

**RAPPORT COMMISSIE
MODERNISERING
BELEGGINGSINSTELLINGEN**

Amsterdam, december 2004

Brief van de voorzitter

Op 26 mei jl. heeft de Autoriteit Financiële Markten in overleg met de sector van beleggingsinstellingen de Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen ingesteld. De AFM heeft de Commissie opgedragen voor het eind van het jaar aanbevelingen te doen die bijdragen aan de bestrijding van de tekortkomingen die de AFM in haar rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen' heeft vastgesteld in de sector van beleggingsinstellingen.

Het verheugt mij dat wij vandaag ons rapport aan de AFM kunnen aanbieden. Ik hoop dat onze aanbevelingen zullen bijdragen aan een evenwichtige regelgeving van beleggingsinstellingen en hun beheerders, die recht doet enerzijds aan de geconstateerde tekortkomingen en anderzijds aan de behoeften van de sector van beleggingsinstellingen in Nederland. Met de AFM heeft de Commissie geconstateerd dat er weliswaar tekortkomingen zijn, maar dat deze geenszins de omvang en ernst benaderen van de schandalen die in de Verenigde Staten aan het licht zijn gekomen.

De Commissie heeft tijdens haar werkzaamheden gesproken met een groot aantal partijen die de Commissie van hun inzichten en suggesties op de hoogte hebben gesteld. Ik wil de partijen die zo hebben bijgedragen aan de gedachtenvorming door de Commissie daarvoor zeer bedanken.

De Commissie is in haar werkzaamheden voortdurend ondersteund door een secretariaat dat werd gevormd door Hanzo van Beusekom, Carolien Heemskerk en Job de Kort, medewerkers van de AFM. Zij hebben hard gewerkt om de vergaderingen van de Commissie te organiseren, de leden van de Commissie steeds alle benodigde informatie te bezorgen en het rapport van de Commissie tot stand te brengen. Esther de Jong en Ida de Vries, medewerkers van De Brauw Blackstone Westbroek, waren zeer behulpzaam bij het onderzoek naar buitenlandse wet- en regelgeving. Hen allen wil ik graag bedanken.

Tenslotte wil ik de leden van de Commissie bedanken voor hun intensieve bijdragen aan de gedachtenvorming en het rapport. Onze discussies waren boeiend en verschaften veel inzicht. Bij ieder van de leden bestond een grote betrokkenheid om als Commissie unaniem tot goede, evenwichtige aanbevelingen te komen. Ik heb onze samenwerking persoonlijk als zeer plezierig ervaren.

Amsterdam, 22 december 2004

Jaap Winter

INHOUDSOPGAVE

SAMENVATTING	5
SUMMARY	12
HOOFDSTUK 1 INLEIDING	18
1.1 OPDRACHT COMMISSIE MODERNISERING BELEGGINGSINSTELLINGEN.....	18
1.2 WERKWIJZE COMMISSIE.....	18
1.3 AFBAKENING.....	19
1.4 VOORGENOMEN WIJZIGINGEN IN WET- EN REGELGEVING	20
1.5 VERANKERING AANBEVELINGEN.....	20
1.6 INHOUD HOOFDSTUKKEN	21
HOOFDSTUK 2 HET NEDERLANDSE HANDELSSYSTEEM	22
2.1 INLEIDING	22
2.1.1 <i>Beleggingsinstelling tijdens handel zelf partij</i>	22
2.1.2 <i>Positie liquiditeitsverschaffer</i>	23
2.1.3 <i>Verwerking op- en afslagen bij aan- en verkoop deelnemingsrechten</i>	23
2.2 PROBLEMEN HUIDIGE NEDERLANDSE SYSTEEM	24
2.3 AANBEVELINGEN VERBETERDE WERKING NEDERLANDSE HANDELSSYSTEEM	25
2.3.1 <i>Beëindigen beursplicht voor BMVK's</i>	25
2.3.2 <i>Instellen van één handelsmoment met de beleggingsinstelling per dag</i>	26
2.3.3 <i>Afrekenen tegen intrinsieke waarde (met enige beperkingen)</i>	27
2.3.4 <i>Handelen gedurende de dag zonder dat de beleggingsinstelling partij is</i>	27
2.3.5 <i>Publiceren (verandering) intrinsieke waarde</i>	27
2.3.6 <i>Afschaffen of aanpassen systeem kapitaalbelasting beleggingsinstellingen</i>	28
HOOFDSTUK 3 TRANSPARANTIE VAN KOSTEN BELEGGINGSINSTELLINGEN	29
3.1 INLEIDING	29
3.2 DOOR DE AFM GECONSTATEERDE TEKORTKOMINGEN	29
3.3 AANBEVELINGEN VOOR VERANTWOORDING EN TRANSPARANTIE VAN KOSTEN.....	30
3.3.1 <i>Openbaarmaking en verantwoording van kosten aan de belegger</i>	30
3.3.2 <i>Beheervergoeding en performance fee</i>	31
3.3.3 <i>Inzicht in transactiekosten</i>	32
3.3.4 <i>Het economisch voordeel van het beheerde vermogen</i>	33
3.3.5 <i>Kosten en vergoedingen bij fund of funds</i>	34
3.3.6 <i>Distributiekosten beleggingsinstellingen</i>	35
3.3.7 <i>Rechten belegger bij wijzigingen kosten open end beleggingsinstellingen</i>	36
HOOFDSTUK 4 AO/IC EN ROL INTERNE EN EXTERNE ACCOUNT	37
4.1 INLEIDING	37
4.2 DOOR AFM GECONSTATEERDE TEKORTKOMINGEN	37
4.3 AANBEVELINGEN VOOR EEN BEHOORLIJKE AO/IC	38
4.3.1 <i>De positie van de beheerder</i>	38
4.3.2 <i>De rol van de interne en externe accountant</i>	38
4.3.3 <i>Aanbevelingen</i>	40

HOOFDSTUK 5	GOVERNANCE VAN BELEGGINGSINSTELLINGEN	42
5.1	INLEIDING	42
5.2	DOOR AFM GECONSTATEERDE TEKORTKOMINGEN.....	42
5.3	AANBEVELINGEN VOOR EEN BEHOORLIJKE GOVERNANCE VAN BELEGGINGSINSTELLINGEN..	43
5.3.1	<i>De trustee functie, beheer en toezicht.....</i>	<i>43</i>
5.3.2	<i>Kernbevoegdheden van beleggers.....</i>	<i>45</i>
5.3.3	<i>De rol van de bewaarder</i>	<i>457</i>
5.3.4	<i>Het afleggen van verantwoording.....</i>	<i>47</i>
BIJLAGE I	SAMENSTELLING COMMISSIE	50
BIJLAGE II	EXTERNE BELANGHEBBENDEN.....	51
BIJLAGE III	KOSTEN-BATENANALYSE AANBEVELINGEN.....	52

Samenvatting

Inleiding

De Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (de Commissie) is ingesteld door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) volgend op haar rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen'. Dit rapport is in april 2004 gepubliceerd en geeft de bevindingen weer van een sectorbreed onderzoek dat de AFM heeft gehouden in de markt voor beleggingsinstellingen.

In het rapport constateert de AFM tekortkomingen op het gebied van de transparantie en van een zorgvuldige werkwijze van beleggingsinstellingen, waardoor de belangen van de belegger niet in alle gevallen voldoende gewaarborgd worden. Deze tekortkomingen worden onder meer veroorzaakt door de sterke groei en de toegenomen complexiteit die de markt voor beleggingsinstellingen heeft doorgemaakt. Volgens de AFM is het Nederlandse systeem van handel in beleggingsinstellingen en deels ook de regelgeving waarop dit systeem stoelt verouderd.

De AFM heeft bij het opheffen van de geconstateerde tekortkomingen de sector het voortouw willen laten nemen. Hiertoe heeft zij in mei 2004 de Commissie ingesteld. Deze Commissie is samengesteld in overleg met de sector. Haar leden nemen op persoonlijke titel deel aan de Commissie (zie bijlage I). Aan de Commissie is gevraagd aanbevelingen te doen over de manier waarop tekortkomingen kunnen worden verholpen.

De Commissie heeft een informele consultatie georganiseerd waarbij een aantal belanghebbenden is uitgenodigd om hun mening te geven over bovenstaande thema's (zie bijlage II). Daarnaast heeft zij zich uitvoerig laten voorlichten over de buitenlandse praktijk en wet- en regelgeving. De Commissie is bij het formuleren van haar aanbevelingen uitgegaan van nieuwe (concept) wet- en regelgeving zoals die in december 2004 bekend is.

Op basis van de opdracht van de AFM heeft de Commissie zich geconcentreerd op vier hoofdthema's:

- Het Nederlandse handelssysteem;
- De transparantie van de kosten van beleggingsinstellingen;
- De administratieve organisatie en de maatregelen van interne controle (AO/IC) en de rol van de interne en de externe accountant;
- De governance van beleggingsinstellingen.

Het Nederlandse handelssysteem

Het Nederlandse systeem heeft twee opvallende kenmerken. Allereerst zijn open end beleggingsmaatschappijen die veelal de vorm hebben vaneen beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (BMVK) verplicht om een beursnotering aan te houden. Daarnaast is in het Nederlandse systeem van beurshandel in beleggingsinstellingen de handel in deelnemingsrechten gesplitst. De meest liquide fondsen worden doorlopend verhandeld en de minder vaak verhandelde fondsen worden twee keer per dag geveild. Bij beide varianten kan of moet zelfs een liquiditeitsverschaffer worden ingeschakeld om de handel te faciliteren.

Het systeem is complex en de prijsvorming is ingewikkeld. Vaak kent de belegger de intrinsieke waarde niet en vindt de verwerking van op- en afslagen op verschillende manieren plaats. Hierdoor is het de belegger veelal niet bekend welke prijs hij ten opzichte van de intrinsieke waarde betaalt. Bovendien heeft de liquiditeitsverschaffer in dit systeem een ambivalente positie. De liquiditeitsverschaffer is winstgedreven, vrijwel altijd gelieerd aan de beheerder van de beleggingsinstelling en heeft bijzondere privileges. Daarnaast beschikt hij over een kennisvoorsprong met betrekking tot de bandbreedte rondom de intrinsieke waarde.

Nederland ondervindt door dit systeem concurrentienadeel ten opzichte van andere Europese landen. In veel landen speelt de beurs een geringe rol en worden deelnemingsrechten voornamelijk verhandeld via de beleggersgiro of intermediair die transacties met de beleggingsinstelling verricht. Een *open end* beleggingsinstelling geeft in deze landen slechts één maal per dag aandelen uit of neemt deze in en de liquiditeitsverschaffer is in deze systemen een onbekend fenomeen. Nederland kent een verplichte beursnotering voor

BMVK's, terwijl de noodzaak om deze verplichte beursnotering te handhaven niet bestaat. Bovendien wordt in Nederland een complexe systematiek gehanteerd om kapitaalbelasting te heffen, die de prijsvorming verstoort

Naar aanleiding van deze problemen doet de Commissie de volgende aanbevelingen:

Beëindigen beursplicht voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal

Het systeem van doorlopende verhandeling of veilinghandel voor genoteerde beleggingsinstellingen is mede gebaseerd op de verplichte beursnotering die geldt voor BMVK's. Beleggingsinstellingen dienen zelf de keuze te hebben om wel of geen beursnotering aan te vragen. De Commissie steunt de afschaffing van de beursplicht voor beleggingsinstellingen, zoals vermeld in het amendement Heemskerk tot wijziging van artikel 2:76a BW, dat door de Tweede Kamer is aanvaard.¹

Instellen van één handelsmoment met de beleggingsinstelling per dag

Het aantal handelsmomenten waarbij de beleggingsinstelling zelf partij is, wordt beperkt tot één per dag. In het verlengde hiervan dienen de regels ter voorkoming van 'late trading' te worden aangescherpt.

Afrekenen tegen de intrinsieke waarde (met enige beperkingen)

Op het handelsmoment waarbij de beleggingsinstelling tegenpartij is, worden transacties afgewikkeld tegen de intrinsieke waarde met een beperkte op- of afslag. Deze op- of afslag komt toe aan de beleggingsinstelling ter bescherming van de zittende beleggers, ter compensatie voor transactiekosten en eventueel ter afdekking van het liquiditeitsrisico². De beheerder stelt hiertoe via een vaste formule een op- en afslag vast.

Handelen gedurende de dag zonder dat beleggingsinstelling partij is

Na het tot stand komen van de koers op het ene moment dat de beleggingsinstelling partij is en de afwikkeling van de inliggende orders, is gedurende de dag beurshandel mogelijk zonder dat de beleggingsinstelling tegenpartij is. Dit kan via doorlopende verhandeling of via de veilingssystematiek. De beleggingsinstelling wordt hiermee voor de rest van de dag feitelijk als *closed end* verhandeld.

Publiceren (verandering) intrinsieke waarde

Om zoveel mogelijk gelijkheid van informatie over de intrinsieke waarde te bevorderen, stelt de Commissie voor dat de beleggingsinstelling de intrinsieke waarde publiceert die zij hanteert op het handelsmoment dat zij aandelen uitgeeft of inneemt. Beleggingsinstellingen die daarna kiezen voor doorlopende verhandeling ter beurze dienen de intrinsieke waarde doorlopend op de website te publiceren. Zij die kiezen voor het systeem van veilinghandel publiceren deze intrinsieke waarde vóór het moment van handel.

Afschaffen of aanpassen systeem kapitaalbelasting beleggingsinstellingen

De Commissie pleit voor afschaffing van kapitaalbelasting voor beleggingsinstellingen of zodanige aanpassing dat de kapitaalbelasting niet langer de prijsvorming verstoort.

Transparantie van kosten van beleggingsinstellingen

De Commissie is van mening dat de kosten van beleggingsinstellingen volledig en duidelijk dienen te worden verantwoord. Zij heeft geen oordeel over de wenselijke hoogte van de kosten. Uit onderzoek van de AFM en uit de gesprekken die de Commissie met derden heeft gevoerd, is naar voren gekomen dat er behoefte is aan meer transparantie omtrent de kosten

¹ De Commissie stemt in met de afschaffing van de beursplicht, maar merkt op dat volgens de tekst van het amendement alleen beleggingsinstellingen die een Wtb-vergunning hebben een BMVK kunnen zijn. Beleggingsinstellingen die aanbieden aan professionele beleggers zijn volgens de Wtb niet vergunningplichtig. Deze beleggingsinstellingen kunnen zodoende volgens het amendement geen BMVK zijn en om deze reden niet efficiënt als open end beleggingsinstellingen deelnemingsrechten uitgeven en innemen. Dit kan volgens de Commissie niet de bedoeling zijn.

² Het risico van een beperkte mate van verhandelbaarheid van een onderliggende belegging. Een belegging heeft een groot liquiditeitsrisico als aan- of verkoop van relatief kleine hoeveelheden van de belegging direct significante invloed heeft op de prijs van de belegging.

van beleggingsinstellingen. Deze wens leeft bij zowel marktpartijen als belangenbehartigers van particuliere beleggers.

De Commissie doet de volgende aanbevelingen over de informatie omtrent kosten van beleggingsinstellingen die aan beleggers wordt verstrekt:

Openbaarmaking en verantwoording van kosten aan de belegger

De informatie moet op zodanige wijze aan de belegger worden verstrekt, dat hij in staat is om zich een verantwoord oordeel te vormen over de kosten die aan het aanbod van de beleggingsinstelling verbonden zijn. Deze informatie dient gepresenteerd te worden in één kostenparagraaf waarin ook de *Total Expense Ratio* (TER) wordt vermeld. De belegger moet op basis van deze informatie de kosten van verschillende beleggingsinstellingen kunnen vergelijken. Het jaarverslag en het prospectus dienen respectievelijk inzicht te geven in de daadwerkelijke kosten en de maximale kosten die in rekening worden gebracht. De meest actuele informatie dient beschikbaar te zijn op de website van de beleggingsinstelling.

Beheervergoeding en performance fee

De voorwaarden voor de vergoeding van de beheerder dienen transparant te zijn en zodanig gestructureerd te zijn dat de beloningsstructuur consistent is met het beleggingsbeleid en belangenconflicten niet in de hand werkt. Daarnaast moet de stimulans die uitgaat van een eventuele performance fee consistent zijn met het beleggingsbeleid. De berekening van deze *performance fee* dient controleerbaar te zijn.

Inzicht in transactiekosten

De beleggingsinstelling vermeldt in het prospectus, de jaarrekening en de financiële bijsluiter dat naast de kosten opgenomen in de TER ook transactiekosten gemaakt worden die feitelijk ten laste komen van het beheerd vermogen. Daarnaast neemt de beleggingsinstelling in het jaarverslag de transactiekosten over het afgelopen jaar op die geïdentificeerd en gekwantificeerd kunnen worden. Ook laat de beleggingsinstelling in het jaarverslag zien welk percentage van het totale transactievolume is uitgevoerd via gelieerde partijen. Ten slotte vermeldt de beleggingsinstelling in het jaarverslag de *turnover ratio* van de portefeuille, samen met een korte uitleg van deze ratio in absolute en relatieve zin (ten opzichte van de voorgaande periode).

