

## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

### *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 wordt ESMA en krijgt meer taken en bevoegdheden. 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 effecten instellingen (CESR). De ESAs kunnen niet-bindende richtlijnen, standaarden en aanbevelingen uitgeven.

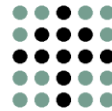
Nieuw is dat CESR/ESMA en zijn collega-ESAs ook bindende technische standaarden (*binding level three*) mogen uitvaardigen (*Single Rulebook*), om een eenduidige toepassing van EU wetgeving te helpen garanderen. DUFAS is hier groot voorstander van vanuit het perspectief van grensoverschrijdend level 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 tijden van crises krijgen de ESAs in het voorstel van de Commissie 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.

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

De Europese Commissie, het Europees Parlement en de Raad van Ministers hebben overeenstemming bereikt over de AIFM richtlijn. Deze richtlijn regelt het toezicht op beheerders van *Alternative Investment Funds* (AIFs, alle non-UCITS fondsen). Hieronder vallen derhalve niet alleen *hedge funds* zoals oorspronkelijk de bedoeling was, maar o.a. ook (beursge-



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

noteerde) vastgoedfondsen, *private equity funds* en alle andere vormen van collectief beleggen. Hoewel lastige discussies voor een deel zijn doorgeschoven naar lagere regelgeving, hebben de aanvankelijk moeizame voorstellen toch geleid tot een acceptabel compromis.

De richtlijn beoogt een Europese interne markt te bewerkstelligen voor AIFM alsmede een geharmoniseerd toezichtkader voor de Europese activiteiten van alle AIFM, onafhankelijk van hun plaats van vestiging. Voor niet-EU AIFM die beheer- of marketing activiteiten binnen de EU verrichten en voor EU AIFM die niet-EU AIF beheren, wordt een geharmoniseerd Europees paspoort ingevoerd na een overgangperiode van twee jaar na inwerkingtreding van een uitvoeringsrichtlijn. Dit geharmoniseerde regime zal drie jaar van toepassing zijn naast nationale regimes van lidstaten, die echter wel aan bepaalde minimum voorwaarden moeten voldoen. Vervolgens vervallen de nationale regimes.

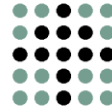
Een vergunninghoudende EU AIFM mag AIFs beheren die zijn gevestigd in zijn lidstaat van vestiging of in andere EU-lidstaten, alsmede de door hem beheerde EU AIFs aanbieden aan professionele beleggers in de hele EU. De AIFM richtlijn is van toepassing op beheerders van alle non-UCITS fondsen die kapitaal aantrekken van beleggers, ter belegging volgens een vastgesteld beleggingsbeleid, ten behoeve van de beleggers. Beheerders die het vermogen van beleggers beheren zonder extern kapitaal aan te trekken, zoals *family offices* en *holding companies*, worden niet beschouwd als AIFs in de zin van de richtlijn. De richtlijn is ook niet van toepassing op onder meer het beheer van pensioenfondsen, op overheidsinstellingen die fondsen beheren ten behoeve van de sociale zekerheid en het pensioenstelsel, securitisatie spv's, verzekeringscontracten en *joint ventures*.

Aangezien de AIFM richtlijn de AIFs zelf niet reguleert, staat het de lidstaten vrij om nationale wet- en regelgeving toe te passen op AIFs gevestigd in hun land. Ze mogen echter niet verbieden dat vergunninghoudende AIFM aan professionele beleggers in hun land elders gevestigde en minder streng gereguleerde AIFs aanbieden.

Overigens blijft het professionele EU-beleggers vrij staan om op eigen initiatief te beleggen in ongereguleerde AIFs (de zogeheten *initiative test*).

EU-lidstaten mogen toestaan dat AIFs in hun land worden aangeboden aan retail beleggers, al dan niet onder striktere voorwaarden dan aan professionele beleggers. Zo'n beleid is dan echter non-discriminair van toepassing op alle EU-AIFs. Dit zou voor Nederland, dat een relatief grote non-UCITS retail markt heeft, kunnen betekenen dat het adequaat toezicht beleid de facto moet worden uitgebreid tot de gehele EU.

