *Better Regulation*.⁷²

Voor financiële instellingen rijst de vraag of de lastenreducties per saldo wel opwegen tegen de stroom aan nieuwe voorschriften, zeker nu duidelijk is welke maatregelen genomen zullen worden als gevolg van de kredietcrisis. Op 24 oktober 2011 zei minister De Jager in de Tweede Kamer hierover:⁷³

“Natuurlijk blijf ik oog houden voor de administratieve lasten, en gelukkig hebben we binnen het ministerie van Financiën een heel grote fiscale grondslag als het daarom gaat. Het kabinet ziet daarin nog veel mogelijkheden om de administratieve lasten fors te verminderen. Laten wij eerlijk tegen elkaar zijn: dit gaat niet gebeuren in de financiële sector. Het telt wel allemaal mee in de normen van het kabinet, dus wij zullen ergens anders een vermindering tot stand moeten brengen. ... De financiële sector ... zal noodgedwongen, met alles wat er gebeurt, Europees en nationaal, meer regelgeving en meer administratieve lastendruk hebben. Daar moeten wij eerlijk over zijn: dat gaat gewoon gebeuren.”

DUFAS heeft desalniettemin diverse nieuwe voorstellen aangedragen die regeldruk kunnen wegnemen, mede gericht op verbetering van het vestigingsklimaat in Nederland voor financiële instellingen. Een belangrijk voorstel dat in 2011 gehonoreerd is in de Implementatiewet UCITS IV is vervanging van de 3-maanden-termijn bij voorwaardenwijziging door een termijn van één maand.⁷⁴

Ook in de discussie over de publicatievoorschriften wordt vooruitgang geboekt. Het ministerie van Financiën is voornemens de verplichting om wijzigingen van de voorwaarden te publiceren in een landelijk dagblad⁷⁵ te vervangen door een plicht om dit op de website van het betreffende fonds te zetten. Dit zal worden opgenomen in de Wijzigingswet financiële markten 2014 en de bedoeling is dat dit ingaat op 1 januari 2015.

⁷² Zie http://ec.europa.eu/governance/better_regulation/index_en.htm.

⁷³ Kamerstuk 32.782, nr. 7, p. 52-53.

⁷⁴ Art. 4:47, lid 4 en 5, Wft.

⁷⁵ Art 4:47, Wft en onderdeel 3 van Bijlage I behorend bij art 118 Bgfo.



Fiscale onderwerpen

Financiële transactiebelasting (Financial Transaction Tax, FTT)

Op 28 juni 2010 besloot de Europese Commissie te onderzoeken of de EU een belasting op financiële transacties zou moeten invoeren, nu de G20 daarover geen overeenstemming kon bereiken. Op 28 september 2011 presenteerde de Europese Commissie het voorstel om vanaf 2014 op elke transactie in aandelen en obligaties 0,1% belasting te heffen en op elke derivaten-transactie 0,01%. Daarbij zouden kredietverlening aan particulieren en ondernemingen en ook de particuliere belegger worden uitgezonderd. Hoewel het oogmerk van de Commissie primair is *high frequency trading* en ander 'flitskapitaal' de wind uit de zeilen te nemen, is het moeilijk de *impact* van een dergelijke regeling daartoe te beperken.

DUFAS heeft Minister De Jager er op 20 oktober 2011 gewezen op de grote nadelen van het voorstel, onder meer voor de economie als geheel en voor beleggers. Op 11 januari 2012 werd dit gevolgd door een gezamenlijke brief van de Pensioenfederatie, Eumedion en DUFAS. Daarin stond dat een FTT voor een korting op de pensioenen van zo'n 7% zou zorgen. DUFAS heeft er ook voor gepleit dat indien zo'n FTT al wordt ingevoerd, beleggingsinstellingen (ook financiële instrumenten) zouden moeten worden uitgezonderd, omdat beleggers daarin anders driemaal zouden worden getroffen door de FTT: bij het instappen, bij alle transacties van het fonds en bij het uitstappen.