Het economisch voordeel van het beheerde vermogen

Hard commissions en *soft commissions* en *securities lending* zijn toegestaan, maar alleen onder de expliciete voorwaarde dat het economische voordeel ten goede komt aan de beleggingsinstelling (en dus de beleggers) en niet aan de beheerder of andere partij die *securities lending* faciliteert. Voor zover *soft commissions* niet direct ten goede kunnen komen aan de beleggingsinstelling, dient de beheerder een vergoeding te betalen aan de beleggingsinstelling. Verder dienen beleggingsinstellingen de omvang en aard van de ontvangen *hard* en *soft commissions* te publiceren in het jaarverslag van de beleggingsinstelling. *Best execution* moet altijd het leidende principe zijn voor de beheerder bij de keuze tussen verschillende brokers en bij de beslissing wie welke transacties uitvoert. Als de beheerder of andere partij een redelijke vergoeding vraagt voor het uitlenen van effecten, moet hij de hoogte van deze vergoeding nauwkeurig in het prospectus en de jaarrekening omschrijven.

Kosten en vergoedingen van beleggingsinstellingen die beleggen in andere beleggingsinstellingen (fund of funds)

Informatie die aan de belegger wordt verstrekt over de kosten van een *fund of funds* dient duidelijk te maken dat sprake is van een meervoudige kostenstructuur die van invloed is op het resultaat. De Commissie is van mening dat het gebruik van een synthetische TER gewenst is, maar wil dit niet dwingend voorschrijven. Indien sprake is van *fee-sharing* afspraken tussen de onderliggende beleggingsinstellingen en de bovenliggende beleggingsinstelling dient het voordeel ten goede te komen aan de bovenliggende beleggingsinstelling en niet (indirect) aan de beheerder van de bovenliggende beleggingsinstelling. Als de bovenliggende beleggingsinstelling belegt in beleggingsinstellingen die beheerd worden door gelieerde partijen, dient dit aan beleggers bekend te worden gemaakt,

evenals de condities waartegen beleggers kunnen in- en uittreden. Bovendien dient belangenverstrengeling zoveel mogelijk te worden tegengegaan.

Distributiekosten beleggingsinstellingen

De provisie die de belegger aan zijn effectenmakelaar betaalt bij aan- en verkoop wordt afzonderlijk vermeld op de afrekening die de belegger ontvangt. De kosten die gemaakt worden voor het toegang krijgen tot distributiekanaalen dienen voor rekening te komen van de beheerder. Deze kosten worden zodoende niet langer in de op- en afslag verwerkt.

Rechten belegger bij wijzigingen kosten open end beleggingsinstellingen

Indien een beleggingsinstelling haar voorwaarden kan wijzigen met medeweten van de beleggers en instemming van de beleggers niet vereist is, dienen beleggers die vanwege de wijziging uit willen stappen binnen een redelijke termijn tegen de intrinsieke waarde uit te kunnen treden. De beheerder dient de transactiekosten en de provisie voor zijn rekening te nemen. Indien een beleggingsinstelling haar voorwaarden alleen kan wijziging met instemming van de beleggers, is voldoende dat aan beleggers een redelijke termijn wordt geboden waarin zij tegen de oude voorwaarden hun deelnemingsrechten kunnen verkopen. In beide systemen dienen beleggingsinstellingen de wijziging te publiceren in de landelijke dagbladen en op de website van de beleggingsinstelling. Ook dient hierbij te worden uitgelegd waarom de wijziging plaatsvindt.

De administratieve organisatie en maatregelen van interne controle en de rol van de accountant

Voor het functioneren van beleggingsinstellingen zijn de administratieve organisatie en maatregelen van interne controle (AO/IC) van essentieel belang. De kern van de werkzaamheden van een beleggingsinstelling wordt gevormd door een beleggingsproces waarvan de opbrengst zich rechtstreeks vertaalt in de waarde van de door de beleggers gehouden deelnemingsrechten. Het is daarom van groot belang dat beleggingsinstellingen beschikken over een adequate AO/IC.

Uit het onderzoek van de AFM en uit gesprekken met derden is het beeld naar voren gekomen dat de AO/IC van beleggingsinstellingen verbeterd kan worden en dat zij tot dusver wellicht te weinig aandacht heeft gekregen. Dat is voor een deel het gevolg van het ontbreken van specifieke standaarden in de regelgeving waaraan de AO/IC van beleggingsinstellingen kan worden getoetst.

De Commissie doet de volgende aanbevelingen over de AO/IC en de rol van de interne en externe accountant.

Beschrijving bedrijfsprocessen

De beheerder moet een beschrijving opstellen van de volgende bedrijfsprocessen die waarborgen dat:

- a. elke transactie waarbij de beleggingsinstelling is betrokken, kan worden gereconstrueerd;
- b. het vermogen van de beleggingsinstelling overeenkomstig het beleggingsbeleid en de bij of krachtens de wet gestelde regels wordt belegd;
- c. het besluitvormingsproces en de gemaakte afspraken binnen de beheerder, beleggingsinstelling en bewaarder inzichtelijk zijn;
- d. een functiescheiding bestaat tussen het verrichten van rechtshandelingen met betrekking tot het vermogen van de beleggingsinstelling en het controleren en administreren van deze handelingen;
- e. een zodanige functiescheiding bestaat dat een betrouwbare, juiste en consistente intrinsieke waarde tot stand komt;
- f. het proces van intrinsieke waardebepaling binnen de beheerder en de beleggingsmaatschappij wordt gescheiden van de overige activiteiten van de beheerder en de beleggingsmaatschappij;
- g. de berekening van de intrinsieke waarde aansluit bij de financiële administratie;
- h. klachten zorgvuldig, verifieerbaar, consistent en binnen een redelijke termijn worden afgehandeld;

- i. de risico's die samenhangen met het beleggingsproces op een systematische wijze worden beheerst en geanalyseerd;
- j. de grootte en samenstellingen van en mutaties in de aan te houden financiële waarborgen getrouw en volledig kunnen worden vastgesteld;
- k. de bestuurders regelmatig, alsmede tussentijds in het geval zich bijzondere omstandigheden voordoen, worden geïnformeerd over de bedrijfsvoering;
- l. er een systematische, toegankelijke en actuele administratie van deelnemers is waarin, voor zover van toepassing, de met de belegger gemaakte afspraken inzichtelijk worden gemaakt;
- m. een systeem van interne controle bestaat dat nagaat in hoeverre overeenkomstig de beschreven procedures voor administratieve organisatie wordt gehandeld, dat signaleert wanneer en in hoeverre daarvan wordt afgeweken en dat aanpassing van het feitelijk handelen mogelijk maakt;
- n. de integriteit, continue beschikbaarheid en beveiliging van de geautomatiseerde gegevens zijn gegarandeerd;
- o. voor open end beleggingsinstellingen een systeem van uitgifte en inkoop van deelnemingsrechten bestaat dat uitsluit dat deelnemingsrechten worden uitgegeven of ingekocht op een ander moment dan het dagelijks moment waarop de beleggingsinstelling uitgeeft of inkoop, of tegen een andere prijs dan zij voor een ieder deelnemingsrechten uitgeeft of inkoop.

Verklaring beheerder

De beheerder verklaart in het jaarverslag van iedere door hem beheerde beleggingsinstelling dat hij voor de beleggingsinstelling beschikt over een beschrijving van de AO/IC die voldoet aan de eisen van wet- en regelgeving en dat het systeem van AO/IC adequaat en effectief functioneert overeenkomstig die beschrijving. De verklaring vermeldt in hoeverre een interne accountant betrokken is geweest bij de beschrijving en de controle van de werking van de AO/IC.

Rol externe accountant

De externe accountant die de jaarrekening onderzoekt vermeldt in de jaarlijkse *management letter* in hoeverre hij bij zijn controlewerkzaamheden de AO/IC heeft beoordeeld. Tevens vermeldt hij de belangrijkste bevindingen naar aanleiding van deze controlewerkzaamheden. De externe accountant dient onregelmatigheden die hij bij zijn onderzoek constateert te melden aan de AFM zoals voorzien in artikel 12 lid 5 Wtb nieuw.

Governance van beleggingsinstellingen en hun beheerders

Beleggingsinstellingen en het beheer daarvan vormen een zeer specifieke situatie met eigen governance vraagstukken. Beleggers beleggen in een beleggingsinstelling die door een derde wordt beheerd. De scheiding tussen degenen die het financieel belang in de beleggingsinstelling houden en degenen die het beleid van de beleggingsinstelling bepalen is vrijwel steeds volledig. Deze scheiding tussen belang en beleidsbepaling geeft aanleiding tot een bijzonder agency-probleem: hoe te voorkomen dat de beleidsbepaler het door beleggers bijeengebrachte kapitaal met name aanwendt om eigen belangen te behartigen en zo de belangen van beleggers veronachtzaamt?

De beheerder maakt veelal deel uit van een groep van financiële ondernemingen, die ook andere financiële diensten aan de beleggingsinstelling verleent, zoals commissairen diensten, distributie, marketing en de verkoop van financiële producten. De uitvoering en prijsvorming van deze gelieerde diensten kunnen op gespannen voet staan met het belang van beleggers in de beleggingsinstelling.

In de organisatiestructuur van beleggingsinstellingen en hun beheerders heeft niemand de expliciete taak ervoor te waken dat wordt belegd in het belang van de beleggers. De *trustee* functie ontbreekt in de huidige organisatiestructuur.

De Commissie doet de volgende aanbevelingen over een behoorlijke governance van beleggingsinstellingen.

Raad van commissarissen bij elke beheerder

Iedere beheerder van een beleggingsinstelling (of de beleggingsmaatschappij zelf indien zij beheerder is) dient een raad van commissarissen te hebben die voldoende onafhankelijk van de beheerder en gelieerde partijen is samengesteld en functioneert. Dit kan worden verzekerd hetzij door een raad van commissarissen die ten minste in meerderheid bestaat uit leden die onafhankelijk zijn ten opzichte van de beheerder en aan de beheerder gelieerde partijen, hetzij door een raad van commissarissen die een compliance commissie heeft ingesteld die bestaat uit uitsluitend en ten minste twee onafhankelijke commissarissen.

Raad van commissarissen voldoende onafhankelijk

Voor de criteria van het begrip onafhankelijkheid zoekt de Commissie aansluiting bij de Corporate Governance Code, Best Practice Bepaling III.2.2. De Commissie beveelt aan deze criteria aan te passen, voorzover relevant en noodzakelijk in verband met de bijzondere positie van beheerders en beleggingsinstellingen, in regelgeving neergelegd. De raad van commissarissen moet voor iedere commissaris vaststellen of deze onafhankelijk is in het licht van deze criteria en dit melden in het verslag van de raad van commissarissen.

Beheerder wordt bestuurder beleggingsmaatschappij

Indien sprake is van een beleggingsmaatschappij met een externe beheerder, die beslissingen neemt aangaande het beleggingsbeleid, het risicobeheer en de naleving van wet- en regelgeving, dient deze beheerder in alle gevallen formeel bestuurder te zijn van de beleggingsmaatschappij.

Ontslag beheerder closed end beleggingsinstellingen

Beleggers moeten de beheerder van een closed end beleggingsinstelling kunnen ontslaan en een nieuwe beheerder kunnen aanstellen. Voor het ontslag kan een gekwalificeerde meerderheid van beleggers worden voorgeschreven om te waarborgen dat het voorstel breed wordt gedragen door de beleggers. De voorgeschreven meerderheid mag niet meer zijn dan 75% van het aantal uit te brengen stemmen.

Bevoegdheid accountantsbenoeming

Voor alle beleggingsinstellingen dient een vergadering van deelnemers de bevoegdheid te hebben de accountant te benoemen die de jaarrekening controleert.

Stemvolmacht Stichting Beleggersgiro

Zonder enige beperking dient een Stichting Beleggersgiro stemvolmacht te verlenen als beleggers daarom vragen. Voor een dergelijke stichting die zelf stemrecht uitoefent kan geen ander belang doorslaggevend zijn dan het belang van de uiteindelijke belegger. Het bestuur van een Stichting Beleggersgiro dient onafhankelijk te zijn van de beheerder van de beleggingsinstelling en aan de beheerder gelieerde partijen.

Verantwoording in jaarverslag

In het jaarverslag van elke afzonderlijke door de beheerder beheerde beleggingsinstelling dient:

- een verklaring te worden opgenomen waarin de beheerder verklaart voor de beleggingsinstelling te beschikken over een adequate beschrijving van de AO/IC, die voldoet aan de eisen van wet- en regelgeving;
- een verslag te worden opgenomen van de raad van commissarissen van de beheerder. Indien een beleggingsinstelling een eigen raad van commissarissen heeft wordt het verslag van de eigen raad van commissarissen in het jaarverslag opgenomen;
- de beheerder verslag te doen inzake het beloningsbeleid en de beloningsstructuur die de beheerder hanteert voor de portfoliomanagers die het vermogen van de beleggingsinstelling daadwerkelijk beheren;
- de beheerder verantwoording af te leggen over het beleid dat de beheerder voert ten aanzien van de uitoefening van stemrecht door de beleggingsinstelling als aandeelhouder in andere ondernemingen en over de wijze waarop dat beleid in het boekjaar is uitgevoerd.

Website beheerder beleggingsinstellingen

Iedere beheerder van beleggingsinstellingen dient te beschikken over een eigen website, waarop de beheerder alle informatie plaatst en actualiseert die de beheerder en/of de door hem beheerde beleggingsinstellingen moeten publiceren op grond van de op hen van toepassing zijnde effectenrechtelijke en vennootschapsrechtelijke wet- en regelgeving. De informatie dient, voor zover relevant, te worden gerangschikt per afzonderlijke door de beheerder beheerde beleggingsinstelling. Het adres van de website dient te worden vermeld in het prospectus en in het jaarverslag van de beleggingsinstelling.

Summary

Introduction

The Committee for Modernising Collective Investment Schemes (the Committee) was set up by the AFM (Netherlands Authority for the Financial Markets) in response to the latter's report 'Monitoring collective investment schemes'. This report was published in April 2004 and sets out the findings of a sector-wide investigation that the AFM carried out into the market for collective investment schemes (CIS).

In the report, AFM sets out the shortcomings that it has found in the areas of transparency and prudent working methods for the CIS. As a result of these shortcomings, the interests of investors have not always been sufficiently safeguarded. The strong growth and increasing complexity of the market for CIS have been major contributing factors to this situation. In the AFM's opinion, the Dutch system of trading in CIS has become outdated, as have to some extent the regulations on which this system is based.

The AFM has wanted to give the sector the opportunity to take the lead in rectifying the shortcomings identified. To this end, the Committee was installed in May 2004. The members of the Committee were appointed in consultation with the sector. The members participate in the Committee in a private capacity (see also Annex I). The Committee has been asked to make recommendations on ways of rectifying the shortcomings found, in order to create a better, more effective market for CIS.

The Committee has organised an informal consultation process and invited a number of interested parties to submit their opinions on the above topics (see also Annex II). In addition, the Committee has obtained extensive information and advice on relevant legislation and regulations in force abroad.

The Committee has based its recommendations on the new (draft) legislation and regulations known about at this point in time.

Under the mandate awarded by AFM, the Committee has concentrated on four main themes, namely:

- The Dutch trading system;
- Transparency of costs of CIS;
- Administrative organisation and internal control measures (AO/IC) and the role of the internal and external auditor; and
- Governance of CIS.

The Dutch trading system

The Dutch system has two characteristic features: first, ICWVCs (investment companies with variable capital) are obliged to have a stock exchange listing. In addition, a system for stock exchange trading in CIS is used whereby the trading in units is split between continuous trading for the most liquid funds and auction trading for the less frequently traded funds. With both types of trading, a liquidity provider can (or even has to) be brought in to facilitate trading.

The system is complex and the pricing mechanism is complicated. In many cases, the investor does not know the net asset value, and the surcharges and discounts on prices are handled in different ways. This means that the investor is often unaware of where the price that he is paying stands in relation to the net asset value. In addition, under this system the liquidity provider is placed in an ambivalent position. The liquidity provider is profit-driven, is almost always affiliated with the management company for the CIS and has special privileges. Moreover, he has better information about the bandwidth around the net asset value.

This system has put the Netherlands at a competitive disadvantage compared to other European countries. In many countries, the stock exchange plays a minor role, and units are mainly traded via the book entry trading system or else the transactions are carried out with

the CIS via an intermediary. In these countries, an open end CIS only issues or redeems units once a day, with the liquidity provider being an unknown phenomenon under these systems. In the Netherlands, ICWVCs are obliged to have a stock exchange listing, even though there is no need to have a system of compulsory listing for them. Furthermore, the procedure used to levy capital tax is complex.

Given the above problems, the Committee makes the following recommendations:

Abolish the requirement for investment companies with variable capital (ICWVCs) to have stock exchange listings

The Netherlands' dual system of continuous trading and auction trading for listed CIS is partly based on the compulsory stock exchange listing that applies to ICWVCs. CIS should be able to decide for themselves whether to apply for a stock exchange listing. The Committee supports the lifting of the listing requirement for CIS as set out in the Heemskerk amendment for Article 2:76a Civil Code that the Dutch Lower Chamber has accepted.³

Establishing a system of having a single trading moment with the CIS each day

The number of trading moments to which the CIS itself is a party should be restricted to a single moment per day. It follows from this that the rules to prevent late trading need to be tightened too.

Settlement at the net asset value (with some restrictions)

At the trading moment at which the CIS is the counter party, transactions are to be settled at the net asset value including a modest surcharge or discount that accrues to the CIS to protect the remaining investors, whose purpose is to defray transaction costs and possibly to cover the liquidity risk⁴. To this end, the management company uses a set formula to calculate a surcharge and discount.

Trading during the day where the CIS is not a party to the transaction

Once the price of the trading moment at which CIS is the counter party has been arrived at and the entered orders have been settled, then during the day stock exchange trading is permitted without the CIS being the counter party, whether via continuous trading or the auction system. This means that for the rest of the day the CIS is actually being traded as a closed end scheme.