De richtlijn bevat aangepaste vereisten voor AIFM die AIFs beheren waarvan het cumulatieve beheerd vermogen minder bedraagt dan € 100 mln en voor AIFM die alleen *unleveraged* AIFs beheren waar beleggers gedurende vijf jaar niet kunnen uittreden en waarvan het cumulatieve beheerd vermogen minder bedraagt dan € 500 mln. In plaats van een vergunningplicht, moeten deze AIFM zich registreren bij hun toezichthouder en deze van de nodige informatie voorzien. Om van de voordelen van de richtlijn te kunnen profiteren, zoals het Europees



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

paspoort, hebben deze kleine AIFM wel een opt-in mogelijkheid, waarbij ze dan wel weer aan alle vereisten van de richtlijn moeten voldoen.

De AIFM-richtlijn bevat specifieke vereisten voor bepaalde categorieën beleggingsinstellingen alsmede, via de AIFM vergunning, algemene inhoudelijke vereisten voor de beheerder en de fondsen. Zo zijn er governance voorschriften, kapitaaleisen en voorschriften voor een beheerst beloningsbeleid. Het proces van functioneel onafhankelijke waardering van activa en IW berekening wordt gereguleerd. Een aantal functies van de beheerder mogen worden uitbesteed aan derden.

De richtlijn benadrukt verder het belang van functiescheiding van beheer en bewaring, alsmede het afscheiden van het vermogen van het fonds van dat van de bewaarder. In beginsel zullen alle AIFs moeten beschikken over een bewaarder die een kredietinstelling, een beleggingsonderneming of een andere, volgens de UCITS richtlijn toegestane entiteit is. Voor Nederlandse bewaarders zal er wel het een en ander gaan veranderen, aangezien een aantal bewaarderstaken die in Nederland veelal door een afzonderlijke *custodian* worden verricht, op grond van de AIFM richtlijn tot de taken van de bewaarder zullen gaan behoren. In de overige EU-landen is het al veelal gebruikelijk dat de bewaar- en *custody*-taken door eenzelfde entiteit worden verricht. Ten opzichte van eerdere conceptteksten zijn de vereisten t.a.v. de aansprakelijkheid van de bewaarder versoepeld, in de zin dat een bewaarder zich in sommige situaties kan beroepen op overmacht, dan wel aansprakelijkheid contractueel kan overdragen.

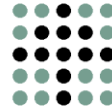
De richtlijn stelt diverse vereisten t.a.v. *leverage*. AIFM moeten het gebruik van *leverage* maximeren en informatie over *leverage* verschaffen aan hun toezichthouder. Toezichthouders krijgen de bevoegdheid om maximum *leverage* grenzen op te leggen in geval *leverage* een bedreiging vormt voor de stabiliteit en integriteit van het financiële stelsel, al dan niet op advies van ESMA.

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

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 gepubliceerd over de invoering van een verplichte centrale clearing van gestandaardiseerde OTC derivaten en transparantie in deze sector.

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



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

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 die met *liability driven investment* strategieën niet of nauwelijks bijdragen aan het systeemrisico, zoals bijvoorbeeld pensioenfondsen, 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*).

### UCITS V

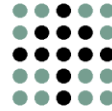
Nog voordat UCITS IV is geïmplementeerd in nationale wet- en regelgeving, is de Europese Commissie gekomen met een consultatie over de bewaarderrol bij UCITS en over de beloning van UCITS fondsbeheerders.

Als gevolg van de financiële crisis en de frauduleuze beleggingspraktijken van Madoff, overweegt de Commissie om maatregelen door te voeren waarmee de bescherming van beleggers in UCITS verder kan worden geharmoniseerd. De rol van de bewaarder speelt daarbij een belangrijke rol. De Commissie wil weten hoe de taken van bewaarders verder verduidelijkt kunnen worden, hoe de aansprakelijkheid van bewaarders moet worden ingevuld, welke instellingen de rol van bewaarder kunnen vervullen en hoe het toezicht op deze instellingen op adequate wijze kan worden ingevuld. Verder zal ook voor deze categorie instellingen worden overwogen om vereisten op te nemen over het beloningsbeleid van managers.