In februari 2012 liet de Duitse regering, zich ervan bewust dat de FTT geen meerderheid in de EU of de Eurozone zou halen, weten ook wel te willen praten over een op de Britse *Stamp Duty* lijkend alternatief voor de FTT. Zoiets werd in Frankrijk op dat moment door het parlement behandeld. De Franse *Stamp Duty* geldt op de Franse beurs en is 0,1% voor aandelen (van ondernemingen met een beurswaarde boven de € 1 mrd) en 0,01% voor *naked CDS*-en en *high frequency trading* en kent geen cascade-effect. Aan- en verkoop van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen wordt niet belast.

Begin maart 2012 liet minister De Jager weten de FTT niet te steunen vanwege de vrees voor verhoging van uitvoeringskosten van pensioenfondsen. Eind maart verklaarde de Duitse minister van Financiën, Schauble, de FTT "dood". DUFAS volgt het onderwerp nog steeds, omdat de Europese Commissie en de Raad naar alternatieven zoeken. Naast een *stamp duty* werd ook de eerder door het IMF geopperde *Financial Activities Tax* (die heel erg lijkt op de Nederlandse bankbelasting) gezien als een alternatief voor de Europese ministers van Financiën.

Foreign Account Tax Compliance Act (FATCA)

Een urgent en groot potentieel probleem voor asset managers is de Amerikaanse FATCA wet, vergelijkbaar met de Europese Spaarrenterichtlijn, maar dan met een wereldwijde dimensie. FATCA moet belastingontduiking door Amerikaanse belastingplichtigen tegengaan. Daarvoor moeten buitenlandse financiële instellingen (waaronder de meeste vormen van collectief beleggen) vanaf 1 januari 2013 voldoen aan strenge rapportage-eisen inzake hun eventuele Amerikaanse cliënten, op straffe van 30% belasting over het rendement op Amerikaanse beleggingen van die instelling en op de bruto inkomsten uit verkoop van activa.



De FATCA, *Foreign Account Tax Compliance Act*, een onderdeel van de HIRE Act (HIRE = *Hiring Incentives for Restoring Employment*) is op 18 maart 2010 van kracht geworden. De te rapporteren informatie betreft onder meer de persoonsgegevens van de Amerikaanse belegger, zijn belegd vermogen en zijn inkomen daaruit. Hierover moet iedere financiële instelling een *reporting agreement* sluiten met de Amerikaanse belastingdienst, de IRS.

De IRS publiceerde op 28 augustus 2010 een *Notice* (een soort consultatiedocument). EFAMA voert met steun van onder meer DUFAS een stevige lobby in Washington rond FATCA, en heeft daarvoor ook lokale expertise ingehuurd. EFAMA voert onder meer gesprekken met de US Treasury en de IRS. Doelstelling daarbij is om meer duidelijkheid te krijgen over wat nu precies van fondsen, fondsbeheerders en hun distributeurs c.q. administrateurs wordt verwacht. Uiteindelijk willen wij een aantal uitzonderingen krijgen.

EFAMA pleit voor uitzonderingen voor institutionele fondsen die wegens het soort belegger een laag risico vormen, voor beursgenoteerde fondsen, alsmede voor fondsen die geen Amerikaanse beleggers toelaten. Uitzonderingen voor jurisdicties die dergelijke rapportages uit privacy overwegingen verbieden (zoals Luxemburg en Zwitserland), maken geen kans van slagen. Wanneer een Amerikaanse belegger in strijd met de beleggingsrestricties er toch in slaagt in zo'n fonds te beleggen, moet een automatische liquidatie van die beleggingen voldoende zijn. DUFAS is tevens bezig om voor Nederlandse instellingen standaard rapportage *formats* op te stellen. Belangrijk om over gelijksoortige zaken uniform aan de Amerikanen te rapporteren. Vanuit DUFAS is speciale aandacht gevraagd voor de positie van de bewaarder bij een fonds voor gemene rekening.