Publishing (changes to) the net asset value

In order to end the inequality regarding quality of information on the net asset value, the Committee proposes that the CIS should publish the net asset value that it is using at the trading moment at which it is issuing or redeeming units. CIS that then opt for continuous trading on the stock exchange must publish the net asset value continuously on their website.

Abolishing or amending the capital tax system for CIS

The Committee advocates that the capital tax for CIS be abolished or else that the taxation system be revised.

Transparency in costs of CIS

The Committee is of the opinion that the costs of CIS must be disclosed and accounted for fully and transparently. It has no opinion on the desirable level of these costs. AFM's investigations and the Committee's discussions with third parties have shown that there is a need for greater transparency about the costs charged by CIS. This need for greater

³ The Committee agrees with the abolishing of the listing requirement but notes that according to the text of the amendment only CIS that have a licence under the Act on the Supervision of CIS can be classified as an ICWVC. According to this Act, CIS that offer products and services to professional investors do not need this licence. In this way, according to this Act, these CIS cannot be an ICWVC and cannot efficiently issue and redeem units as open end CIS. This cannot have been the intention.

⁴ The risk of a limited level of marketability for an underlying investment. An investment has a high liquidity risk if the purchase or sale of a relatively small volume of the investment has an immediate significant effect on the price of the investment.

transparency has been expressed by both market participants and those representing the interests of private investors.

The Committee makes the following recommendations regarding the information on the costs of CIS that is provided to investors:

Disclosure and justification of costs vis-à-vis the investor

The information must be provided to the investor in such a way that he is able to make a well-considered assessment of the costs associated with the CIS products. This information must be presented in a single paragraph on costs that also states the Total Expense Ratio (TER). The investor has to be able to use this information to compare the costs charged by different CIS. The annual report and prospectus must provide clear information on the actual costs and maximum costs charged respectively. The most up-to-date information must be made available on the CIS website.

Management fee and performance fees

The conditions for reimbursing the management company must be transparent and must be structured in such a way that the remuneration structure is consistent with the investment policy and does not promote conflicts of interests. In addition, the calculation of the performance fee must be verifiable.

Greatest possible transparency vis-à-vis transaction costs

The CIS should state in the prospectus, annual accounts and financial information leaflet that - in addition to the costs included in the TER - transaction costs were incurred that are actually charged to the managed funds. In addition, the CIS should state in the annual report for the previous year the transaction costs that can be identified and quantified. The CIS shall state the percentage of the total transaction volume carried out by affiliated parties. Finally, the CIS shall state in the annual report the portfolio's 'turnover ratio', along with a brief explanation of this ratio in absolute and relative terms (compared to the previous period).

The economic benefit of the managed funds

Hard and soft commissions and securities lending are permitted, but only under the explicit condition that all the economic benefit accrues to the CIS (and thus to the investors) and not to the management company. To the extent that soft commissions do not accrue to the CIS directly, the management company must pay compensation to the CIS. Furthermore, the guiding principle for the management company must at all times be 'best execution' when choosing from a group of different brokers and when deciding which transactions to carry out. Finally, in their annual reports CIS must disclose the size and nature of the hard and soft commissions received. If the management company or third party incurs costs or otherwise asks for a fee for the lending of securities, the management company, or other party that facilitates the lending of securities, must provide precise details of this fee in the prospectus.

Costs and fees for CIS that invest in other CIS (fund of funds)

Information provided to the investor about the costs of a fund of funds must state clearly that there is a multiple cost structure that affects the performance. The Committee is of the opinion that a 'synthetic' TER should be calculated here but does not wish to make this mandatory. If there are fee-sharing agreements between the underlying CIS and the CIS 'on top', then the benefit must accrue to the CIS 'on top' and not (indirectly) to the management company of the CIS 'on top'. If the CIS 'on top' invests in CIS that are managed by affiliated parties, then investors must be informed of this fact, along with the conditions under which investors can join and leave.

Distribution costs for CIS

The commission that the investor pays to his broker upon purchasing must be stated separately on the settlement note that the investor receives. Costs for granting access to distribution channels must be charged to the management company. Accordingly, the costs for access to distribution channels will no longer be included in the surcharge and discount charges.

The rights of the investor in the event of a change to the costs for open end CIS

If a CIS is entitled to change its conditions with the knowledge of the investors and consent is not required, then those investors who wish to pull out because of the change must be able to do so free of charge against reimbursement of all transaction costs. In order to prevent investors who actually want to pull out for other reasons from leaving cheaply and simply, investors who wish to leave as a result of the change must provide details of their certificates to the CIS. If a CIS is only able to change its conditions with the consent of its investors, then it is sufficient for investors to be given a reasonable period of time during which they can sell their units under the old conditions. Under both systems, the CIS must publish details of the change in the daily newspapers and on its website. Here too the reasons for the change must be stated.

The system of administrative organisation and internal control measures and the role of the auditor

Administrative organisation and internal control (AO/IC) measures are of vital importance to the proper functioning of CIS. The key aspect of the activities of a CIS is an investment process the return of which is directly translated into the value of the units held by investors. This makes it very important for CIS to have an adequate AO/IC system.

It has also become clear from the investigation of the AFM discussions with third parties that there is room for improvement in CIS' AO/ICs and that perhaps this aspect has not received enough attention until now. This shortcoming can partially be attributed to the fact that there is no regulatory benchmark against which CIS AO/IC can be measured.

The Committee makes the following recommendations in respect of the AO/IC and the role of the internal and external auditors.

Specification of business processes

In the opinion of the Committee, a specification must be drawn up by the management company of the following business processes:

- a. each transaction in which the CIS is involved can be reconstructed;
- b. the CIS's funds are invested in accordance with the investment policy and the rules set by or by virtue of the law;
- c. the decision-making process and the arrangements made within the management company, CIS and custodian/depositary are transparent;
- d. there is a separation of functions between the carrying out of legal acts related to the CIS's funds and the checking and administration of these acts;
- e. there is a separation of functions such that a reliable, correct and consistent figure for the net asset value is arrived at;
- f. the process of net asset value calculation within the management company and the investment company is kept separate from the other activities pursued by the management company and the investment company;
- g. the calculation of the net asset value ties in with the financial records;
- h. complaints are dealt with carefully, verifiably, consistently and within a reasonable period of time;
- i. the risks associated with the investment process are systematically analysed and managed;
- j. the size and composition of and movements in the financial safeguards to be maintained can be established accurately and fully;
- k. the directors are informed about the conduct of business both regularly and in the interim in the event of special circumstances occurring;
- l. systematic, accessible and up-to-date records of unit-holders are maintained that show and detail any arrangements made with the investor;
- m. there is a system of internal control that checks the degree to which the procedures stipulated for administrative organisation are complied with and signals when and to what extent they have been deviated from and that enables the actual procedures to be amended;
- n. the integrity, continuous availability and security of the automated data have to be guaranteed;

- o. in the case of an open end CIS, there is a system of issuing and repurchasing units that prevents units from being issued or repurchased at any time other than the single moment of each day when the CIS is issuing or repurchasing units and that prevents issuing/repurchasing at a price other than that at which it is issuing/repurchasing units to/from all other investors.

Declaration by management company

The management company shall declare that the management company for the CIS has at its disposal a specification of the AO/IC that complies with the requirements set by legislation and regulations and that the system of AO/IC functions adequately and effectively in accordance with the specification. The specification shall state the degree to which an internal auditor was involved in the specification and checking of the functioning of the AO/IC.

External auditor states the extent to which he has assessed the AO/IC system

The external auditor that audits the annual accounts shall state in the annual management letter the extent to which he has assessed the AO/IC as part of his audit activities. He shall also state the most important findings from his audit activities. The external auditor has to inform AFM of any irregularities that his audit has uncovered, as provided for in Article 12 paragraph 5 Act on the Supervision of CIS (revised version).

Governance of CIS and their management companies

CIS and the management thereof are a very special case when it comes to governance issues. Investors invest in a CIS managed by a third party. The separation between those holding a financial interest in the CIS and those deciding a CIS's policy is almost always complete. This separation of interest between financial interest and decisive influence creates a special agency-related problem, namely: how can a situation be prevented whereby the party exercising decisive influence mainly uses the capital raised by investors to promote his own interests and neglects the interests of the investors?

In most cases, the management company belongs to a group of financial enterprises that also provide other financial services such as broking services, distribution, marketing and selling of financial products. The execution of and pricing mechanism for these associated services could conflict with the interests of investors in the CIS.

In the organisational structure of CIS and their management companies, no-one is explicitly charged with the task of monitoring the activities to ensure that funds are invested in the interest of these investors. In other words, in the current organisational structure the 'trustee' function is lacking.

Against this background, the Committee makes the following recommendations in respect of a proper governance of CIS.

Independent supervisory board at the management company

Each management company of a CIS (or the investment company itself if it is the management company) has to have a supervisory board whose composition and functioning is sufficiently independent of the management company and affiliated parties. This could be ensured by either having a supervisory board at least a majority of whose members are independent both of the management company and of parties affiliated to the management company, or by having a supervisory board that has set up a compliance committee containing only independent members with a minimum of two.

Independence of supervisory board members

In formulating the criteria used to define the term 'independent', the Committee advises to follow the Corporate Governance Code, Best Practice Provision III.2.2. The Committee recommends adjusting to these criteria, in so far as relevant and necessary in connection with the special position held by management companies and CIS's set down in regulations.

The supervisory board must assess each supervisory board member's independence when measured against these criteria and must report its findings in the supervisory board's report.

Management company is the director of the investment company

If an investment company is managed by an external management company that takes decisions on investment policy, risk management and compliance with legislation and regulations, then in all cases this management company has to be formally appointed as official director of the investment company.

Dismissal of the management company in the case of closed end CIS

Investors have to be able to dismiss the management company of a closed end CIS and appoint a new management company. In order to ensure broad support for the proposal amongst the investors, it can be stipulated that a qualified majority of investors is needed to approve the dismissal. The majority stipulated must not be greater than 75% of the votes to be cast.

Authority to appoint auditor

For all CIS the meeting of unit-holders is allowed to appoint an auditor to audit the annual accounts.

Proxy granted by a 'Stichting Beleggersgiro'

Should investors demand it, then a 'Stichting Beleggersgiro', holding shares in the CIS for the purpose of operating a book-entry trading system, has to grant a voting proxy without any restriction. In the case of such a 'Stichting Beleggersgiro' itself exercising a voting right, the only interest that is permitted to prevail is that of the ultimate investor. The management of a Stichting Beleggersgiro has to be independent of the management company of the CIS and of parties affiliated with the management company.

Rendering account in the annual report

The annual report of each individual CIS managed by the management company must contain the following:

- a declaration in which the management company declares that the CIS has an adequately specified AO/IC that complies with the requirements of legislation and regulations;
- a report by the management company's supervisory board. If a CIS has its own supervisory board then the supervisory board's report will be included in the annual report;
- a report by the management company regarding the remuneration policy and remuneration structure that the management company uses for the portfolio managers who actually manage the CIS's assets;
- an account by the management company of the policy that the management company pursues in respect of the exercising of voting rights by the CIS as a shareholder in other enterprises and of the way in which that policy was pursued during the financial year.

Website of the CIS's management company

Each management company of CIS must have its own website, on which the management company shall place and update all information that the management company and/or the CIS that it manages have to disclose on the basis of securities-law related and company law-related legislation and regulations to which they are subject. In so far as relevant, the information must be classified by individual CIS managed by the management company. The website address must be stated in the CIS's prospectus and annual report.

Hoofdstuk 1 Inleiding

De Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen (de Commissie) is ingesteld door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) volgend op haar rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen' dat in april 2004 is gepubliceerd. In haar rapport geeft de AFM haar bevindingen weer van een sectorbreed onderzoek in de markt voor beleggingsinstellingen.

In het rapport constateert de AFM tekortkomingen op het gebied van transparantie en zorgvuldige werkwijze van beleggingsinstellingen waardoor de belangen van de belegger niet in alle gevallen voldoende gewaarborgd worden. Zo constateert de AFM dat de toegepaste systematiek van op- en afslagen en de verrekening van deze kosten niet altijd op juiste wijze in het prospectus staan waardoor de belegger een onjuist beeld krijgt van deze kosten. Ook is door de AFM vastgesteld dat beleggingsinstellingen niet altijd voldoende belang hechten aan het vastleggen van procedures, het naleven daarvan en de controle hierop. De geconstateerde bevindingen roepen tevens vragen op over de governance van beleggingsinstellingen en de rol van de accountant.

De tekortkomingen worden volgens de AFM onder meer veroorzaakt door de sterke groei en de toegenomen complexiteit die de markt voor beleggingsinstellingen heeft doorgemaakt. Hierdoor is het Nederlandse systeem van handel in beleggingsfondsen en deels ook de regelgeving waarop dit systeem stoelt verouderd. Het feit dat tekortkomingen in de werkwijze van beleggingsinstellingen zijn geconstateerd betekent volgens de AFM overigens niet dat posities van beleggers significant negatieve invloed hebben ondervonden. De AFM heeft geen aanwijzingen gevonden dat op grote schaal voordeel is behaald ten koste van beleggers, zoals dat in de Verenigde Staten het geval is geweest bij onoorbare handelspraktijken als *late trading* en *market timing*.

Bij het opheffen van de geconstateerde tekortkomingen heeft de AFM de sector het voortouw willen laten nemen. Hiertoe heeft zij in mei 2004 de Commissie ingesteld. De Commissie is samengesteld in samenspraak met de sector. Haar leden nemen op persoonlijke titel deel. Aan de Commissie is gevraagd aanbevelingen te doen over de manier waarop tekortkomingen kunnen worden verholpen, zodat een beter functionerend systeem kan worden gevormd.

1.1 Opdracht Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen

De AFM heeft in haar rapport voor de Commissie een opdracht geformuleerd. Deze vormt het uitgangspunt voor de werkzaamheden van de Commissie. In deze opdracht is aan de Commissie gevraagd voor het eind van 2004 concrete en operationele aanbevelingen op te stellen die recht doen aan de in het rapport geconstateerde tekortkomingen. Deze tekortkomingen hebben met name betrekking op:

- Het systeem van op- en afslagen bij de aan- en verkoop van deelnemingsrechten;
- De transparantie van aan beleggers in rekening gebrachte kosten;
- De prijsvorming en handel met gelieerde derden;
- De berekening van de intrinsieke waarde;
- De kwaliteit van de administratieve organisatie.

Ook is aan de Commissie gevraagd aanbevelingen op te stellen betreffende:

- De governance van beleggingsinstellingen;
- De rol van de accountant bij beleggingsinstellingen;
- De verhouding tussen het Nederlandse systeem en de buitenlandse systemen van handel in deelnemingsrechten.

1.2 Werkwijze Commissie

De Commissie heeft zich een eigen beeld gevormd van de door de AFM geconstateerde tekortkomingen. De Commissie is met de AFM van mening dat de bevindingen die de AFM

heeft geconstateerd niet kunnen worden geschaard onder grove misstanden zoals die zijn voorgekomen in de Verenigde Staten. Verder is de Commissie het met de AFM eens dat zich op verschillende gebieden diverse tekortkomingen voordoen waarvoor op korte termijn een oplossing gevonden moet worden. Deze oplossingen kunnen bestaan uit wijzigingen in het systeem, ander gedrag van betrokken partijen en aanscherping van wet- en regelgeving.

Naar aanleiding van de opdracht van de AFM heeft de Commissie de onderwerpen uit de opdracht behandeld aan de hand van vier hoofdthema's:

- Het Nederlandse handelssysteem;
- De transparantie van de kosten van beleggingsinstellingen;
- De administratieve organisatie en de maatregelen van interne controle (AO/IC) en de rol van de interne en de externe accountant;
- De governance van beleggingsinstellingen.

De Commissie heeft een informele consultatie georganiseerd waarbij een aantal belanghebbenden is uitgenodigd om hun mening te geven over deze thema's. In bijlage II bij dit rapport is aangegeven met welke partijen de Commissie heeft gesproken. Daarnaast heeft de Commissie zich uitvoerig laten voorlichten over relevante wet- en regelgeving in het buitenland.

1.3 Afbakening

De Commissie heeft haar werkzaamheden beperkt tot beleggingsinstellingen die op grond van de huidige Wet toezicht beleggingsinstellingen een vergunning behoeven. Dit betekent dat zowel open end als closed end beleggingsinstellingen onderwerp van onderzoek zijn geweest. Dit houdt echter niet in dat alle aanbevelingen op zowel open end als closed end beleggingsinstellingen van toepassing zijn. Alleen de hoofdstukken drie en vier gelden voor beide soorten instellingen. De aanbevelingen uit hoofdstuk twee zijn alleen van toepassing op beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde open end beleggingsinstellingen en beursgenoteerde closed end instellingen. In hoofdstuk vijf wordt steeds apart aangegeven op welk soort instellingen de aanbevelingen betrekking hebben.

Tijdens de mondelinge behandeling van het wetsvoorstel tot wijziging van de Wet toezicht beleggingsinstellingen in de Tweede Kamer op 9 september jongstleden werd voorgesteld de Commissie ook unit-linked producten⁵ te laten onderzoeken. De Commissie heeft hiervan afgezien. De AFM heeft de Commissie niet gevraagd onderzoek te doen naar deze producten en de samenstelling van de Commissie is hier ook niet op afgestemd. De AFM heeft geen onderzoek uitgevoerd naar unit-linked producten zoals dit zij bij beleggingsinstellingen wel heeft gedaan. Weliswaar zullen veel aanbevelingen uit dit rapport ook van toepassing zijn op unit-linked producten, maar in hoeverre voor deze producten andere en/of aanvullende regels noodzakelijk zijn is geen onderwerp van onderzoek van de Commissie geweest.