Aanvankelijk was de Europese Commissie voornemens om het UCITS V voorstel omstreeks juli 2011 te publiceren, maar waarschijnlijk wordt dit uitgesteld. De reden hiervoor is dat de Commissie een nieuw 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 wordt voorzien voor CRD, MiFID en MAD).

### 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.



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

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 vanaf 26 november 2010 in consultatie was.

DUFAS werkt in dit kader nauw samen met niet alleen EFAMA, maar ook met de AFM en het Ministerie van Financiën, die er van overtuigd zijn dat ook *structured products* en alle levensverzekeringen onder de reikwijdte van PRIIPs 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 wordt verwacht in juli 2011.

### MiFID Review

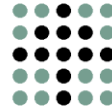
De MiFID is een raamwerk van regelgeving dat gecentreerd is rond aandelen en gereguleerde markten. Na de kredietcrisis heeft de G-20 erkend dat de *regulatory arbitrage* die dat mogelijk maakt betekent dat de reikwijdte van de richtlijnbevestigingen moet worden uitgebreid naar andere handelsmethoden (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 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 is een van de meest lijvige die ooit in de sfeer van financiële markten is verricht en bestrijkt een groot aantal voorstellen inzake acht uiteenlopende onderwerpen. Een overzicht:<sup>1</sup>

- Beleggersbescherming en beleggingsdienstverlening
  - EU-lidstaten mogen ex art. 3 MiFID bepaalde activiteiten uitzonderen van de MiFID-regels. Het Nederlandse nationaal regime voor financiële dienstverleners is hierop gebaseerd. De Europese Commissie wil deze mogelijkheid sterk inperken en DUFAS en

---

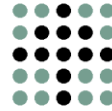
<sup>1</sup> Dit overzicht is verre van volledig. Voor een volledig overzicht van de standpunten van DUFAS zij verwezen naar de EFAMA position papers 11-4012 en 11-4013, te vinden op de website van de Europese Commissie en [www.efama.org](http://www.efama.org).



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

EFAMA steunen dit, omdat de mate van beleggersbescherming niet mag worden bepaald door de aard van het distributiekanaal.