's Gravenhage, 6 juni 2012

Algemeen Bestuur Dutch Fund and Asset Management Association



Kerncijfers⁷⁶ Nederlandse asset management industrie

Economische en financiële achtergrond

Tabel 1: Economische en financiële kerncijfers van Nederland				
	2008	2009	2010	2011
Bevolking (mln)	16,4	16.6	16.7	16.7
BBP (€ mrd)	596	572	591.5	602
Reele BBP groei (%)	2.0	-4.1	3.2	1.2
Inflatiepercentage (%)	2.5	1.2	1.3	2.3
Werkloosheidscijfer (%)	3.9	4.8	5.4	5.4
Aandelenmarkt kapitalisatie (€ mrd)	456	583	654	606
Aandelenmarkt kapitalisatie (%BBP)	76.5	101.9	110.6	108
Obligatiemarkt kapitalisatie (€ mrd)	736	822	868	913
Obligatiemarkt kapitalisatie (%BBP)		143.7	146.8	151.7
Financieel vermogen huish. (€ mrd)	729	865		1.027
Financieel vermogen per hoofd (€)	44.451	52.108		61.497

Belangrijke trends in de wereldmarkt (retail)

Tabel 2: Netto vermogen van de Nederlandse retail fondsen (€ miljard)					
	2007	2008	2009	2010	2011
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS	77.28	50.1	57.9	65	53.4
Vastgoedfondsen	13.68	9.8	12.0	14	11.1
Totaal beheerd vermogen	90.96	59.9	69.9	79	64.5

Tabel 3: Netto instroom in Nederlandse retail fondsen (€ miljoen)					
	2007	2008	2009	2010	2011
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS	-4,119	-2,594	619	-441	-7068
Vastgoedfondsen	-356	-193	491	349	20
Totale netto instroom	-4,475	-2,787	1110	-92	-7048

⁷⁶ De cijfers over de Nederlandse retailmarkt zijn ontleend aan DNB. De cijfers over de institutionele markt zijn afkomstig van Bureau Bosch / Dutchinvestor.



Belangrijke trends in de retailmarkt

Tabel 4: Retail vermogen naar fondstype (€ miljard)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Aandelenfondsen	40.69	20.1	25.5	28.2	24.7
Obligatiefondsen	12.86	11.7	11.3	12.1	12.1
Mix-fondsen	11.69	6.7	9.8	11.2	11.0
Geldmarktfondsen	1.18	-	-	-	
Funds-of-Funds	-	-	-	-	
Overige	10.85	11.6	11.3	13.5	5.6
Totaal	77.28	50.1	57.9	65.0	53.4

Tabel 5: Netto instroom naar fondstype (retail) (€ miljoen)					
	2007	2008	2009	2010	2011
Aandelenfondsen	-2,298	n.a.	325	-2090	-1104
Obligatiefondsen	-1,815	n.a.	-63	438	527
Mix-fondsen	636	n.a.	174	402	949
Geldmarktfondsen	-601	n.a.	-	-	
Funds-of-Funds	-	n.a.	-	-	
Overige	-41	n.a.	183	809	-7440
Totaal	-4,119	n.a.	619	-441	-7068

Aantallen retail fondsen

Tabel 6: Aantallen fondsen					
	2007	2008	2009	2010	2011
In Nederland gevestigde open end fondsen/UCITS	481	426	444	490	495
Overige in Nederland gevestigde fondsen	95	117	119	122	132