In dit rapport gebruikt de Commissie een aantal termen in een vaste betekenis:

- a. *beleggingsinstelling*: beleggingsmaatschappij of beleggingsfonds;
- b. *beleggingsmaatschappij*: de rechtspersoon die gelden of andere goederen ter collectieve belegging vraagt of heeft verkregen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen;
- c. *beleggingsfonds*: een niet in een rechtspersoon ondergebracht vermogen waarin ter collectieve belegging gevraagde of verkregen gelden of andere goederen zijn of worden opgenomen teneinde de deelnemers in de opbrengst van de beleggingen te doen delen;
- d. *beheerder*: de rechtspersoon die het beheer voert over één of meer beleggingsinstellingen;
- e. *bewaarder*: degene die belast is met de bewaring van de activa van de beleggingsinstelling;

⁵ Bij unit-linked producten worden de deelnemingsrechten van de beleggingsinstelling als rekenkundige eenheid in een polis gebruikt. Om aan eventuele toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen, zal de maatschappij waarbij het unit-linked product is gekocht, de betaalde premies deels gebruiken om deelnemingsrechten te kopen. De particulier zelf is geen direct deelnemer in de beleggingsinstelling, maar heeft indirect via de verzekeraar een belang in de beleggingsinstelling, AFM, Rapport 'Zicht op beleggingsinstellingen', pagina 17.

- f. *open end beleggingsinstelling*: beleggingsinstelling die verplicht is op verzoek van de belegger of deelnemer aandelen uit te geven of in te kopen. Indien er per saldo vraag is, worden nieuwe aandelen uitgegeven. Indien er per saldo aanbod is, worden aandelen ingekocht.
- g. *closed end beleggingsinstelling*: beleggingsinstelling die niet verplicht is op verzoek van de deelnemer deelnemingsrechten uit te geven of in te kopen.
- h. *gelieerde partij*: rechtspersonen, personenvennootschappen, beleggingsinstellingen of natuurlijke personen die (i) direct of indirect, economisch of organisatorisch met de beheerder, de bewaarder of bestuurders zijn verbonden of (ii) door middel van een informele zeggenschapsrelatie, direct of indirect, invloed van betekenis kunnen uitoefenen op het financieel en zakelijk beleid van de beleggingsinstelling.

1.4 Voorgenomen wijzigingen in wet- en regelgeving

Parallel aan de werkzaamheden van de Commissie vindt herziening plaats van de Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), het Besluit toezicht beleggingsinstellingen (Btb), de Nadere Regeling gedragtoezicht beleggingsinstellingen (NRg Wtb) en de Nadere Regeling Financiële Bijsluiter 2002 (NRg FB). De Commissie is bij het formuleren van haar aanbevelingen uitgegaan van de voorgenomen wet- en regelgeving zoals die in december 2004 bekend is (Wtb nieuw, NRg Wtb nieuw en NRg FB nieuw)⁶. Het Btb nieuw is nog niet openbaar. Het Ministerie van Financiën heeft de Commissie inzage gegeven in een conceptversie van het Btb nieuw.

De Commissie is uitgegaan van de voorgenomen wet- en regelgeving in plaats van bestaande wet- en regelgeving. In de toekomstige wet- en regelgeving vindt een verschuiving plaats van de vergunningsplicht. Niet de beleggingsinstelling zelf maar de beheerder dient op grond van de Wtb nieuw over een vergunning te beschikken. Deze omslag heeft onder meer als gevolg dat de beheerder verantwoordelijk wordt gemaakt voor de AO/IC en de governance van de beleggingsinstelling(en) die hij beheert. Het formuleren van aanbevelingen op basis van de huidige wet- en regelgeving is vanwege deze grote wijziging in het aangrijpingspunt van wet- en regelgeving daarom weinig zinvol. Dit heeft echter wel tot gevolg dat sommige aanbevelingen van de Commissie reeds verwerkt zijn in de voorgenomen nieuwe wet- en regelgeving. Daarnaast bestaat de mogelijkheid dat de aanbevelingen van de Commissie niet geheel overeenstemmen met voorgenomen wet- en regelgeving, aangezien het traject voor de herziening nog niet volledig is afgerond en nog wijzigingen kunnen plaatsvinden in de huidige concepten. Met het Ministerie van Financiën is regelmatig overleg gevoerd om dit proces zo goed mogelijk te coördineren.

1.5 Verankering aanbevelingen

De Commissie heeft suggesties gedaan hoe naleving van de aanbevelingen kan worden geïmplementeerd. Bij iedere aanbeveling zijn in dit kader de volgende afwegingen gemaakt:

- *Goede verankering*
Steeds is een afweging gemaakt tussen vastlegging in wet- of regelgeving of zelfregulering. De Commissie is tot de conclusie gekomen dat alle aanbevelingen op termijn verwerkt dienen te worden in wet- of regelgeving, omdat ze in de ogen van de Commissie marktbreed moeten worden nageleefd. De Commissie ziet geen dringende redenen om voor beleggingsinstellingen en hun beheerders daarvan af te wijken. Bovendien is zelfregulering die gebaseerd is op het toepassen van best practice bepalingen of het uitleggen waarom men afwijkt, alleen mogelijk en zinvol indien de aandeelhoudersvergadering of vergadering van deelnemers adequaat functioneert en aandeelhouders of deelnemers voldoende belang hebben zich actief met de toepassing of afwijking te bemoeien en beleidsbepalers indien nodig ter verantwoording te roepen. Bij beleggingsinstellingen is daarvan onvoldoende sprake.

⁶ Voor de Wtb zie Eerste Kamer, vergaderjaar 2004-2005, 28998. De NRg Wtb en NRg FB zijn te vinden op www.afm.nl.

- *Kosten en baten*

De Commissie is zich bewust van de noodzaak tot het verminderen van administratieve lasten. Uitgangspunt is dat de som van de baten van de aanbevelingen en de kwaliteitsverbetering die wordt gerealiseerd aantoonbaar groter is dan de som van de kosten. De Commissie is van mening dat de in dit rapport genoemde aanbevelingen hieraan voldoen. Desondanks realiseert de Commissie zich dat sommige maatregelen afzonderlijk beschouwd een kostenverhoging voor bepaalde groepen marktpartijen veroorzaken.

De aanbevelingen over het handelssysteem brengen een aanzienlijke kostenverlaging met zich mee gezien de aanbeveling tot afschaffing van de verplichte beursnotering, afschaffing van de kapitaalbelasting en reductie van het aantal handelsmomenten tot één. Daarnaast zullen de baten van deze aanbevelingen omvangrijk zijn, omdat zij bijdragen aan een transparante prijsvorming en een level playing field.

De aanbevelingen aangaande kostentransparantie zullen over het algemeen een geringe kostenverhoging met zich meebrengen, omdat veel aanbevelingen van de Commissie met betrekking tot dit onderwerp reeds in de voorgenomen wet- en regelgeving zijn verwerkt. De aanbevelingen van de Commissie vormen slechts een kleine aanvulling hierop. De transparantie omtrent kosten en vergoedingen zal door de aanbevelingen en de wijzigingen in wet- en regelgeving worden vergroot.

De aanbevelingen over de administratieve organisatie en maatregelen van de interne controle en rol van de interne en de externe accountant brengen een geringe kostenverhoging met zich mee. De beheerder van de beleggingsinstelling moet verklaren dat hij voor de beleggingsinstelling beschikt over een adequate AO/IC, die voldoet aan de vereisten van wet- en regelgeving. Deze aanbevelingen brengen echter ook een kostenverlaging met zich mee. Aan de externe accountant die de jaarrekening controleert wordt gevraagd om in zijn management letter te vermelden in hoeverre hij bij zijn controlewerkzaamheden de AO/IC heeft onderzocht. Dit leidt tot efficiënter toezicht door de AFM, aangezien zij nu meer kan steunen op de werkzaamheden van de externe accountant.

De aanbevelingen inzake de governance van beleggingsinstellingen leiden tot een lastenverhoging, in het bijzonder door het vereiste van een raad van commissarissen voor iedere beheerder, die voldoende onafhankelijk moet zijn samengesteld en functioneren. Deze kosten worden volgens de Commissie echter ruimschoots gerechtvaardigd door de kwaliteitsverbetering die het gevolg is van de versterking van de trustee functie ten behoeve van de beleggers. (zie bijlage III).

- *Concurrentiepositie en level playing field*

De Commissie heeft met haar aanbevelingen voor het Nederlandse handelssysteem de Nederlandse concurrentiepositie willen verbeteren en bij willen dragen aan een level playing field voor het aanbieden van beleggingsinstellingen. Dit is gedaan door waar mogelijk aan te sluiten bij de internationale praktijk. Desalniettemin bestaat bij sommige aanbevelingen het risico dat het level playing field wordt verstoord indien deze alleen in Nederland ingang vinden. De Commissie doet daarom een beroep op de AFM en het Ministerie van Financiën te stimuleren dat deze of vergelijkbare aanbevelingen ook op EU-niveau worden doorgevoerd.

1.6 Inhoud hoofdstukken

De structuur van het rapport volgt de vier genoemde thema's. In hoofdstuk twee zal het Nederlandse handelssysteem aan bod komen en in hoofdstuk drie zal aandacht worden besteed aan de transparantie van de aan beleggers in rekening gebrachte kosten. Vervolgens zal in hoofdstuk vier het onderwerp AO/IC en rol van de interne en de externe accountant worden behandeld. Tenslotte zal in hoofdstuk vijf de governance van beleggingsinstellingen en hun beheerders aan de orde komen. In ieder hoofdstuk wordt een vaste indeling gehanteerd. Na een korte inleiding die de achtergrond van het hoofdstuk schetst, zullen de geconstateerde bevindingen worden besproken. Dit betreft zowel bevindingen van de AFM als eigen bevindingen van de Commissie. Op basis van deze bevindingen heeft de Commissie aanbevelingen geformuleerd.

Hoofdstuk 2 Het Nederlandse handelssysteem

2.1 Inleiding

Het Nederlandse systeem heeft twee opvallende kenmerken. Allereerst zijn open end beleggingsmaatschappijen die veelal de vorm hebben van een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal (BMVK) verplicht om een beursnotering aan te houden. Daarnaast wordt een systeem van beurshandel in beleggingsinstellingen gehanteerd waarbij de handel in deelnemingsrechten van genoteerde beleggingsinstellingen is gesplitst in doorlopende verhandeling van de meest liquide fondsen en veilinghandel voor minder vaak verhandelde fondsen. Bij beide varianten kan een liquiditeitsverschaffer worden ingeschakeld om de handel te faciliteren. In sommige gevallen, indien het volume te laag is voor doorlopende handel, is dit zelfs verplicht.

Voor open end beleggingsinstellingen leidt dit systeem tot complexe en intransparante situaties. Dit wordt veroorzaakt doordat:

- het fonds niet alleen bij de opening van de handel, maar ook gedurende de handelsdag deelnemingsrechten afgeeft en inneemt;
- de positie van de liquiditeitsverschaffer gekenmerkt wordt door (potentiële) tegengestelde belangen;
- de verwerking van op- en afslagen ondoorzichtig is.

Voor closed end beleggingsinstellingen zijn geen significante problemen met de beurshandel gesignaleerd. De beleggingsinstelling is niet zelf direct of indirect partij bij de handel ter beurse. Closed end beleggingsinstellingen onderscheiden zich wat dit betreft niet van gewone beursgenoteerde vennootschappen. Dit hoofdstuk heeft daarom betrekking op open end beleggingsinstellingen.

2.1.1 Beleggingsinstelling tijdens handel zelf partij

De belegger kan in Nederland inleggen in een beleggingsinstelling –of er uitstappen- via een effectenbemiddelaar, via de beleggersgiro of direct bij de beleggingsinstelling zelf. Afgezien van de laatstgenoemde mogelijkheid, worden de orders van de beleggers doorgegeven aan de beurs, soms in gesaldeerde vorm.

Om op de beurs de markt te openen wordt gebruik gemaakt van een veilingmechanisme. Kenmerk van dit veilingmechanisme is dat orders gedurende enige tijd, ook wel voorfase of *call phase* genoemd, verzameld worden voordat tot de prijsvaststelling en uitvoering wordt overgegaan. Voor sommige beleggingsinstellingen wordt ook het saldo dat beleggers via de beleggersgiro inleggen in deze fase meegenomen. Voor andere beleggingsinstellingen geldt dat slechts een indicatie van verwachte transacties via de beleggersgiro bekend is op het moment van opening. Deze fase wordt gevolgd door een fase waarin de prijs wordt vastgesteld, de prijsbepalingsfase. Dit gebeurt door middel van vastgelegde, geprogrammeerde en objectieve criteria waarbij in beginsel wordt nagegaan op welke prijs de omzet van uit te voeren transacties in de veiling kan worden gemaximaliseerd.

De beleggingsinstelling en de liquiditeitsverschaffer kunnen er voor kiezen niet aan deze opening mee te doen. De koers komt dan uitsluitend tot stand door de aankoop- en verkooporders van de beleggers en de daarbij gehanteerde limieten. In de praktijk blijkt echter dat de beleggingsinstelling de hoogte van de openingsprijs wel wenst te beïnvloeden, bijvoorbeeld om te bevorderen dat de openingskoers niet te zeer af zal wijken van de (verwachte) intrinsieke waarde. Ook de liquiditeitsverschaffer zal veelal, mede afhankelijk van zijn risicopositie, via bied- en laatprijzen invloed op de openingskoers wensen uit te oefenen. Als de veilingprijs is vastgesteld en de ingelede orders zijn uitgevoerd, biedt het systeem nog enige tijd de gelegenheid om op de vastgestelde veilingprijs nieuwe orders uit te voeren. De prijs zelf zal niet meer veranderen.⁷

⁷ http://www.aex.nl/html/nl/infobalie/publicaties/smallmidkap_nl.pdf, pagina 4 en 5

Nadat de markt door middel van bovenstaande procedure is geopend kan gehandeld worden volgens een van de op Euronext beschikbare handelssystemen (doorlopende verhandeling of veilinghandel). De beleggingsinstelling mag gedurende de dag voortdurend stukken uitgeven of innemen tegen respectievelijk een opslag en afslag rondom de intrinsieke waarde van een deelnemingsrecht en maakt van deze mogelijkheid ook meestal gebruik. De formule waarmee deze bandbreedte of spread rondom de intrinsieke waarde wordt bepaald is evenals de intrinsieke waarde niet inzichtelijk voor beleggers.

Vaak wordt de intrinsieke waarde van een beleggingsinstelling een paar keer per dag berekend. Ook zijn er beleggingsinstellingen die continu de intrinsieke waarde berekenen. Er is in Nederland geen plicht om de intrinsieke waarde aan de markt kenbaar te maken. In een klein aantal gevallen wordt de intrinsieke waarde aan de belegger bekend gemaakt door middel van maandelijkse, wekelijkse of soms ook dagelijkse publicatie van de IW op de website, maar meestal is deze alleen bekend bij de beleggingsinstelling die op basis hiervan een bandbreedte doorgeeft aan de liquiditeitsverschaffer.

2.1.2 *Positie liquiditeitsverschaffer*

De liquiditeitsverschaffer vervult bij de handel in deelnemingsrechten een intermediairfunctie tussen de beleggers en de beleggingsinstelling. Op de beurs geeft de liquiditeitsverschaffer, na de totstandkoming van de openingskoers, gedurende de handelsuren een bied- en laatprijs af waarop hij bereid is participaties te kopen van of te verkopen aan beleggers. Deze bied- en laatkoers worden door hem onder meer bepaald op basis van de maximale bandbreedte of spread die de beleggingsinstelling aan hem doorgeeft en waartegen hij kan handelen met de beleggingsinstelling. Daarnaast spelen bij het afgeven van deze bied- en laatkoers door de liquiditeitsverschaffer vraag en aanbod, zijn eigen positie en de koersbewegingen van de beurzen en valutamarkten een rol. De liquiditeitsverschaffer komt op basis van deze variabelen tot een eigen vaststelling van bied- en laatkoers welke anders kan zijn dan de bied- en laatkoers die de beleggingsinstelling aan hem doorgeeft.

De liquiditeitsverschaffer heeft in het huidige systeem een ambivalente positie. De liquiditeitsverschaffer is winstgedreven, is vrijwel altijd gelieerd aan de beheerder van de beleggingsinstelling (maakt deel uit van de groep) en heeft bijzondere privileges. De liquiditeitsverschaffer kan de intrinsieke waarde afleiden uit de bied- en laatkoers die hij van de beleggingsinstellingen ontvangt. Voorts heeft de liquiditeitsverschaffer voor opening van de beleggingsinstelling vaak inzicht in de vraag en het aanbod uit de beleggersgiro. De liquiditeitsverschaffer beschikt hierdoor over informatie die niet bekend is bij overige marktpartijen. Deze kennis kan de liquiditeitsverschaffer voordeel opleveren ten opzichte van deze andere marktpartijen, wanneer hij voor eigen positie in de ruimte tussen de bied- en laatkoers van de beleggingsinstelling handelt. De liquiditeitsverschaffer kan tegen de bied- en laatkoers die hij ontvangt van de beleggingsinstelling veelal onbepert (gedurende de dag) participaties verkopen aan respectievelijk kopen van de beleggingsinstelling.