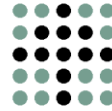
- DUFAS en EFAMA steunen ook het Commissievoorstel om *structured deposits* en directe verkoop van financiële instrumenten die zij uitgeven onder de werking van MiFID te brengen.
  - De Commissie stelt voor UCITS niet langer categoriaal non-complex te verklaren, waardoor de distributeur/aanbieder moet toetsen of de *execution-only* klant bepaalde kennis en ervaring heeft die nodig is om ze te mogen kopen. EFAMA verzet zich hier tegen en wil de status quo, dat alle UCITS non-complex zijn, behouden. DUFAS is van mening dat dat de ideale uitkomst zou zijn, maar dat het standpunt van de Commissie zou leiden tot een unlevel playing field tussen individuele beleggingsinstellingen.
  - De Commissie vraagt zich af of het execution only regime zou moeten worden afgeschaft. DUFAS en EFAMA zijn daartegen.
  - De Commissie stelt voor dat de adviseurs transparanter moeten zijn over hun werkwijze, zodat de klant de kwaliteit van het advies beter kan inschatten. DUFAS en EFAMA steunen dat.
  - De Commissie stelt voor dat beleggingsadvies standaard een langere termijn zorgplicht moet behelzen. DUFAS en EFAMA zijn daartegen. Dat zou alleen zo moeten zijn als een contractuele relatie dat meebrengt.
  - Ook wil de Commissie dat adviseurs periodiek rapporteren over de waardering en performance van complexe producten zoals structured products, maar dat vinden DUFAS en EFAMA te ver gaan.
  - DUFAS en EFAMA pleiten ervoor de inducements regels te laten zoals zij zijn en de aandacht te verleggen naar goede naleving daarvan.
  - DUFAS en EFAMA pleiten ervoor om de in aanmerking komende tegenpartijen (zoals asset managers) te laten profiteren van de *best execution* regels.
  - Volgens DUFAS en EFAMA zouden beleggingsbependingen voortvloeiende uit cliëntclassificatie voor lagere nationale overheden niet in de MiFID moeten worden geregeld maar door nationale wetgevers zelf, omdat de kennis, ervaring en aard van lagere overheden van lidstaat tot lidstaat verschilt.
- Ontwikkelingen in marktstructuren
    - De regels voor gereguleerde markten, multilaterale handelsfaciliteiten en georganiseerde handelsfaciliteiten (zoals *broker crossing systems*) worden meer geharmoniseerd en om arbitrage te voorkomen wordt ook handel die daar buitenom plaatsvindt gereguleerd (met uitzondering van pure, “ongeorganiseerde” OTC). DUFAS waakt ervoor dat deze regels niet onbedoeld gaan gelden voor de uitgave en inkoop van deelnemingsrechten door beleggingsfondsen.
    - Complementair aan EMIR zal MiFID ook regels bevatten voor de gestandaardiseerde OTC derivaten handel.
    - Geautomatiseerde handel ofwel algoritmische handel zal worden gereguleerd, met speciale aandacht voor *high frequency trading* (HFT). In dit kader wordt er ook gedacht aan een trader-identificatie naast een cliëntidentificatie. In deze steunt DUFAS



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

het AFM standpunt dat geen nadere regels op het gebied van marktmisbruik nodig zijn en ook het idee van een broker/trader identificatie.

- De Commissie stelt een apart regime voor MKB-markten voor, waar DUFAS en EFAMA niet voor voelen. Als het mogelijk is de nalevingslasten te reduceren zonder de beleggersbescherming aan te tasten, zou dat voor alle ondernemingen moeten gelden, niet alleen voor MKB bedrijven.
- Pre- en post-trade transparantie
  - De uitzondering voor *large-in-scale* transacties blijft bestaan en wordt geharmoniseerd. De Commissie wil van de *stubs af*, maar daar zien DUFAS en EFAMA geen reden voor. Maar de Europese Commissie maakt zich zorgen over de handel in aandelen op *dark pools*.
  - EFAMA en DUFAS voelen niets voor het door de Commissie voorgestelde uitstel van publicatie van post-transactie data met 1-3 minuten.
  - De Commissie stelt uitbreiding voor van de verplichtingen naar *depository receipts*, *exchange traded funds* en *company certificates*. Open end beleggingsinstellingen die tegen intrinsieke waarde worden verhandeld, moeten volgens DUFAS en EFAMA echter blijven uitgezonderd van post-trade transparantieplichtingen.
  - Deze verplichtingen moeten volgens de Commissie ook gaan gelden voor andere handelsplatformen dan gereguleerde markten. DUFAS en EFAMA sluiten zich daarbij aan.
  - De Commissie stelt voor deze MiFID verplichtingen uit te breiden naar non-equity, onder meer obligaties. Hoewel zij voorstander van markttransparantie zijn, hebben DUFAS en EFAMA daar grote reserves bij, omdat die markten over het algemeen veel minder liquide zijn en dergelijke eisen ook grotere invloed op de transactiekosten zouden hebben. Doorgaans nemen particuliere beleggers in de meeste EU-lidstaten niet deel aan de obligatiehandel en daarom zou den de post-trade eisen ook kunnen worden toegesneden op professionele beleggers. Pre-trade zijn er geen eisen nodig is omdat de markt voldoende informatie levert. Met name een publicatieplicht met betrekking tot grote transacties zou schadelijk zijn voor de liquiditeit.
- Consolidatie van marktdata
  - Verbetering in data kwaliteit en –consolidatie is één van de belangrijkste onderwerpen en rapportage via de door de Commissie voorgestelde *Approved Publication Arrangements* verdient dan ook onze steun.
  - DUFAS steunt ook het Commissievoorstel om te komen tot een *consolidated tape* van post trade data naar Amerikaans model, omdat marktdata veel eigenschappen hebben van een publiek goed zoals Paul Samuelson dat begrip introduceerde. Voor non-equity zal dit echter niet zoveel zin hebben.
- Transactierapportage aan de toezichthouder
  - De Commissie stelt voor deze verplichting uit te breiden naar alle financiële instrumenten op alle handelsplatformen en ook alle financiële instrumenten die correleren met de waarde daarvan en DUFAS en EFAMA steunen dat.