Allocatie van spaarmiddelen door huishoudens

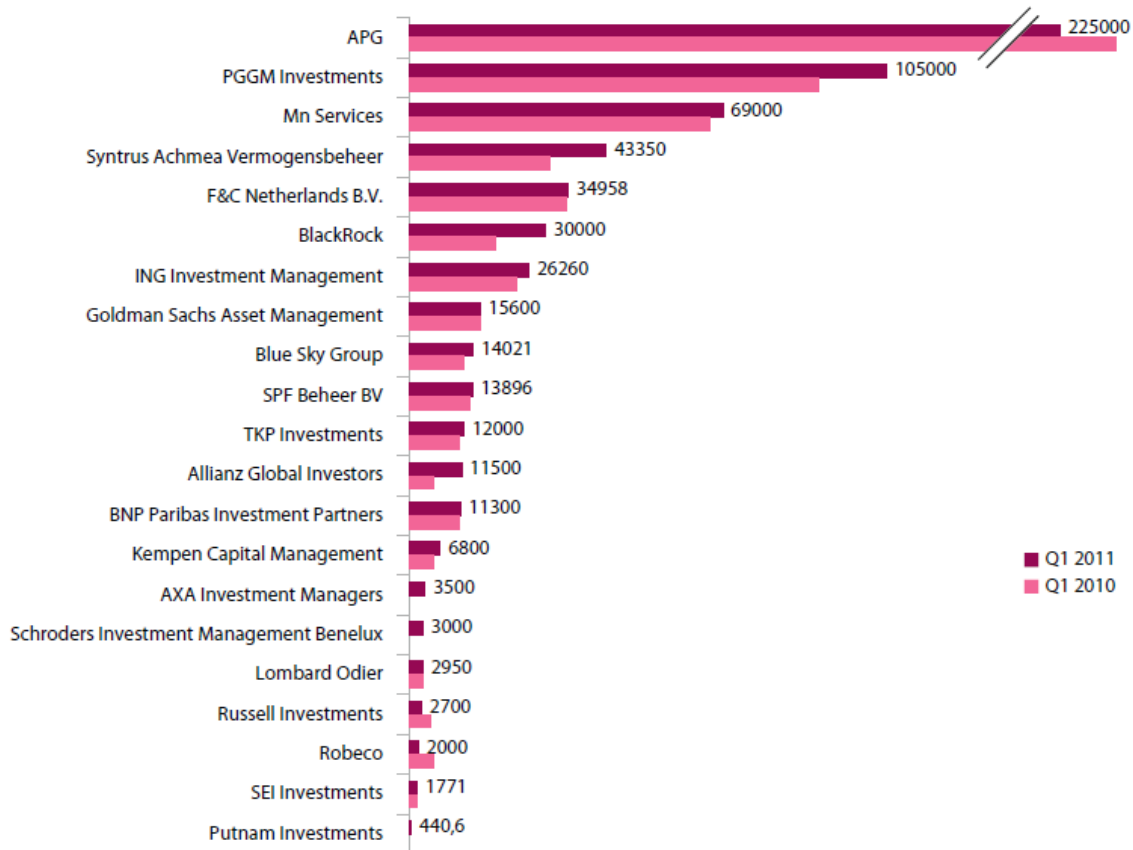
Tabel 7: Belangrijkste vermogensbestanddelen van huishoudens (€ miljard)				
	2008	2009	2010	2011
Valuta en depositos	371	389	409	428
Schuldpapier	47	47	43	39
Beursgenoteerd aandelen	17	26	28	29
Pensioenfondsen	848	968	1054	1141
Beleggingsfondsen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
• directe eigendom	29	30	32	22
• via levensverzekerings- polissen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Overige (geldmarkt- en buitenlandse fondsen)	15	22	27	25
Totaal financieel vermogen	1454	1623	1731	1828
Totaal netto vermogen	739	877	962	1027

Tabel 8: Netto verwervingen door huishoudens (€ miljoen)				
	2008	2009	2010	2011
Valuta en depositos	21.869	19.759	13.206	18.606
Beleggingsfondsen	-1.913	206	12	-7.5
Totaal financieel vermogen	32.930	40.987	25.006	28.417