Er bestaan soms afspraken tussen de beleggingsinstelling en de aan haar gelieerde liquiditeitsverschaffer enerzijds en de toezichthouder anderzijds dat de resultaten van de geprivilegieerde liquiditeitsverschaffer binnen zekere grenzen dienen te blijven. Eventuele positieve overschrijdingen dienen ten goede te komen aan de beleggingsinstelling.

2.1.3 *Verwerking op- en afslagen bij aan- en verkoop deelnemingsrechten*

In de op- en afslagen die respectievelijk bij uitgifte en inkoop van deelnemingsrechten door de beleggingsinstelling ten opzichte van de intrinsieke waarde worden berekend, worden bepaalde kosten voor de beleggingsinstelling verwerkt. Deze betreffen transactiekosten en andere kosten voor de aan- en verkoop die verband houden met het in- en uitreden van beleggers.

De verrekening van op- en afslagen kan op verschillende manieren plaats vinden. In plaats van de afrekening tegen de bied- en laatkoers, kan de beleggingsinstelling *netting* toepassen. Netting wordt bijvoorbeeld vaak toegepast op orders afkomstig uit de beleggersgiro. Aan- en verkooporders worden dan gesaldeerd en zowel kopers als verkopers worden tegen

éénzelfde koers (voor de beleggersgiro de openingskoers) afgerekend. De koers ligt dan ergens binnen de bandbreedte rondom de intrinsieke waarde. Aan beleggers wordt veelal niet gecommuniceerd dat netting plaatsvindt en dat slechts één koers tot stand komt waartegen zij worden afgerekend. Verder is aan de belegger niet bekend hoeveel hij precies boven of onder de intrinsieke waarde betaalt of ontvangt.

2.2 Problemen huidige Nederlandse systeem

Op grond van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat het huidige systeem een aantal aantrekkelijke kenmerken heeft. Beleggers hebben de mogelijkheid om continu in- en uit te stappen en daarnaast worden beleggers, door het optreden van de liquiditeitsverschaffer en het eventuele systeem van netting, zo nu en dan tegen een betere prijs afgerekend dan bij een ander systeem het geval zou zijn. Het Nederlandse systeem heeft echter ook een aantal negatieve kenmerken:

- *Complexiteit en intransparantie van het handelssysteem*
Het systeem is complex en de prijsvorming vindt op ingewikkelde wijze plaats. Het begrijpen van het systeem door deelnemende partijen vereist gedetailleerde kennis en vergt daarom veel inspanning.
- *Intransparantie verwerking op- en afslagen*
In de praktijk vindt de verwerking van op- en afslagen op verschillende manieren plaats. Het is de belegger veelal niet bekend welke prijs hij ten opzichte van de intrinsieke waarde betaalt, aangezien hij de intrinsieke waarde meestal niet kent en daarnaast ook niet weet welke op- of afslag aan hem doorberekend wordt.
- *Tegenstrijdige belangen liquiditeitsverschaffer*
De liquiditeitsverschaffer heeft in dit systeem een ambivalente positie. De liquiditeitsverschaffer is winstgedreven, is vrijwel altijd gelieerd aan de beheerder van de beleggingsinstelling (maakt deel uit van de groep) en heeft bijzondere privileges. Daarnaast beschikt hij – op grond van zijn bijzondere relatie met de beleggingsinstelling – over een kennisvoorsprong met betrekking tot de bandbreedte rondom de intrinsieke waarde.
- *Internationaal gezien is Nederlandse systeem afwijkend*
Nederland ondervindt door haar uitzonderingspositie concurrentienadeel ten opzichte van andere Europese landen. Het Nederlandse systeem van beurshandel in beleggingsinstellingen verschilt van de systemen zoals die in andere landen worden gebruikt. In veel landen, bijvoorbeeld in Luxemburg, Ierland en de Verenigde Staten, worden deelnemingsrechten voornamelijk verhandeld via de beleggersgiro of een intermediair die transacties met de beleggingsinstelling verricht. De beurs speelt niet of nauwelijks een rol van betekenis. In de meeste gevallen staan beleggingsinstellingen alleen aan de beurs genoteerd omdat dit noodzakelijk is voor professionele beleggers om in een beleggingsinstelling te mogen beleggen. Een open end beleggingsinstelling geeft in deze landen slechts één maal per dag aandelen uit of neemt deze in en de liquiditeitsverschaffer is in deze systemen een onbekend fenomeen. In een aantal landen (Luxemburg, Ierland, Zwitserland, Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten) vindt dagelijks publicatie plaats van de intrinsieke waarde op de website van de beleggingsinstelling, in de media of wordt de intrinsieke waarde doorgegeven aan de beurs.
- *Verstorende verplichtingen*
Binnen het Nederlandse systeem gelden regels die een goede marktwerking belemmeren. Zo kent Nederland een verplichte beursnotering voor BMVK's terwijl de noodzaak deze verplichte beursnotering te handhaven niet bestaat. Inmiddels is bekend geworden dat aan deze verplichting naar verwachting een einde zal komen. Daarop ziet het amendement Heemskerk dat onlangs door de Tweede Kamer bij de wijziging van de Wet toezicht beleggingsinstellingen is aangenomen. De Commissie is het eens met de afschaffing van de beursplicht (zie paragraaf 2.3.1). Verder wordt in Nederland een complexe systematiek gehanteerd om kapitaalbelasting te heffen. Dit zorgt voor

verstoring van het level playing field en leidt tot willekeur met betrekking tot het wel of niet heffen van deze belasting (zie paragraaf 2.3.6).

Bovenstaande problemen worden breed onderkend door alle partijen waarmee de Commissie heeft gesproken. De Commissie heeft het duidelijke beeld gekregen dat het Nederlandse systeem in internationaal verband moeilijk uit te leggen is waardoor concurrentienadeel optreedt. Alle partijen hebben de wens uitgesproken om het systeem te veranderen, aangezien de problemen onvoldoende op te lossen zijn binnen het huidige systeem.

2.3 Aanbevelingen verbeterde werking Nederlandse handelssysteem

Bij haar aanbevelingen voor een aangepast handelssysteem baseert de Commissie zich op de volgende uitgangspunten.

- *Vergroten transparantie*
Het voorgestelde systeem dient te voldoen aan hoge normen van transparantie en het moet duidelijk zijn welke belangen de verschillende partijen behartigen. Daarnaast dienen de kosten die in rekening gebracht worden eenduidig te zijn en vooraf bekend te zijn bij de deelnemende (markt)partijen. Het nieuwe systeem dient op relatief eenvoudige wijze uitgelegd te kunnen worden aan beleggers of andere partijen.
- *Voorkomen belangentegenstellingen*
Tegenstrijdige belangen die van invloed kunnen zijn op de prijsvorming dienen zoveel mogelijk te worden beperkt.
- *Gelijkheid van rechten en plichten*
Deelnemende partijen dienen op basis van dezelfde voorwaarden te worden behandeld door de beleggingsinstelling bij toe- en uittreding. Daarnaast dient de liquiditeitsverschaffer bij beleggingsinstellingen geen andere privileges meer te hebben dan de liquiditeitsverschaffer bij 'normale' beursfondsen.
- *Informatiepariteit*
Concrete informatie over de intrinsieke waarde(ontwikkeling) die bij de beleggingsinstelling en de liquiditeitsverschaffer aanwezig is en die van invloed kan zijn op de koers van een deelnemingsrecht, dient ook bij andere marktpartijen bekend te zijn.
- *Opheffen verstorende verplichtingen*
Om ruimte te geven aan een goede marktwerking dient regelgeving die leidt tot belemmering daarvan te worden afgeschaft of omgevormd. Dit geldt in het bijzonder voor de verplichte beursnotering voor BMVK's en de kapitaalbelasting die wordt geheven bij de uitgifte van aandelen.
- *Aansluiten bij internationale gewoontes*
Grensoverschrijdende handel en distributie van belegginginstellingen worden steeds belangrijker. Daarom is het van belang dat Nederland een handelssysteem hanteert dat compatibel is met handelssystemen die in andere landen worden gehanteerd.

De aanbevelingen van de Commissie hebben betrekking op de volgende onderwerpen:

- Beëindigen beursplicht voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal;
- Instellen van één handelsmoment met de beleggingsinstelling per dag;
- Afrekenen tegen de intrinsieke waarde (met enige beperkingen);
- Handelen gedurende de dag zonder dat beleggingsinstelling partij is;
- Publiceren (verandering) intrinsieke waarde;
- Afschaffen of aanpassen systeem kapitaalbelasting beleggingsinstellingen.

2.3.1 Beëindigen beursplicht voor beleggingsmaatschappijen met veranderlijk kapitaal

In veel landen is doorlopende verhandeling van beleggingsinstellingen op een beurs van beperkt belang. De meeste handel in beleggingsinstellingen vindt plaats via een gelieerde

beleggersgiro en via de intermediair die transacties verricht met de beleggingsinstelling. In veel gevallen is slechts één of twee maal per dag handel mogelijk. Nederland vormt met het systeem van doorlopende verhandeling of veilinghandel voor genoteerde beleggingsinstellingen een uitzondering. Dit systeem is mede gebaseerd op de verplichte beursnotering die geldt voor BMVK's. Deze BMVK-regeling vloeit voort uit de tweede Europese richtlijn inzake het vennootschapsrecht die voorschriften bevat voor naamloze vennootschappen om de belangen te beschermen van zowel deelnemers in deze vennootschappen als van crediteuren. Deze richtlijn staat een lichter regime voor uitgifte en inkoop van aandelen toe voor BMVK's. Om hiervan gebruik te mogen maken dient de BMVK een beroep te doen op het publiek voor de plaatsing van eigen aandelen. Hieraan is alleen in Nederland vormgegeven door het instellen van de plicht tot beursnotering. Dit is vastgelegd in artikel 76a van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. Een noodzaak om aan deze verplichting vast te houden, bestaat niet, aangezien een beroep doen op het publiek voor uitgifte van aandelen ook op andere wijze kan worden bewerkstelligd. Bovendien leidt het verplicht stellen van een beursnotering tot administratieve lasten en is de beursnotering niet voor alle beleggingsinstellingen interessant. Slechts een beperkt aantal grote beleggingsinstellingen genereert zelfstandig een aanzienlijk handelsvolume via de beurs. Beleggingsinstellingen zouden daarom zelf de keuze moeten hebben om wel of geen beursnotering aan te vragen. De Commissie sluit zich daarom zoals reeds in het voorgaande vermeld, aan bij de afschaffing van de beursplicht zoals beoogd in het amendement Heemskerk tot wijziging van art. 2:76a BW.⁸

2.3.2 *Instellen van één handelsmoment met de beleggingsinstelling per dag*

De bestaande systemen van doorlopende verhandeling en veilinghandel waarbij de beleggingsinstelling zelf steeds partij is, worden gekenmerkt door een hoge mate van ondoorzichtigheid. Daardoor kunnen ongewenste praktijken optreden die (lange tijd) onontdekt blijven. Beheersing van deze risico's vergt veel inspanning. Bovendien is in de gesprekken die de Commissie met belanghebbenden heeft gehouden de stellige indruk gevestigd dat beleggers slechts in zeer beperkte mate behoefte hebben aan de mogelijkheid om voortdurend met de beleggingsinstelling te kunnen handelen. De Commissie stelt daarom voor het aantal handelsmomenten waarbij de beleggingsinstelling zelf partij is te beperken tot één per dag. Aan dit systeem dient door de branche, Euronext en de AFM gezamenlijk verder vorm gegeven te worden. Hierbij moet onder meer het tijdstip worden bepaald tot wanneer in dit systeem orders kunnen worden ingelegd en het moment waarop de intrinsieke waarde wordt berekend en settlement van de orders plaatsvindt. Dit moment hoeft niet voor iedere beleggingsinstelling hetzelfde te zijn.

Daarnaast dienen de regels late trading te verbieden. Late trading houdt in het plaatsen en accepteren van orders van beleggers na het daarvoor bestemde handelsmoment tegen de koers van het eerdere handelsmoment.

Van deze mogelijkheid om één maal per dag te handelen kunnen alle partijen gebruik maken: de liquiditeitsverschaffer, de institutionele belegger en de particuliere belegger. Ook orders die zijn ingelegd via de beleggersgiro worden tijdens deze openstelling van de beleggingsinstelling afgewikkeld. Deze manier van handel vermindert de complexiteit in belangrijke mate en zorgt voor betere internationale aansluiting.

De Commissie heeft overwogen beleggingsinstellingen die daar behoefte aan hebben de mogelijkheid te geven een tweede handelsmoment in te stellen. Het creëren van meer handelsmomenten kan er echter toe leiden dat op den duur weer zal worden teruggekeerd naar een systeem van doorlopende handel en eerdere problemen zullen herleven. Daarom heeft de Commissie hier uiteindelijk van afgezien, mede omdat de beleggingsinstelling in het systeem dat de Commissie voor ogen heeft de intrinsieke waarde continu kan meedelen aan

⁸ De Commissie stemt in met de afschaffing van de beursplicht, maar merkt op dat volgens de tekst van het amendement alleen beleggingsinstellingen die een Wtb-vergunning hebben een BMVK kunnen zijn. Beleggingsinstellingen die aanbieden aan professionele beleggers zijn volgens de Wtb niet vergunningplichtig. Deze beleggingsinstellingen kunnen zodoende volgens het amendement geen BMVK zijn en om deze reden niet efficiënt als open end beleggingsinstellingen deelnemingsrechten uitgeven en innemen. Dat kan volgens de Commissie niet de bedoeling zijn.

de belegger (zie ook paragraaf 2.3.5). De belegger kan aan de hand van deze intrinsieke waarde vervolgens bepalen of hij op een bepaald moment wel of niet wil handelen.

2.3.3 Afrekenen tegen intrinsieke waarde (met enige beperkingen)

Uitgangspunt in het systeem moet zijn dat alle beleggers kunnen in- en uitstappen tegen de intrinsieke waarde indien de beleggingsinstelling partij is, met dien verstande dat zittende beleggers geen voordeel mogen behalen of nadeel mogen ondervinden als gevolg van toe- of uittreding van beleggers. Instappen in het fonds of uittreden uit het fonds, hetgeen transactiekosten veroorzaakt voor de beleggingsinstelling, dient daarom plaats te vinden tegen de intrinsieke waarde met een beperkte op- of afslag ter bestrijding van deze transactiekosten en ter bescherming van de zittende beleggers. In aanvulling hierop moet het voor beleggingsinstellingen die beleggen in minder liquide fondsen mogelijk zijn nog een op- en afslag in rekening te brengen ter dekking van het liquiditeitsrisico⁹. Bij deze beleggingsinstellingen kunnen immers niet altijd alle orders onmiddellijk worden uitgevoerd.

De beheerder stelt hiertoe via een vaste formule een op- of afslag vast die alleen dient ter dekking van de te maken transactiekosten die voortvloeien uit de toe- of afname van het aantal uitstaande aandelen. De hoogte ervan zal waarschijnlijk een beperkt aantal basispunten bedragen en in deze opslag wordt geen vergoeding opgenomen voor de diverse distributiekkanalen. De opbrengst van deze op- of afslag komt ten goede aan de beleggingsinstelling zodat deze daarmee de transactiekosten kan voldoen. Het eventuele saldo dat hierna resteert komt ten goede aan de zittende beleggers.

2.3.4 Handelen gedurende de dag zonder dat de beleggingsinstelling partij is.

Na het tot stand komen van de koers na het handelsmoment met de beleggingsinstelling en de afwikkeling van de inliggende orders, is gedurende de dag geen handel meer mogelijk met de beleggingsinstelling als tegenpartij en kunnen dus geen aandelen door de beleggingsinstelling worden uitgegeven of ingenomen. De beleggingsinstelling wordt hiermee, na de afwikkeling van de orderinleg, voor de rest van de dag feitelijk als closed end verhandeld. Dit houdt ook in dat niet buiten het systeem om direct met de beleggingsinstelling kan worden gehandeld. Voor de verhandeling geldt voorts het gebruikelijke handelssysteem zoals dat tegenwoordig door Euronext gehanteerd wordt, namelijk het systeem van doorlopende verhandeling of veilinghandel waarbij in beide systemen een liquiditeitsverschaffer kan zijn ingeschakeld.

2.3.5 Publiceren (verandering) intrinsieke waarde

Om de ongelijkheid met betrekking tot de informatie over de intrinsieke waarde op te heffen, stelt de Commissie voor dat de beleggingsinstelling de informatie die zij heeft over de intrinsieke waarde zo goed mogelijk deelt met marktpartijen. Dit betekent dat de beleggingsinstelling op haar website de intrinsieke waarde publiceert die zij hanteert op het handelsmoment dat partijen in en uit kunnen stappen. Indien de beleggingsinstelling de intrinsieke waarde ook gedurende de dag berekent, publiceert zij deze eveneens op haar website. Een beleggingsinstelling die kiest voor doorlopende verhandeling op de beurs na het handelsmoment waarbij de instelling zelf partij is, dient de intrinsieke waarde doorlopend op haar website te publiceren om te bevorderen dat de handel plaatsvindt op basis van de meest recente informatie over de ontwikkeling van de intrinsieke waarde. Indien wordt gekozen voor een beursnotering door middel van de veilingssystematiek dient de actuele intrinsieke waarde ook voorafgaande aan het veilingmoment te worden gepubliceerd. Een eventuele liquiditeitsverschaffer dient in dit systeem ten opzichte van andere partijen geen preferente behandeling te krijgen. Publicatie van de intrinsieke waarde bevordert een gelijkwaardige positie van partijen en sluit aan bij de internationale praktijk.