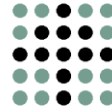
## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

- De Commissie stelt een verplichte client-ID voor. Omdat zij de beleggingsbeslissing nemen zouden asset managers als collectief vermogensbeheerder en als individueel (discretionair) vermogensbeheerder door hun eigen client-ID geïdentificeerd moeten worden en niet hun achterliggende cliënten moeten opgeven.
- De Commissie stelt introductie van een trader-ID voor en EFAMA is daar tegen omdat het niet gemotiveerd wordt. DUFAS is dat van mening dat dit nuttig zou zijn in het kader van marktmisbruik door traders als spin-in-het-web, maar vooral ook in het kader van het monitoren van HFT.
- De Commissie stelt ook een geharmoniseerd rapportage-format voor en daar zijn DUFAS en EFAMA voor, maar het moet geen optelsom van alle bestaande nationaal uitgevraagde gegevens worden.
- Convergentie van de regelgeving en het toezicht
  - EFAMA stelt voor dat naar Brits voorbeeld asset managers worden uitgezonderd van de verplichting telefoongesprekken op te nemen als brokers daar al toe verplicht zijn.
  - DUFAS wijst erop dat niet alleen uitbreiding naar mobiele telefoons van belang is, maar dat ook sociale (internet) media in dit verband aandacht verdienen.
  - De Commissie stelt afschaffing van de nationale regimes (art 4, MiFID) voor en EFAMA en DUFAS ondersteunen dat voorstel.
  - EFAMA en DUFAS verzetten zich tegen een voorgestelde verplichte publicatie van elke door de toezichthouder opgelegde sanctie.
- Versterking van bevoegdheden van toezichthouders.
  - De Commissie wil dat toezichthouders de bevoegdheid krijgen om bepaalde producten en praktijken tijdelijk of permanent te verbieden. Volgens DUFAS en EFAMA zou dat niet met terugwerkende kracht kunnen en moet gewaakt worden voor arbitrage.
  - De Commissie stelt voor dat OTC derivaten waarvan de overheid vindt dat die op systeemrisico-gronden centraal ge cleared moeten worden, maar waarvoor geen enkele CCP diensten aanbiedt, verboden moeten worden. De EMIR regels dat deze van *collateral* voorzien moeten worden en moeten worden gerapporteerd aan een *trade repository* is voldoende.
  - De Commissie stelt voor dat toezichthouders positielimieten kunnen bepalen voor derivatenposities. DUFAS en EFAMA zien daar vanuit het perspectief van marktmisbruik of systeemrisico niets in. De EMIR richtlijn lost dit probleem effectief op.

Over voorstellen van de Europese Commissie tot regulering van de *commodity* derivaten markten is geen duidelijk standpunt ingenomen.

### *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



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

zijn voor asset management producten en diensten, 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 wel zonder advies verkocht kunnen worden, maatregelen ter beheersing van belangenconflicten en transparantie van alle vormen van provisies.