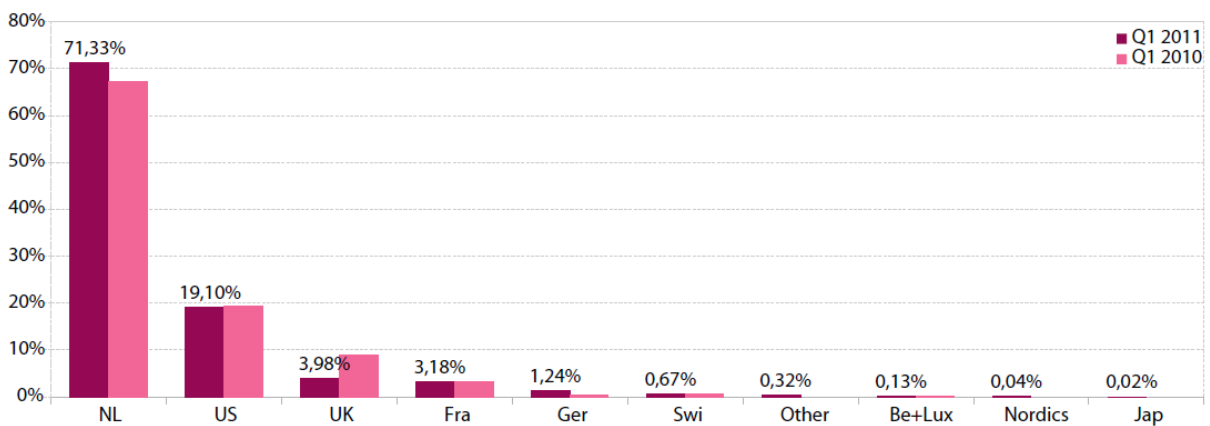


Institutionele marktgegevens

Fiduciair beheerders Q1 2010 en Q1 2011

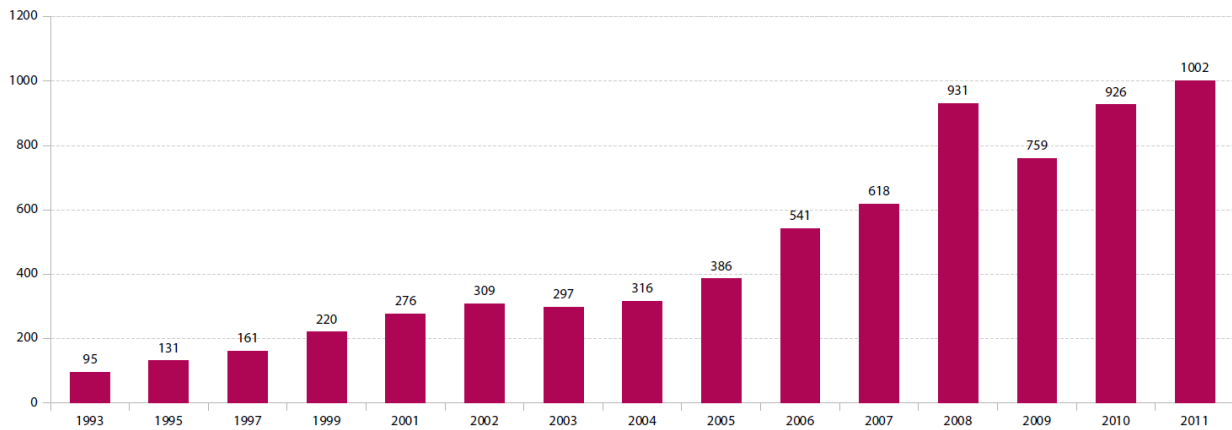


Geografische afkomst van beheerders op de Nederlandse institutionele markt (percentages over Q1 2010 en Q1 2011)