⁹ Het risico van een beperkte mate van verhandelbaarheid van een onderliggende belegging. Een belegging heeft een groot liquiditeitsrisico als aan- of verkoop van kleine hoeveelheden van de belegging direct significante invloed heeft op de prijs van de belegging.

2.3.6 Afschaffen of aanpassen systeem kapitaalbelasting beleggingsinstellingen

De Commissie bepleit om het heffingssysteem voor kapitaalbelasting voor beleggingsinstellingen te herzien. Het huidige systeem zorgt voor complexiteit in de prijsvorming, leidt tot een willekeurige behandeling van beleggers wanneer zij toetreden tot of uittreden uit een beleggingsinstelling en concurrentienadeel oplevert ten opzichte van sommige andere landen.

Op grond van de Wet op belastingen van rechtsverkeer zijn beleggingsinstellingen (met uitzondering van besloten fondsen voor gemene rekening) bij de uitgifte van deelnemingsrechten kapitaalbelasting schuldig. Reeds eerder uitgegeven deelnemingsrechten die vervolgens weer worden ingekocht door de beleggingsinstelling kunnen bij hernieuwde vraag zonder meer door haar worden verkocht. Er is in dit geval bij deze latere uitgifte niet opnieuw kapitaalbelasting verschuldigd. Pas indien daadwerkelijk nieuwe deelnemingsrechten worden uitgegeven dient kapitaalbelasting te worden afgedragen. Zij geeft dan meer deelnemingsrechten uit dan het maximaal aantal deelnemingsrechten dat zij ooit heeft uitgegeven. Dit wordt ook wel uitgegeven boven de 'all time high' genoemd.

Dit systeem brengt met zich mee dat beleggingsinstellingen zorgvuldig moeten administreren hoeveel aandelen zij uitgeven, inkopen en weer verkopen om te voorkomen dat aan beleggers ten onrechte kapitaalbelasting in rekening wordt gebracht. Daarnaast kan dit systeem leiden tot ongelijke behandeling van beleggers. Immers alleen in de periode dat de zogenaamde *all time high* wordt overschreden is kapitaalbelasting verschuldigd. Hierdoor is in sommige perioden wel kapitaalbelasting verschuldigd en in andere perioden niet.

De Commissie adviseert om de kapitaalbelasting af te schaffen voor beleggingsinstellingen omdat deze verwerkt wordt in de op- en afslagen, niet voorspelbaar is en daardoor de prijsvorming verstoort. Deze afschaffing leidt tot lastenverlichting. In het verleden is dit pleidooi vaker gehouden, maar om budgettaire redenen is het niet aanvaard. Indien de politiek afschaffing van kapitaalbelasting voor beleggingsinstellingen ook nu niet opportuun vindt, adviseert de Commissie het systeem tenminste aan te passen zodanig dat kapitaalbelasting geen invloed meer heeft op de prijsvorming. Hierbij zou aansluiting kunnen worden gezocht bij het Luxemburgse systeem van kapitaalbelasting. Hier geldt een eenmalige vaste heffing bij de oprichting van de beleggingsinstelling en is een jaarlijkse heffing over de netto waarde van het uitstaande kapitaal verschuldigd. Zodoende wordt ook een level playing field met de buitenlandse aanbieders van beleggingsinstellingen gecreëerd.

Hoofdstuk 3 Transparantie van kosten van beleggingsinstellingen

3.1 Inleiding

De Commissie is met de AFM van mening dat de kosten van beleggingsinstellingen volledig en duidelijk dienen te worden verantwoord. Zij spreekt geen oordeel uit over de wenselijke hoogte van de kosten die beleggingsinstellingen in rekening brengen. Dit behoort te worden overgelaten aan de marktwerking. Goede marktwerking veronderstelt echter grote openheid.

Een groot deel van de problemen aangaande kosten transparantie wordt ondervangen door de voorgenomen wet- en regelgeving. In het Besluit toezicht Beleggingsinstellingen nieuw (Btb nieuw), de Nadere regeling gedragstoezicht beleggingsinstellingen nieuw (NRg Wtb nieuw) en de Nadere Regeling Financiële Bijsluiter 2002 nieuw (NRg FB nieuw) zijn bepalingen opgenomen die zorgen voor grotere verantwoording van en transparantie over kosten door beleggingsinstellingen. De Commissie heeft geanalyseerd welke bepalingen aanscherping behoeven. Hierbij zijn de best practice bepalingen die door de International Organization of Securities Commissions (IOSCO)¹⁰ zijn opgesteld als uitgangspunt genomen. Om een totaaloverzicht te verkrijgen wordt in dit hoofdstuk voor iedere aanbeveling nagegaan in hoeverre deze in de voorgenomen wet- en regelgeving reeds is geïmplementeerd.

Soorten kosten van beleggingsinstellingen

De kosten van beleggingsinstellingen kunnen worden onderverdeeld in éénmalige en doorlopende kosten. De éénmalige kosten zijn de kosten die een belegger bij toetreding of uittreding betaalt. Incidentele eenmalige kosten zijn de kosten van oprichting of liquidatie van een belegginginstelling. De doorlopende kosten betreffen de jaarlijks terugkerende kosten. Deze kosten worden niet direct in rekening gebracht bij de beleggers, maar komen ten laste van het beheerde vermogen. Deze laatste categorie kan globaal worden onderverdeeld in drie subcategorieën:

- beheervergoeding: kosten voor beheer van toevertrouwde vermogen.
- bewaarloon: kosten voor de bewaarder of *custodian*.
- overige kosten: kosten als accountantskosten, toezichtkosten, administratiekosten en marketingkosten.

Om de totale doorlopende kosten van beleggingsinstellingen weer te geven wordt gebruik gemaakt van de zogenaamde *Total Expense Ratio (TER)*¹¹. De TER heeft tot doel het kostenniveau op eenvoudige en vergelijkbare wijze inzichtelijk te maken. Bij de inwerkingtreding van de voorgenomen wet- en regelgeving wordt het gebruik van deze ratio en een standaard berekeningswijze verplicht gesteld.

3.2 Door de AFM geconstateerde tekortkomingen

De AFM heeft met betrekking tot de transparantie van kosten de volgende tekortkomingen geconstateerd:

- De kosten zijn in één of meer gevallen niet volledig of niet duidelijk weergegeven in het prospectus.
- Bij één of meer instellingen bestaat het risico dat de kapitaalbelasting bij aankoop ten onrechte wordt geheven.
- Het prospectus geeft in één of meer gevallen onjuiste informatie over de toerekening van kapitaalbelasting aan de belegger.

¹⁰ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD164.pdf>

¹¹ De TER wordt berekend door de doorlopende kosten per jaar te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling. Onder de totale doorlopende kosten worden verstaan alle kosten uitgezonderd de transactiekosten van de onderliggende vermogenstitels, interestkosten en de kosten die verband houden met het toe- en uittreden van deelnemers voorzover deze gedekt worden door de ontvangen op- en afslagen.

- De kosten van een *fund of funds* (een beleggingsinstelling die belegt in andere beleggingsinstellingen) zijn in één of meer gevallen onvoldoende inzichtelijk gemaakt. Hierdoor betalen beleggers gestapelde kosten zonder hiervan op de hoogte te zijn.
- De vergoedingen voor het distributiekanaal worden in één of meer gevallen betaald uit de beheervergoeding. In enkele gevallen subsidieert de zittende belegger indirect de in- en uitstappers. De huidige regelgeving verbiedt dit niet, maar het verdient aanbeveling dit transparant te maken.

In de gesprekken die de Commissie met derden heeft gevoerd, is naar voren gekomen dat er behoefte is aan meer transparantie omtrent de kosten van beleggingsinstellingen. Deze wens leeft bij zowel marktpartijen als belangenbehartigers van (particuliere) beleggers. Verder is behoefte aan aansluiting bij internationale wet- en regelgeving, zodat kosten van beleggingsinstellingen ook in internationaal verband beter vergelijkbaar zijn.

Voor een deel hangt de onduidelijkheid over de kosten die aan beleggers in rekening worden gebracht samen met het Nederlandse handelssysteem. In hoofdstuk twee zijn aanbevelingen geformuleerd die mede tot doel hebben de kosten bij aan- en verkoop van deelnemingsrechten transparanter te maken en het gesignaleerd probleem met kapitaalbelasting op te heffen.

3.3 Aanbevelingen voor verantwoording en transparantie van kosten

De aanbevelingen van de Commissie hebben betrekking op de volgende onderwerpen:

- Openbaarmaking en verantwoording van kosten aan de belegger;
- Beheervergoeding en performance fee;
- Inzicht in transactiekosten;
- Het economisch voordeel van het beheerd vermogen;
- Kosten en vergoedingen van beleggingsinstellingen die beleggen in andere beleggingsinstellingen;
- Distributiekosten van beleggingsinstellingen
- Wijziging beheervergoeding beleggingsinstellingen

3.3.1 Openbaarmaking en verantwoording van kosten aan de belegger

De Commissie is van mening dat de belegger een zodanig inzicht dient te hebben in het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling en het daarbij te verwachten netto rendement, dat hij een goede afweging kan maken bij zijn keuze te beleggen in een bepaalde beleggingsinstelling. Hiervoor is het van belang dat hij op overzichtelijke wijze in de financiële bijsluiter of het vereenvoudigd prospectus, het prospectus en/of het jaarverslag wordt geïnformeerd over de aard en omvang van de kosten die hem in rekening worden gebracht. Daarom beveelt de Commissie het volgende aan:

a. *Informatie moet leiden tot een verantwoord oordeel*

Informatie over de kosten van beleggingsinstellingen dient op zodanige wijze aan de belegger te worden verstrekt, dat hij in staat is om zich met deze informatie een verantwoord oordeel te vormen over de aan het aanbod van de beleggingsinstelling verbonden kosten. De informatie dient beleggers in staat te stellen de invloed van de kosten op het resultaat van de beleggingsinstelling te begrijpen. Ook dient inzicht te bestaan in de structuur (onderverdeling) van de kosten van de beleggingsinstelling. De informatie in het prospectus en het jaarverslag dient consistent te worden weergegeven. Dit houdt in dat in beide documenten dezelfde formats en categorieën dienen te worden gebruikt, zodat de informatie eenvoudig herleidbaar is.

b. *Informatie dient gepresenteerd te worden in één kostenparagraaf*

De informatie over de kosten van beleggingsinstellingen dient te worden gepresenteerd in één kostenparagraaf. Hierin dient onderscheid te worden gemaakt tussen de eenmalige kosten die de belegger betaalt bij toe- en uittreding en de doorlopende kosten die ten laste komen van het beheerde vermogen. In deze paragraaf moet ook melding worden gemaakt van de Total Expense Ratio (TER) van de beleggingsinstelling.

- c. *Informatie dient inzicht te verschaffen in actuele hoogte van kosten*
In het jaarverslag worden de kosten beschreven die daadwerkelijk in rekening zijn gebracht. In het prospectus dient de maximale hoogte van de som van alle kosten te zijn vermeld.¹² Het actuele niveau van de kosten zoals vermeld in het jaarverslag dient deze maximale hoogte niet te overschrijden.
- d. *Informatie dient beleggers in staat te stellen te vergelijken*
De verstrekte informatie dient beleggers in staat te stellen de kosten van verschillende beleggingsinstellingen met elkaar te vergelijken. Het gebruik van één kostenparagraaf zal er toe bijdragen dat het maken van een vergelijking beter mogelijk is.
- e. *Kosten van oprichting vermelden in prospectus*
In het prospectus geeft de beheerder de hoogte van de oprichtingskosten aan en de wijze waarop deze ten laste worden gebracht van het beheerd vermogen.
- f. *Informatie dient bekend te worden gemaakt via de website*
De meest actuele informatie dient ook beschikbaar te zijn op de website van de beleggingsinstelling.

Bovenstaande aanbevelingen zijn bijna allemaal opgenomen in de voorgenomen wet- en regelgeving. De voorschriften over het inzichtelijk maken van de oprichtingskosten en het gebruik van de website ontbreken echter nog. De Commissie beveelt aan om deze toe te voegen aan de voorgenomen wet- en regelgeving (zie voor het gebruik van de website ook hoofdstuk 5 waar de Commissie aanbeveelt om als onderdeel van de governance aanbevelingen beheerders te verplichten om alle informatie die zij voor door hen beheerde beleggingsinstellingen op basis van de wet of andere regelgeving openbaar dienen te maken ook te plaatsen op een website waarop de informatie voor iedere beleggingsinstelling afzonderlijk is opgenomen).

In sommige landen is het vereist om ten behoeve van een goede vergelijking van kosten een overzicht te geven van kosten die aan een 'typische' of 'gemiddelde' belegger in rekening worden gebracht. De Commissie heeft er bewust voor gekozen hierover geen aanbeveling te doen. Het begrip typische of gemiddelde belegger is naar het oordeel van de Commissie een te generalistisch begrip dat gemakkelijk verschillend kan worden uitgelegd. Daardoor is het onzeker of steeds een juiste voorstelling van zaken kan worden gegeven.

3.3.2 *Beheervergoeding en performance fee*

De beheervergoeding is de vergoeding die de beleggingsinstelling jaarlijks betaalt aan de beheerder voor het beheren van het toevertrouwde vermogen. De beheervergoeding wordt meestal berekend als percentage over het totaal beheerd vermogen. Vaak is niet duidelijk welke kosten uit beheervergoeding worden betaald. Transparantie op dit gebied is gewenst.

De beheervergoeding wordt in sommige gevallen mede in de vorm van een performance fee in rekening gebracht. Een performance fee is een variabele vergoeding voor de beheerder die afhankelijk is van het resultaat van de beleggingsinstelling en is bedoeld als stimulans voor de beheerder om het resultaat van de beleggingsinstelling te optimaliseren. Deze stimulans brengt echter ook een risico met zich mee. Een performance fee kan er toe leiden dat een beheerder onnodig grote risico's neemt in de hoop de performance van de beleggingsinstelling en daarmee zijn eigen beloning te verhogen. Bovendien bestaat het risico dat de stimulans niet consistent is met het beleggingsbeleid van de instelling. De Commissie heeft geen materiële regels willen formuleren die de performance fee beperken. Wel is de Commissie van mening dat de beheerder zodanige informatie moet verschaffen dat de belegger een goede inschatting kan maken van genoemde risico's.

¹² Een fund of funds zal deze informatie niet in alle gevallen kunnen verschaffen. Hier geldt een inspanningsverplichting.

De Commissie heeft op grond van bovenstaande overwegingen de volgende aanbevelingen opgesteld over de voorwaarden voor beloning van de beheerder en performance fees.

a. *Voorwaarden vergoeding*

De voorwaarden voor vergoeding van de beheerder dienen aan drie vereisten te voldoen:

- De voorwaarden dienen transparant te zijn;
- De voorwaarden dienen zodanig te zijn dat de beloningsstructuur belangenconflicten niet in de hand werkt;
- De stimulans die uitgaat van de performance fee dient consistent te zijn met het beleggingsbeleid.

b. *Berekening performance fee dient controleerbaar te zijn*

De berekening van de performance fee dient controleerbaar te zijn en niet vatbaar te zijn voor manipulatie. Aan de belegger dient duidelijkheid verschaft te worden over:

- De manier waarop de performance fee wordt berekend (periode waarover performance fee wordt berekend, inclusief of exclusief kosten voor op- en afslag);
- De formule waarmee de performance fee wordt berekend (indien van toepassing dient ook te worden beschreven hoe eerder geleden waardedalingen met waardeinstijgingen worden verrekend);
- De eventueel geselecteerde *benchmark* die als maatstaf voor de behaalde resultaten van de beleggingsinstelling wordt gebruikt indien de performance fee afhankelijk is van een benchmark. De belegger dient de benchmark te kunnen verifiëren.

In de voorgenomen wet- en regelgeving worden geen expliciete vereisten gesteld aan de beheervergoeding en de performance fee. De Commissie beveelt daarom aan dat bovenstaande aanbevelingen worden opgenomen in regelgeving.

3.3.3 *Inzicht in transactiekosten*

Beleggingsinstellingen kopen en verkopen vermogenstitels en derivaten om hun portefeuille te beheren. Deze transacties genereren transactiekosten die betaald worden uit het beheerde vermogen. Deze transactiekosten kunnen bestaan uit:

- *brokerage* kosten en/of *spreads* tussen bied- en laatprijzen;
- belastingen;
- veranderingen in de marktprijs als gevolg van de transactie.

Deze laatste kostensoort komt in het bijzonder voor bij activa met een lage liquiditeit waarbij de uit te voeren transactie de prijs substantieel beïnvloedt.

Transactiekosten hebben een directe impact op de prestatie van een fonds. Transparantie over deze kosten is daarom van belang voor beleggers. Transactiekosten zijn lastig te berekenen en te voorspellen. Dit komt omdat:

- bij sommige financiële instrumenten (zoals obligaties, derivaten) de transactiekosten versleuteld worden in een bruto prijs;
- in andere gevallen transactiekosten wel expliciet onderhandeld worden maar accounting regels toestaan deze kosten af te trekken van de koers voordat de transactie wordt vastgelegd;
- veranderingen in de marktprijs als gevolg van de transactie moeilijk te meten zijn;
- toekomstige transactiekosten afhangen van parameters (turnover, brokerage kosten) die niet precies van te voren bekend zijn.

De Commissie heeft gezien het belang van transparantie en genoemde praktische moeilijkheden een afweging gemaakt tussen vereiste transparantie en de daarvoor benodigde inspanning door de beleggingsinstelling. Gezien de genoemde moeilijkheden is de Commissie er geen voorstander van dat de transactiekosten opgenomen worden in de TER (zie paragraaf 3.1 hiervoor).