### *Herziening Prospectusrichtlijn*

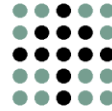
In 2010 lag een herziening van de Prospectusrichtlijn voor in Brussel, die vooral tot doel had de Prospectusrichtlijn in overeenstemming te brengen met MiFID en UCITS IV. In dit kader is gesproken over een door de Europese Commissie voorgestelde hogere coupurevrijstelling. De Europese Raad van Ministers heeft voorgesteld de coupurevrijstelling van € 50.000,- te veranderen in € 100.000,-. DUFAS heeft het Ministerie van Financiën en Nederlandse Europarlementariërs gesteund in hun streven om de coupurevrijstelling te verhogen, teneinde nog effectiever ongewenste aanbiedingen aan argeloze niet-professionele cliënten te vermijden.

De richtlijn is eind 2010 aangenomen en het Nederlandse ministerie van Financiën maakt op verzoek van de Tweede Kamer haast met de implementatie van de coupurevrijstelling. Per 1 januari 2012 gaat deze naar € 100.000,-. Dit zal gaan gelden voor beleggingsinstellingen, beleggingsobjecten en producten die onder de Prospectusrichtlijn vallen. Dat staat in een laatste wijziging van het wetsvoorstel Wijzigingswet financiële markten 2010, dat de Tweede Kamer op 2 december 2010 heeft aangenomen. Het bijbehorende wijzigingsvoorstel ter implementatie van de Prospectusrichtlijn moet nog worden ingediend, maar Minister de Jager verwacht dat dit ook op 1 januari 2012 in werking kan treden.

Het voorstel ter implementatie van de Prospectusrichtlijn zal tevens de vrijstelling voor <100 niet-gekwalificeerde beleggers veranderen in <150 personen. Als de totale waarde van de aanbieding minder is dan € 5 mln (was € 2,5 mln) zal men in de toekomst ook zijn vrijgesteld van de prospectusplicht. De lijst van gekwalificeerde beleggers wordt geharmoniseerd met die van MiFID (professionele beleggers) door daar rechtstreeks naar te verwijzen. Daarmee is de vraag of lagere overheden in Nederland gekwalificeerde beleggers zouden kunnen zijn definitief negatief beantwoordt.

### *Herziening Transparantierichtlijn*

De Transparantierichtlijn wordt 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 zelfs voor ondernemingen die louter grensoverschrijdend beleggen. DUFAS juicht daarom een herziening en



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

verdere harmonisatie toe. Dit zou kunnen in een Europese Verordening, zodat op nationaal niveau geen afwijkingen van meldingsdrempels en definities voor de berekening van bezit meer mogelijk zijn en de rapportagemethoden uniform zouden zijn.

De Commissie consulteerde in dit kader ook de vraag of er een meldingsplicht door de aandeelhouder van zijn intenties zou moeten komen (zie ook hierboven: Wetsvoorstel corporate governance).

Daarnaast onderzocht de Europese Commissie de mogelijkheid om te komen tot een verlicht regime voor MKB bedrijven. DUFAS heeft daar samen met EFAMA krachtig stelling tegen genomen, omdat dit niet in het belang van dergelijke bedrijven zou zijn. 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 MKB ondernemingen om kapitaal te vergaren eerder verminderen dan vergroten.

### *Herziening richtlijn marktmisbruik*

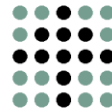
In de zomer van 2010 consulteerde de Europese Commissie een aantal voorstellen voor herziening van de richtlijn marktmisbruik. De Europese Commissie stelt voor ook de poging tot marktmisbruik strafbaar te stellen. DUFAS heeft dit met EFAMA ondersteund, zodat de toezichthouder niet hoeft te wachten totdat 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 steunden wij 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 gedacht worden dat een uitgevende instelling niet op de hoogte hoeft te zijn van het feit dat zijn effecten worden verhandeld op een MTF.

Ook hier stelde de Europese Commissie een verlicht regime voor het MKB voor, hetwelk wij afwijzen. Beleggers in kleinere ondernemingen verdienen dezelfde bescherming tegen marktmisbruik als beleggers in grotere ondernemingen. Bovendien zijn effecten van kleinere ondernemingen kwetsbaarder voor marktmisbruik.