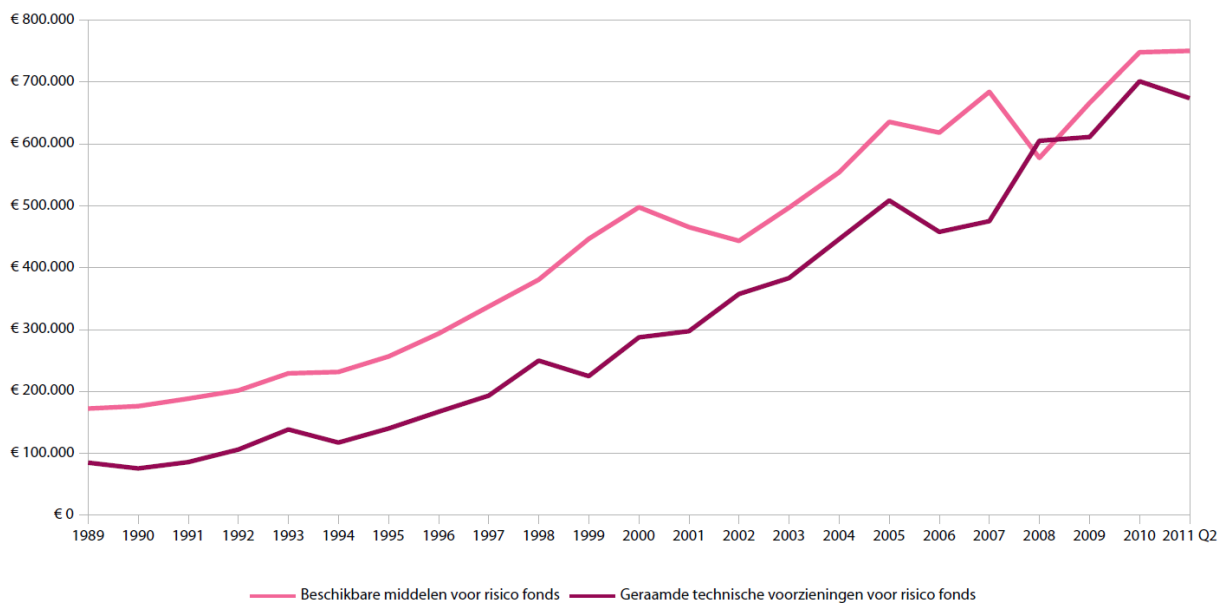




Extern beheer van Nederlandse pensioengelden
(1993 – Q1 2011 in miljard euro's, inclusief dubbelstellingen door multi-management)