De Commissie heeft over de transparantie van transactiekosten de volgende aanbevelingen opgesteld.

- a. *Vermelden dat transactiekosten worden gemaakt*
De beleggingsinstelling vermeldt in het prospectus, de jaarrekening en financiële bijsluiter dat naast de kosten vermeld in de TER ook transactiekosten gemaakt worden die feitelijk ten laste komen van het beheerd vermogen.
- b. *Gemaakte transactiekosten weergeven waar mogelijk*
De beleggingsinstelling vermeldt in het jaarverslag over het afgelopen jaar de transactiekosten die geïdentificeerd en gekwantificeerd kunnen worden.
- c. *Percentage van het totale transactievolume via gelieerde partijen weergeven*
De beleggingsinstelling vermeldt in het jaarverslag welk percentage van het totale transactievolume is uitgevoerd via gelieerde partijen.
- d. *Vermelden turnover ratio*
De beleggingsinstelling vermeldt in het jaarverslag de turnover ratio van de portefeuille, samen met een korte uitleg van deze ratio in absolute en relatieve zin (ten opzichte van de voorgaande periode).

In de voorgenomen wet- en regelgeving is nog geen verplichting opgenomen waar mogelijk de gemaakte transactiekosten weer te geven. Ook is het nog niet verplicht te vermelden welk percentage van het totale transactievolume is uitgevoerd door gelieerde partijen. De Commissie beveelt daarom aan deze aanbevelingen op te nemen in de voorgenomen wet- en regelgeving.

3.3.4 Het economisch voordeel van het beheerde vermogen

Beheerders hebben een aantal mogelijkheden om additionele indirecte financiële voordelen te behalen door het beheren van vermogen. Voorbeelden hiervan zijn het genereren van *hard commissions* en *soft commissions* en *securities lending* oftewel het in- en uitlenen van effecten.

Hard en soft commissions

Door het gebruik van specifieke *brokers* bij het uitvoeren van transacties kunnen beleggingsinstellingen zogenaamde hard commissions en soft commissions ontvangen. Hard commissions bestaan uit een *fee-sharing* afspraken tussen de beheerder en de broker, waarin de broker toestemt een gedeelte van de door de beleggingsinstelling betaalde transactiekosten terug te betalen aan de beheerder (korting). Soft commissions zijn diensten en producten die de broker onder de marktprijs ter beschikking stelt aan de beheerder als tegenprestatie voor het mogen uitvoeren van de transacties van het fonds. In plaats van hard en soft commissions wordt overigens ook wel gesproken van respectievelijk retourprovisies en softdollar-arrangementen.

Hard commissions en soft commissions kunnen belangenconflicten tussen de beheerder en de beleggingsinstelling in de hand werken. Indien het economisch voordeel als gevolg van het handelen met de activa van de beleggingsinstelling ten goede komt aan de beheerder, kan de beheerder geneigd zijn transacties uit te voeren bij die brokers die hem en niet noodzakelijkerwijs de beleggingsinstelling het grootste voordeel opleveren en aldus *best execution* belemmeren.¹³

Uit gesprekken met marktpartijen komt naar voren dat in de Nederlandse markt op beperkte schaal soft commissions betaald worden aan beheerders. Gezien de naar verwachting beperkte omvang (voornamelijk research en informatiediensten) van de commissions acht de Commissie het niet noodzakelijk om gedetailleerde regels op te stellen over de toegestane soorten van soft commissions.

¹³ Volgens artikel 30 van de Nadere Regeling gedragstoezicht effectenverkeer 2002 is best execution het zo snel mogelijk uitvoeren van de order tegen de best mogelijke prijs.

Securities lending

Beleggingsinstellingen kunnen inkomsten genereren door middel van het uitlenen van effecten. Het kan voorkomen dat de tegenpartij op de afgesproken datum niet kan voldoen aan zijn verplichting de geleende effecten te retourneren. Aangezien in deze gevallen het risico wordt gedragen door de beleggingsinstelling, is de Commissie van mening dat ook de opbrengsten van het uitlenen van effecten ten goede moeten komen aan de beleggingsinstelling. Dit staat er niet aan in de weg dat de beheerder of andere partij die securities lending faciliteert, een redelijk vergoeding vraagt voor de aan securities lending verbonden additionele werkzaamheden.

De Commissie heeft over hard en soft commissions en securities lending de volgende aanbevelingen geformuleerd:

- a. *Hard en soft commissions en securities lending onder voorwaarden toegestaan*
Hard commissions en soft commissions en securities lending zijn toegestaan, maar alleen onder de expliciete voorwaarde dat het economisch voordeel ten goede komt aan de beleggingsinstelling (en dus de beleggers) en niet aan de beheerder of andere partij die dit faciliteert. Voor zover soft commissions niet direct ten goede kunnen komen aan de beleggingsinstelling, dient de beheerder een vergoeding te betalen aan de beleggingsinstelling.
- b. *Omvang publiceren hard en soft commissions*
De omvang en aard van de ontvangen hard commissions en soft commissions moeten gepubliceerd worden in het jaarverslag van de beleggingsinstelling.
- c. *Best execution*
Best execution moet altijd het leidende principe zijn voor de beheerder bij de keuze tussen verschillende brokers en de beslissing wie welke transacties uitvoert.
- d. *Vergoeding securities lending nauwkeurig omschrijven*
Als de beheerder of de partij die securities lending faciliteert kosten maakt of anderszins een redelijke vergoeding vraagt voor het in- en uitlenen van effecten, moet de beheerder de hoogte van deze vergoeding nauwkeurig in het prospectus en de jaarrekening omschrijven.

Bovenstaande aanbevelingen vormen een aanvulling op de voorgenomen wet- en regelgeving. De Commissie beveelt aan deze op te nemen in de voorgenomen wet- en regelgeving.

3.3.5 Kosten en vergoedingen van beleggingsinstellingen die beleggen in andere beleggingsinstellingen (fund of funds)

Een *fund of funds* of *multimanager fund*, belegt niet in individuele effecten, maar koopt deelnemingsrechten in andere beleggingsinstellingen. Beleggen in een fund of funds zorgt op relatief eenvoudige wijze voor een grote diversificatie van de portfolio. Ook kan de toegankelijkheid van bepaalde beleggingscategorieën worden vergroot. Door middel van een fund of funds kunnen particulieren bijvoorbeeld in beleggingsinstellingen beleggen die anders alleen voor professionals toegankelijk zijn.

Beleggen in een fund of funds gaat gepaard met een meervoudige kostenstructuur. Enerzijds dient een vergoeding te worden betaald aan de beheerder van de bovenliggende beleggingsinstelling. Anderzijds krijgen ook de beheerders van de onderliggende beleggingsinstellingen een vergoeding. Hoewel hier op zich geen bezwaren tegen zijn, is het wel van belang dat ook aan de belegger duidelijk wordt gemaakt dat sprake is van een gestapelde kostenstructuur. Dit kan worden bewerkstelligd door het publiceren van een synthetische TER. De synthetische TER geeft de totale kosten weer, inclusief de kosten van de onderliggende beleggingsinstellingen, gedeeld door de gemiddelde intrinsieke waarde van de beleggingsinstellingen. In sommige gevallen zal het berekenen van een synthetische TER problemen opleveren. Dit kan voorkomen indien de onderliggende beleggingsinstellingen

waarin wordt belegd geen TER berekenen of de gegevens waarmee deze wordt berekend verouderd zijn. Verder vereist het berekenen van een synthetische TER dat de TER's van de onderliggende beleggingsinstellingen nauwkeurig worden bijgehouden gedurende een bepaalde periode.

Daarnaast kunnen zich bij een fund of funds belangenconflicten voordoen indien de bovenliggende en onderliggende beleggingsinstellingen beheerd worden door dezelfde partij of indien één of meer onderliggende beleggingsinstellingen beheerd worden door een gelieerde partij. Ook is sprake van tegenstrijdig belang indien fee-sharing afspraken worden gesloten tussen de bovenliggende beleggingsinstelling en de onderliggende beleggingsinstellingen die ten goede komen aan de beheerder van de bovenliggende beleggingsinstelling in plaats van de bovenliggende beleggingsinstelling zelf. De keuze om in een bepaalde onderliggende beleggingsinstelling te beleggen kan dan op onjuiste gronden worden gebaseerd.

De Commissie heeft de volgende aanbevelingen opgesteld om de kosten van een fund of funds inzichtelijk te maken:

- a. *Kostenstructuur van fund of funds dient inzichtelijk te zijn*
Informatie die aan de belegger wordt verstrekt over de kosten van een fund of funds dient duidelijk te maken dat sprake is van een meervoudige kostenstructuur die van invloed is op de performance. De Commissie is van mening dat een synthetische TER gewenst is, maar wil dit niet dwingend voorschrijven. Indien het niet mogelijk is een synthetische TER te publiceren dient tenminste naast de eigen TER van de beleggingsinstelling, de TER van de onderliggende beleggingsinstellingen beschreven te worden.
- b. *Tegengaan belangenverstremgeling*
Indien een beleggingsinstelling belegt in andere beleggingsinstellingen dient belangenverstremgeling zoveel mogelijk te worden tegengegaan.
- c. *Opbrengsten fee-sharing afspraken komen ten goede aan beleggingsinstelling*
Indien sprake is van fee-sharing afspraken tussen de onderliggende beleggingsinstellingen en de bovenliggende beleggingsinstelling dan dient het voordeel ten goede te komen aan de bovenliggende beleggingsinstelling en niet (indirect) aan de beheerder van de bovenliggende beleggingsinstelling.
- d. *Transparantie omtrent beleggingen in instellingen beheerd door gelieerde partijen*
Indien de bovenliggende beleggingsinstelling belegt in beleggingsinstellingen die beheerd worden door gelieerde partijen, dan dient dit aan beleggers bekend te worden gemaakt evenals de condities waartegen beleggers kunnen toe- en uittreden.

De voorgenomen wet- en regelgeving vereist dat de kostenstructuur van een fund of funds inzichtelijk wordt gemaakt. In de voorgenomen wet- en regelgeving zijn alleen algemene bepalingen opgenomen met betrekking tot belangenverstremgeling, de opbrengst van fee-sharing afspraken en transparantie omtrent beleggingen in instellingen beheerd door gelieerde partijen. De Commissie beveelt aan over deze onderwerpen nog specifieke bepalingen op te nemen die betrekking hebben op fund of funds.

3.3.6 *Distributiekosten beleggingsinstellingen*

Onder distributiekosten vallen twee soorten kosten, namelijk de provisie die de belegger betaalt bij aan- en verkoop aan zijn eigen effectenmakelaar en de kosten die in rekening worden gebracht voor het beschikbaar stellen van distributiekanaalen. Partijen die beleggingsinstellingen aanbieden, stellen hun netwerk in toenemende mate open voor derde partijen. Dit wordt ook wel *open-architecture* genoemd. Voor het openstellen en promoten van beleggingsinstellingen van derde partijen wordt een vergoeding gevraagd.

Distributiekosten kunnen worden versleuteld in de op- en afslagen. De belegger betaalt de distributiekosten dan direct bij aan- of verkoop. Daarnaast kunnen deze kosten ook worden opgenomen in de beheervergoeding of apart op de jaarrekening als marketingkosten worden verantwoord.

De Commissie stelt zich met betrekking tot distributiekosten op het standpunt dat deze kosten zoveel mogelijk gealloceerd dienen te worden daar waar deze gemaakt worden. Hierbij dient echter een afweging te worden gemaakt tussen de nauwkeurigheid van toerekening en administratieve lasten.

De Commissie doet over distributiekosten de volgende aanbevelingen:

- a. *Afzonderlijk vermelden provisie op afrekening*
De provisie die de belegger betaalt aan zijn eigen effectenmakelaar bij aan- en verkoop wordt afzonderlijk op de afrekening die de belegger ontvangt vermeld.
- b. *Kosten distributiekanaalen komen ten laste van de beheerder*
De kosten die gemaakt worden voor het toegang krijgen tot distributiekanaalen dienen voor rekening te komen van de beheerder. Deze kosten worden zodoende niet langer in de op- en afslag verwerkt.

Bovenstaande aanbevelingen vormen een aanvulling op de voorgenomen wet- en regelgeving. De Commissie beveelt aan deze aanbevelingen in de voorgenomen wet- en regelgeving op te nemen.

3.3.7 *Rechten belegger bij wijzigingen kosten open end beleggingsinstellingen*

Een bezwarende maatregel, waaronder een verhoging van de beheervergoeding, dient volgens de huidige regels plaats te vinden met medeweten van beleggers. Instemming van beleggers is niet vereist. Om in dit kader een betere balans te vinden beveelt de Commissie aan dat een beleggingsinstelling in het prospectus uiteen zet op welke wijze zij haar voorwaarden wijzigt. Hierbij heeft zij de keuze tussen wijziging met medeweten en wijziging met instemming van de beleggers.

a. *Wijziging met medeweten beleggers*

Indien een beleggingsinstelling haar voorwaarden kan wijzigen met medeweten van de beleggers en instemming niet is vereist, dan dienen beleggers die vanwege de wijziging willen uitstappen binnen een redelijke termijn kosteloos, dat wil zeggen tegen intrinsieke waarde, te kunnen uitstappen. Dit houdt in dat de beheerder alle transactiekosten veroorzaakt door het uitstappen en de door de belegger te betalen provisiekosten voor zijn rekening neemt.

b. *Wijziging met instemming beleggers*

Indien een beleggingsinstelling haar voorwaarden alleen kan wijziging met instemming van de beleggers, is voldoende dat aan beleggers die vanwege de wijziging willen uitstappen een redelijke termijn wordt geboden waarin zij tegen de oude voorwaarden hun deelnemingsrechten kunnen verkopen. In dit systeem gelden geen bijzondere privileges, omdat beleggers invloed kunnen uitoefenen op de wijziging. Dit systeem is goedkoper dan het systeem waarin medeweten is vereist, omdat de transactiekosten niet worden vergoed. Voor closed end beleggingsinstellingen geldt dat instemming van beleggers vereist is voor wijziging van kosten.

c. *Publicatie wijziging*

In beide systemen dienen beleggingsinstellingen de wijziging te publiceren in de landelijke dagbladen en op de website van de beleggingsinstelling. Ook dient uitleg gegeven te worden waarom de wijziging plaatsvindt.

Bovenstaande aanbevelingen vormen een aanvulling op de voorgenomen wet- en regelgeving. De Commissie beveelt aan deze aanbevelingen in de voorgenomen wet- en regelgeving op te nemen.

Hoofdstuk 4 Administratieve Organisatie, Interne Controle en rol interne en externe accountant

4.1 Inleiding

Voor het functioneren van beleggingsinstellingen zijn het systeem van administratieve organisatie en de maatregelen van interne controle (AO/IC) van essentieel belang. De kern van de werkzaamheden van een beleggingsinstelling wordt gevormd door een beleggingsproces waarvan de opbrengst zich rechtstreeks vertaalt in de waarde van de door de beleggers gehouden deelnemingsrechten. Het is daarom van groot belang dat beleggingsinstellingen beschikken over een zorgvuldig en effectief systeem van AO/IC, onder andere om te waarborgen dat het vermogen van de beleggingsinstelling wordt belegd overeenkomstig het in het prospectus aangeduide beleggingsbeleid, dat het proces van intrinsieke waardebeoordeling zorgvuldig en betrouwbaar is, dat deelnemingsrechten zorgvuldig worden geadmistreerd, dat risico's verbonden aan de beleggingen en het beleggingsproces systematisch worden beheerst, dat de navolging van vastgelegde procedures adequaat intern wordt gecontroleerd en dat de integriteit, beschikbaarheid en beveiliging van geautomatiseerde gegevens is gegarandeerd. Een goede AO/IC kan ook bijdragen aan een zorgvuldige omgang met tegenstrijdige belangen en de integriteit van het handelen van beleidsbepalers van beleggingsinstellingen bevorderen.

Het systeem van AO/IC is om deze redenen ook nu reeds voorwerp van regelgeving in Wtb, Btb en de Circulaire DNB van 12 december 1996. De bindende regels in Wtb en Btb zijn weinig specifiek en de Circulaire geeft richtlijnen voor een aantal deelonderwerpen binnen de AO/IC maar heeft geen bindende kracht. De AFM baseert zich bij haar toezicht op beleggingsinstellingen wel op deze Circulaire. In het nieuwe Btb worden meer specifieke bepalingen voor de AO/IC voorzien.

4.2 Door AFM geconstateerde tekortkomingen

In haar rapport 'Zicht op belegginginstellingen' heeft de AFM een aantal tekortkomingen geconstateerd met betrekking tot de AO/IC van beleggingsinstellingen.