### *Verantwoord beleggen*

De Europese Commissie is in 2010 steeds vaker gaan benadrukken dat het noodzakelijk is om verantwoord beleggen te stimuleren. Eurocommissaris Michel Barnier voor de Interne Markt (waaronder Financiële Markten) heeft het onderwerp opgenomen in het project voor een *Single Market Act*. Daarom werkt een EFAMA werkgroep *Socially responsible investing* onder voorzitterschap van Erik Feldt (CEO Nordea) 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 met betrekking tot transparantie inzake duurzaam beleggen.



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

DUFAS heeft, conform onze *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).

### *Richtlijn beleggerscompensatiestelsels*

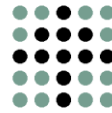
Op 12 juli 2010 publiceerde de Europese Commissie een concept richtlijn inzake de *Investor Compensation Schemes Directive* (ICSD), de concept richtlijn inzake *Deposit Guarantee Schemes* (DGSD) en het Commissie White Paper on *Insurance Guarantee Schemes*. De Europese Commissie heeft voorgesteld om de beleggersbescherming van het beleggerscompensatiestelsel in de *Investor Compensation Scheme Directive* (ICSD) uit te breiden naar de situatie waarin de bij de *third party custodian* ondergebrachte assets niet kunnen worden teruggeven. Ook is voorgesteld om de compensatiemogelijkheid uit te breiden van individueel vermogensbeheer naar collectief vermogensbeheer. Verder werd voorgesteld om het compensatiebedrag te verhogen van € 20.000,- tot € 50.000,-. Het voorstel van de Commissie voorziet tenslotte in een verplichte voorfinanciering van het stelsel tot een waarde van 0,5% van de beheerde activa.

Het beleggerscompensatiestelsel beschermt beleggers thans alleen in een situatie waarin bij individueel vermogensbeheer de beleggingsonderneming niet in staat is om de financiële instrumenten of het geld terug te geven aan de klant. De Commissie heeft binnen de EU weinig steun gevonden voor zijn voorstellen, noch vanuit de Lidstaten, noch vanuit de bedrijfstak. Een belangrijk punt van kritiek is dat een vergelijking tussen beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen op dit punt lastig te maken is. Zo is de eindbelegger bij individueel vermogensbeheer de juridisch eigenaar van de beleggingen, terwijl dat bij collectief vermogensbeheer niet het geval is. DUFAS verwacht dat de voorstellen inzake de bewaarder en UCITS zullen vervallen.

### *Melding van economische long-posities*

Soms komt het voor dat een aandeelhouder in een beursgenoteerde onderneming heimelijk een groot belang opbouwt, zonder een Wmz-melding te hoeven doen. Het Ministerie van Financiën wil dat aanpakken.

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 gereguleerde 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



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

cash. 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 WMZ-melding is gedaan.

DUFAS ziet dit voorstel als een beter en eenvoudiger oplossing dan de voorstellen in het Wetsvoorstel Corporate Governance. CESR heeft begin 2010 een consultatie over hetzelfde onderwerp gedaan en de Europese Commissie heeft erover geconsulteerd in het kader van de modernisering van de Transparantierichtlijn. Desalniettemin is naar de mening van het Ministerie van Financiën de politieke realiteit dat zowel het wetsvoorstel corporate governance als een meldingsplicht voor economische long posities zullen worden ingevoerd.

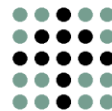
### *Harmonisatie Europese short selling regels*

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 staatschuldpapier en *credit default swaps* in verband met EU staatschulden in het bijzonder, maar niet 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 m.b.t. 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 gemarkeerd worden (*flagging*). Waar het een netto short positie in EU staatschuldpapier of een *naked short* positie in *credit default swaps* in verband met EU staatschulden betreft, moet alleen de toezichthouder geïnformeerd worden bij het passeren van bovengenoemde drempels.

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



## DUFAS Jaarverslag 2010 - Ontwikkelingen in Europa

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. Dan is er werk aan de winkel voor de beursgenoteerde onderneming. 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.).