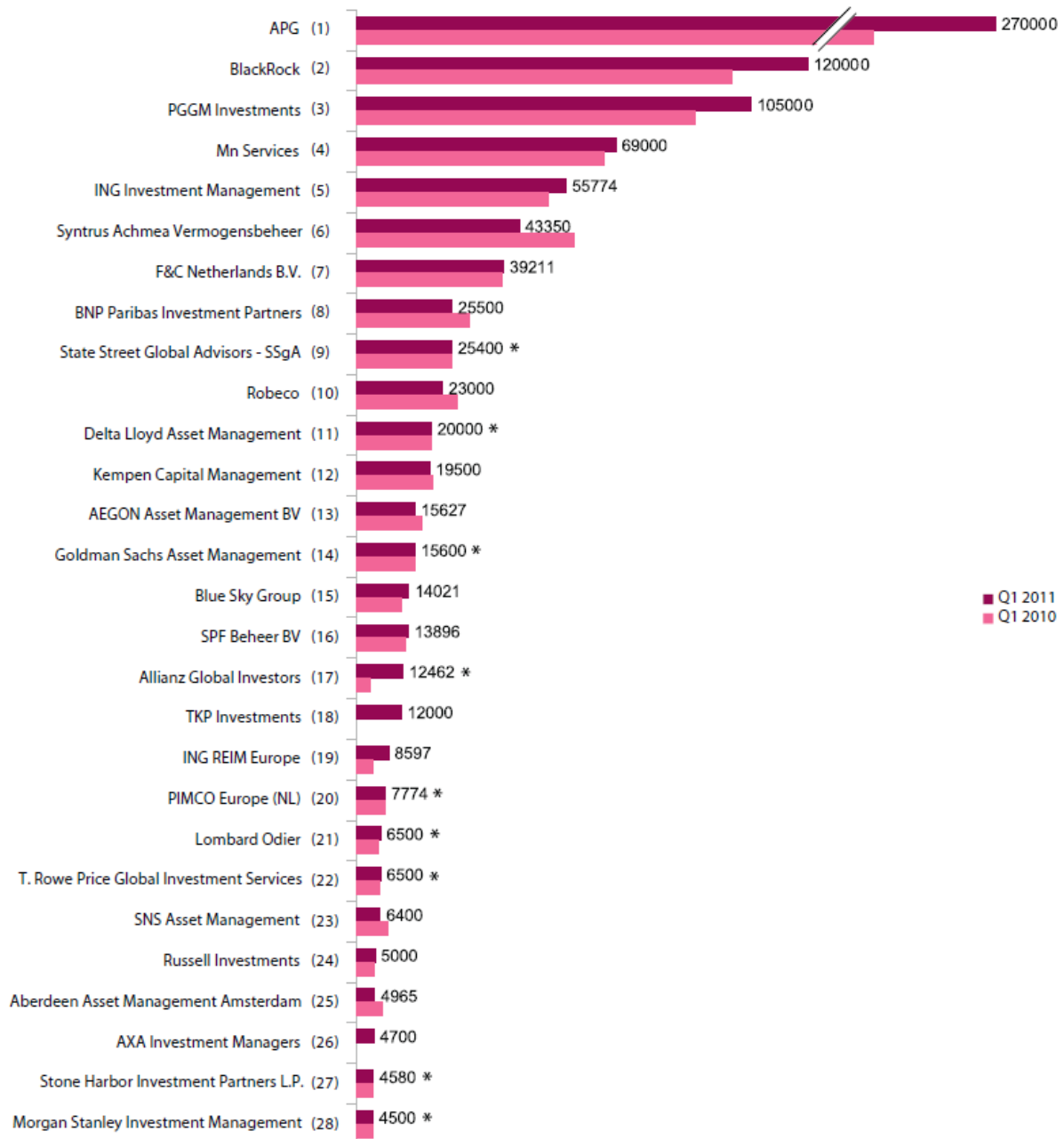
Trends in beschikbare middelen (assets) en geraamde technische voorzieningen (liabilities) van Nederlandse pensioenfondsen
(beschikbare middelen licht gekleurd, technische voorzieningen donker gekleurd)





Extern beheerd Nederlands pensioenfondsvermogen

(direct plus indirect beheerd plus herverzekerd pensioenvermogen, in miljoenen euro's)

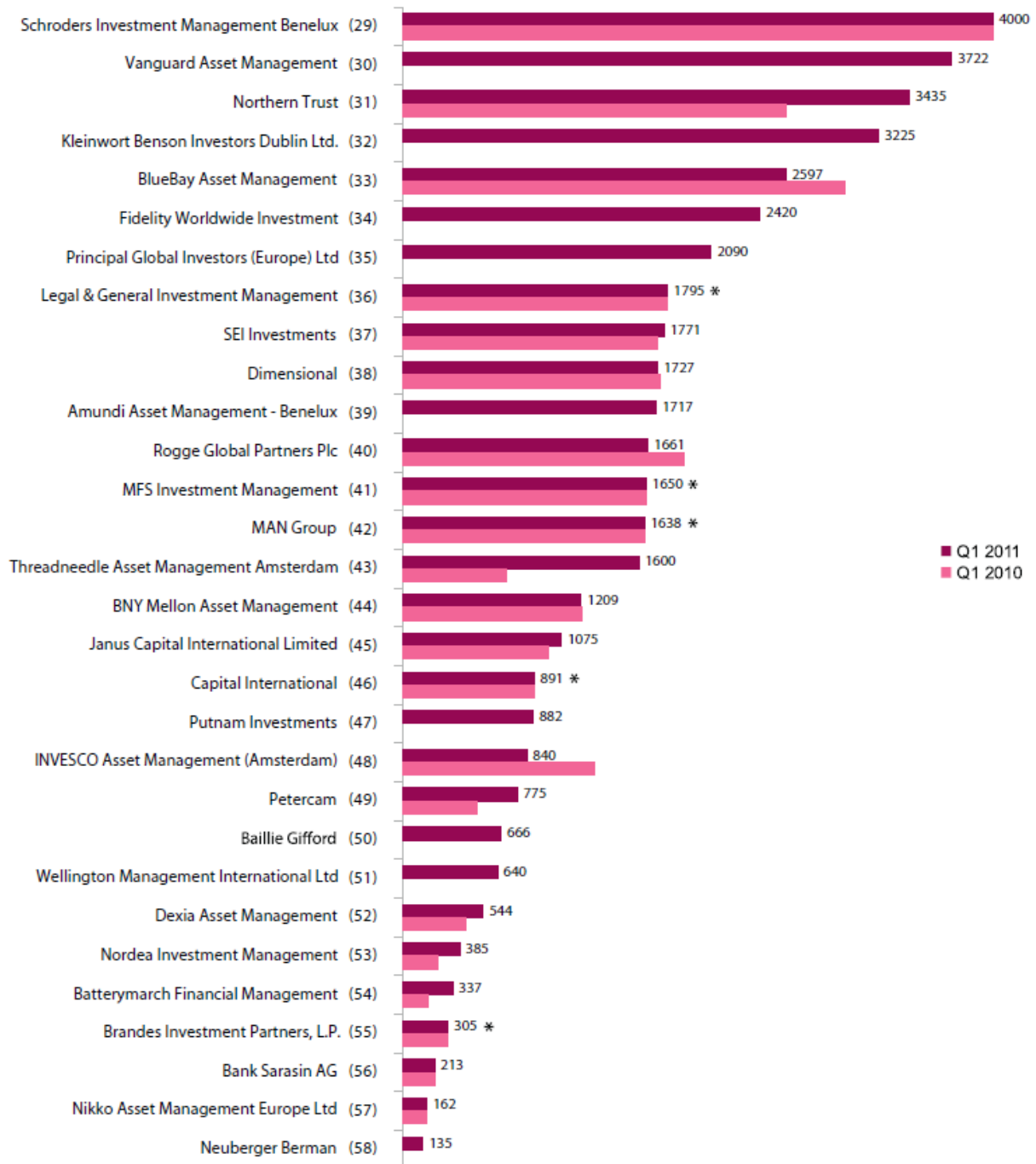


* schattingen

1. Robeco . Het mandaat van het Bedrijfstakpensioenfonds Vervoer dateert van na Q1 en is dus niet opgenomen in de grafiek. Robeco zou fiduciary assets hebben van €13 mrd en vlak boven TKP Investments uitkomen.
2. Goldman Sachs. Het verlies van het mandaat van het Bedrijfstakpensioenfonds Vervoer dateert van na Q1 en is niet meegenomen in deze grafiek. Goldman Sachs' geschatte fiduciary assets bedragen €4.6 mrd, iets minder dan AXA.
3. ING IM. Het mandaat van het Bedrijfstakpensioenfonds van de Schilders dateert van na Q1 en is dus niet opgenomen in de grafiek.
4. Aegon Asset Management . De getallen voor Aegon zijn exclusief TKP Investments. Geconsolideerd komen beide uit op € 27 mrd.



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



* schattingen



Trends in beschikbare middelen, geraamde technische voorzieningen en dekkinggraad van Nederlandse pensioenfondsen