- Procesbeschrijvingen of procedurebeschrijvingen zijn bij veel van de onderzochte instellingen verouderd, ontbreken geheel of gedeeltelijk of zijn onjuist en onvolledig. Ook worden zij in veel gevallen niet in voldoende mate nageleefd of is niet controleerbaar dat de werkwijze wordt nageleefd.
- De interne controle op het naleven van regels is bij veel van de onderzochte instellingen in onvoldoende mate aanwezig.
- Afspraken tussen de beleggingsinstelling en de liquiditeitsverschaffer met betrekking tot het marktonderhoud zijn bij veel van de onderzochte instellingen niet voldoende vastgelegd.
- In de keten van prijsvorming is elke afzonderlijke schakel over het algemeen goed op de hoogte van de activiteit die zij zelf moet verrichten, maar heeft in één of meer gevallen geen inzicht in de activiteiten van andere schakels in de keten. De communicatie tussen deze verschillende partijen is in één of meer gevallen voor verbetering vatbaar. In die gevallen ontbreken bij het management bovendien inzicht en kennis van essentiële bedrijfsprocessen.
- Bij veel onderzochte instellingen zijn tekortkomingen geconstateerd in het proces van de berekening van de (actuele) intrinsieke waarde (onderbouwing, controle, accordering en afscherming). Hierdoor ontstaan risico's op een onjuiste bepaling van koersen en handel met voorkennis en market timing.
- In één of meer gevallen is geconstateerd dat personen die betrokken zijn bij de vaststelling van de intrinsieke waarde ook zelf kunnen handelen. Dit maakt handel met voorkennis mogelijk. Eén of meer instellingen hebben onvoldoende maatregelen genomen om dit te voorkomen.
- De berekening van de intrinsieke waarde behoort tot de kritische kernprocessen van een beleggingsinstelling. Het management blijkt hierbij in één of meer gevallen niet voldoende betrokken.

De AFM constateert verder dat de controles van de interne accountant zich in een aantal gevallen nauwelijks hebben gericht op de processen van AO/IC, maar voornamelijk op de berekening van de intrinsieke waarde. Hetzelfde geldt voor de werkzaamheden van de externe accountant.

De Commissie heeft geen eigen onderzoek naar deze bevindingen gedaan. Wel is uit de gesprekken binnen de Commissie en met derden het beeld naar voren gekomen dat de AO/IC van beleggingsinstellingen verbeterd kan worden en dat zij tot dusver wellicht te weinig aandacht heeft gekregen. Dat is voor een deel het gevolg van het ontbreken van specifieke standaarden in de regelgeving waaraan de AO/IC van beleggingsinstellingen kan worden getoetst.

4.3 Aanbevelingen voor een behoorlijke AO/IC

De Commissie is van oordeel dat de AO/IC van beleggingsinstellingen inderdaad voor verbetering vatbaar is. De Commissie beveelt daartoe een combinatie van een aantal maatregelen aan, gedeeltelijk voor de regelgeving inzake AO/IC en gedeeltelijk voor de praktijk.

4.3.1 De positie van de beheerder

Bij haar aanbevelingen heeft de Commissie zich er rekenschap van gegeven dat in het nieuwe systeem dat met de thans te wijzigen Wtb en Btb wordt vormgegeven het centrum van regelgeving komt te liggen bij de beheerder van beleggingsinstellingen en niet meer zozeer bij de beleggingsinstelling zelf. Het is de beheerder die een vergunning nodig heeft om beleggingsinstellingen te beheren, de beleggingsinstelling zelf behoeft geen vergunning (zie paragraaf 1.4). In het nieuwe Btb komt op de beheerder de verplichting te rusten bij de vergunningaanvraag een beschrijving te hebben van de AO/IC voor iedere door hem beheerde beleggingsinstelling en overeenkomstig die beschrijving te handelen. Een zelfde plicht rust op de bewaarder. Voor beleggingsmaatschappijen wringt deze benadering enigszins, omdat een beleggingsmaatschappij zelf een rechtspersoon is, die in beginsel eigen verantwoordelijkheid heeft voor haar interne organisatie. In het nieuwe Btb wordt bepaald dat de beheerder er zorg voor dient te dragen dat de door hem beheerde beleggingsmaatschappij voldoet aan de omtrent AO/IC gestelde eisen. Dit levert geen probleem op indien de beleggingsmaatschappij zelf beheerder is in de zin van de Wtb nieuw (en zelf een vergunning onder de Wtb verkrijgt). Indien de beleggingsmaatschappij niet zelf beheerder is maar een derde beheerder is van de beleggingsmaatschappij, staat alleen vast dat die beheerder deze verplichting in verband met de door hem beheerde beleggingsmaatschappij kan nakomen indien de beheerder tevens bestuurder is van de beleggingsmaatschappij. De Commissie beveelt in hoofdstuk 5 aan dat wordt voorgeschreven dat de beheerder van een beleggingsmaatschappij die niet zelf beheerder in de zin van de Wtb is, bestuurder is van die beleggingsmaatschappij.

4.3.2 De rol van de interne en externe accountant

De AFM heeft in haar rapport uitdrukkelijk de vraag gesteld of de interne en externe accountant niet een duidelijker rol moeten spelen bij de vormgeving en controle op de AO/IC van beleggingsinstellingen. De Commissie heeft aan deze vraag uitvoerig aandacht besteed en daarover met belanghebbenden in de praktijk gesproken. Daarbij heeft de Commissie de volgende overwegingen betrokken.

Zoals de AFM heeft geconstateerd is de betrokkenheid van de interne accountant bij processen van AO/IC vaak beperkt tot processen die een min of meer direct verband houden met de jaarrekening van beleggingsinstellingen. De Commissie stelt vast dat in veel beheersorganisaties die beleggingsinstellingen beheren, met name in kleinere organisaties, in het geheel geen interne accountantsfunctie bestaat. In die gevallen wordt voor het opstellen van de jaarrekening van beleggingsinstellingen een beroep gedaan op de externe accountant. Waar aanwezig kan de interne accountant een belangrijke rol vervullen bij het controleren van het systeem van AO/IC. Gezien de grote verscheidenheid van

beheersorganisaties, zowel wat betreft omvang als wat betreft het al dan niet deel uitmaken van een grotere financiële instelling, ziet de Commissie ervan af aan te bevelen dat iedere beheerder van een beleggingsinstelling een interne accountant moet hebben die uitdrukkelijk toeziet op de AO/IC. Wel dient de beheerder in zijn verklaring omtrent de AO/IC in het jaarverslag (zie 4.3.3) aan te geven in hoeverre een interne accountant betrokken is geweest bij de controle van de werking van de AO/IC.

Ook de betrokkenheid van de externe accountant bij de AO/IC van beleggingsinstellingen is in de meeste gevallen slechts beperkt tot processen die min of meer direct verband houden met de controle op jaarrekening. Een belangrijk deel van de voor beleggingsinstellingen kritische processen onttrekt zich aan de waarneming van de externe accountant. De Commissie heeft zich afgevraagd of het gewenst is voor te schrijven dat de externe accountant expliciet onderzoek verricht naar de kwaliteit van het systeem van AO/IC dat een beheerder voor door hem beheerde beleggingsinstellingen onderhoudt. De conclusie van de Commissie is dat dit niet bindend zou moeten worden voorgeschreven. Van een dergelijk voorschrift zou weliswaar een heilzame werking uitgaan doordat het de beheerder dwingt de AO/IC zodanig op orde te brengen dat een goedkeurende verklaring van de accountant kan worden verkregen. Daar staat echter tegenover dat de invoering van een dergelijke verplichting tot een lastenverzwaring leidt vanwege zowel de directe kosten verbonden aan het onderzoek van de accountant als de tijd en inspanning die van de beheerder wordt verlangd om dit onderzoek mogelijk te maken. Bovendien is ook de AFM reeds belast met toezicht op de AO/IC van beleggingsinstellingen. Dit toezicht wordt, thans, uitgeoefend bij de aanvraag van een vergunning voor een nieuwe beleggingsinstelling en als onderdeel van het bijdragemodel, in het laatste geval door middel van een *self-assessment* op basis van vragenlijsten. Daarnaast wordt de AO/IC door de AFM beoordeeld in het kader van reguliere onderzoeken. De Commissie voorziet dat het toezicht van de AFM op de AO/IC van beleggingsinstellingen intensiever wordt, op basis van een duidelijker normstelling in het Btb nieuw omtrent hetgeen de AO/IC moet opleveren waardoor zowel de beschrijving als de werking van de AO/IC voor de AFM beter toetsbaar wordt. Tenslotte hecht de Commissie ook in dit verband groot belang aan de uitoefening van een trustee functie door een raad van commissarissen op het niveau van de beheerder of van de door hem beheerde beleggingsmaatschappij (zie hoofdstuk 5.3.1). Het is aan deze raad van commissarissen zich ervan te vergewissen dat de beheerder of beleggingsmaatschappij daadwerkelijk in het jaarverslag kan verklaren dat de AO/IC zijn beschreven overeenkomstig de eisen van wet- en regelgeving en dat het systeem van AO/IC adequaat en effectief overeenkomstig die beschrijving functioneert. De mogelijke meerwaarde van een specifiek toezicht op de AO/IC door de externe accountant, naast het interne toezicht door de raad van commissarissen en het externe toezicht door de AFM, staat niet in verhouding tot de daardoor veroorzaakte lasten. Wel beveelt de Commissie aan dat de externe accountant die de jaarrekening controleert jaarlijks in de management letter aangeeft in hoeverre hij bij zijn controlewerkzaamheden de AO/IC heeft beoordeeld. Tevens vermeldt hij de belangrijkste bevindingen naar aanleiding van deze controlewerkzaamheden.

De Commissie heeft tenslotte stil gestaan bij de vraag of specifieke voorzieningen nodig zijn om de onafhankelijkheid van de accountant die de jaarrekening van beleggingsinstellingen en hun beheerders controleert te waarborgen. Los van andere diensten die een externe accountant aan een beheerder van beleggingsinstellingen zou kunnen verlenen, spelen er mogelijk belangconflicten omdat een externe accountant op drie niveaus betrokken kan zijn bij de controle op de jaarrekening: de jaarrekening van de beleggingsinstelling, de jaarrekening van de beheerder en (in sommige gevallen) de jaarrekening van de moedermaatschappij van de beheerder die tevens de gegevens van de beheerder in haar eigen jaarrekening consolideert. De Commissie is van oordeel dat het enkele feit dat een accountant de externe jaarrekening van de beheerder controleert hem niet bij voorbaat zodanig diskwalificeert dat hij niet meer voldoende onafhankelijk de jaarrekening van een door die beheerder beheerde beleggingsinstelling kan controleren. Evenmin leidt de controle van de (geconsolideerde) jaarrekening van de moedermaatschappij steeds tot het oordeel dat de accountant niet meer onafhankelijk de jaarrekening van de beheerder kan controleren. In de praktijk kunnen zich echter concrete situaties voordoen waarin de onafhankelijkheid van de externe accountant onvoldoende is gewaarborgd. Het is in de eerste plaats aan de externe accountant daarop in het kader van een zorgvuldige uitoefening van zijn beroep bedacht te

zijn en de consequenties daarvan waar nodig te aanvaarden. Daarnaast heeft de raad van commissarissen van de beheerder in het bijzonder de taak zich ervan te vergewissen dat de onafhankelijkheid van de externe accountant bij de controle van de jaarrekening van de beheerder en van de door hem beheerde beleggingsinstellingen niet in gevaar wordt gebracht.

4.3.3 Aanbevelingen

De Commissie doet de volgende aanbevelingen over de AO/IC van beleggingsinstellingen:

Beschrijving bedrijfsprocessen

De regelgeving voor beleggingsinstellingen moet duidelijk maken welke kritische bedrijfsprocessen tenminste begrepen moeten zijn in de beschrijving van de AO/IC die de beheerder als vereiste voor verkrijging van een vergunning moet opstellen. Het gaat daarbij om meer dan louter een opsomming van kritische bedrijfsprocessen. Indien de regelgeving uitsluitend een dergelijke opsomming zou geven, is het in het kader van het door de AFM te houden toezicht slechts mogelijk deze opsomming af te vinken zonder dat de kwaliteit van de in de beschrijving opgenomen processen kan worden getoetst. De regelgeving moet expliciet aangeven wat van de te beschrijven bedrijfsprocessen wordt verwacht. Naar het oordeel van de Commissie moet de beheerder een beschrijving opstellen van de volgende bedrijfsprocessen die waarborgen dat:

- a. elke transactie waarbij de beleggingsinstelling is betrokken, kan worden gereconstrueerd;
- b. het vermogen van de beleggingsinstelling overeenkomstig het beleggingsbeleid en de bij of krachtens de wet gestelde regels wordt belegd;
- c. het besluitvormingsproces en de gemaakte afspraken binnen de beheerder, beleggingsinstelling en bewaarder inzichtelijk zijn;
- d. een functiescheiding bestaat tussen het verrichten van rechtshandelingen met betrekking tot het vermogen van de beleggingsinstelling en het controleren en administreren van deze handelingen;
- e. een zodanige functiescheiding bestaat dat een betrouwbare, juiste en consistente intrinsieke waarde tot stand komt;
- f. het proces van intrinsieke waardebepaling binnen de beheerder en de beleggingsmaatschappij wordt gescheiden van de overige activiteiten van de beheerder en de beleggingsmaatschappij;
- g. de berekening van de intrinsieke waarde aansluit bij de financiële administratie;
- h. klachten zorgvuldig, verifieerbaar, consistent en binnen een redelijke termijn worden afgehandeld;
- i. de risico's die samenhangen met het beleggingsproces op een systematische wijze worden beheerst en geanalyseerd;
- j. de grootte en samenstellingen van en mutaties in de aan te houden financiële waarborgen getrouw en volledig kunnen worden vastgesteld;
- k. de bestuurders regelmatig, alsmede tussentijds in het geval zich bijzondere omstandigheden voordoen, worden geïnformeerd over de bedrijfsvoering;
- l. er een systematische, toegankelijke en actuele administratie van deelnemers is waarin, voor zover van toepassing, de met de belegger gemaakte afspraken inzichtelijk worden gemaakt;
- m. een systeem van interne controle bestaat dat nagaat in hoeverre overeenkomstig de beschreven procedures voor administratieve organisatie wordt gehandeld, dat signaleert wanneer en in hoeverre daarvan wordt afgeweken en dat aanpassing van het feitelijk handelen mogelijk maakt
- n. de integriteit, continue beschikbaarheid en beveiliging van de geautomatiseerde gegevens zijn gegarandeerd;
- o. voor open end beleggingsinstellingen een systeem van uitgifte en inkoop van deelnemingsrechten bestaat dat uitsluit dat deelnemingsrechten worden uitgegeven of ingekocht op een ander moment dan het dagelijks moment waarop de beleggingsinstelling uitgeeft of inkoop, of tegen een andere prijs dan zij voor een ieder deelnemingsrechten uitgeeft of inkoop.

Verklaring beheerder

De regelgeving dient, nadrukkelijker dan thans het geval is, duidelijk te maken dat de verantwoordelijkheid voor het beschrijven en toepassen van een behoorlijk systeem van AO/IC ligt bij de beheerder van beleggingsinstellingen, of in het geval van een beleggingsmaatschappij, bij het bestuur van een beleggingsmaatschappij. De Commissie is van oordeel dat dit het best tot uitdrukking kan worden gebracht door te verlangen dat de beheerder verklaart dat de beheerder voor de beleggingsinstelling beschikt over een beschrijving van de AO/IC die voldoet aan de eisen van wet- en regelgeving en dat het systeem van AO/IC adequaat en effectief overeenkomstig die beschrijving functioneert. De verklaring dient te vermelden in hoeverre een interne accountant betrokken is geweest bij de beschrijving en de controle van de werking van de AO/IC. Deze verklaring dient te worden opgenomen in het jaarverslag dat de beheerder moet opmaken in het kader van de op hem rustende jaarrekeningplicht voor iedere door hem beheerde beleggingsinstelling. Voor beleggingsmaatschappijen dient deze verplichting te rusten op het bestuur van de beleggingsmaatschappij (waarvan de beheerder deel uitmaakt, zie paragraaf 5.3.1) en dient de verklaring te worden opgenomen in het jaarverslag dat het bestuur van de beleggingsmaatschappij moet opmaken (art. 2: 391 BW). Het voorschrijven van een dergelijke expliciete verklaring zal, zo verwacht de Commissie, ertoe bijdragen dat de beheerders van beleggingsinstellingen het zorgdragen voor een adequate de AO/IC tot hun verantwoordelijkheid rekenen en daaraan voldoende aandacht schenken.

Rol externe accountant

De externe accountant die de jaarrekening onderzoekt vermeldt in de jaarlijkse management letter in hoeverre hij bij zijn controlewerkzaamheden de AO/IC heeft beoordeeld. Tevens vermeldt hij de belangrijkste bevindingen naar aanleiding van deze controlewerkzaamheden. De externe accountant dient onregelmatigheden die hij bij zijn onderzoek constateert te melden aan de AFM zoals voorzien in artikel 12 lid 5 Wtb nieuw.

Hoofdstuk 5 Governance van beleggingsinstellingen en hun beheerders

5.1 Inleiding

Goed bestuur en adequaat toezicht zijn belangrijk voor alle ondernemingen, ongeacht soort en maat. Beleggingsinstellingen en het beheer daarvan vormen een zeer specifieke situatie met eigen governance vraagstukken. Beleggers beleggen in een beleggingsinstelling die door een derde wordt beheerd. De scheiding tussen degenen die het financieel belang in de beleggingsinstelling houden en degenen die het beleid van de beleggingsinstelling bepalen is vrijwel steeds volledig. Dit leidt ertoe dat beleggingsinstellingen vaak worden aangeduid als 'vooral een financieel product' dat door een beheerder wordt aangeboden. Deze scheiding tussen belang en beleidsbepaling geeft aanleiding tot een bijzonder agency-probleem: hoe te voorkomen dat de beleidsbepaler het door beleggers bijeengebrachte kapitaal met name aanwendt om eigen belangen te behartigen en de belangen van beleggers veronachtzaamt?

Dit agency-probleem heeft bij beleggingsinstellingen verschillende uitingsvormen. De kern van het probleem is de relatie tussen de beheerder die zijn eigen belangen nastreeft en de beleggers in wiens belang de beleggingsinstelling door de beheerder wordt beheerd. De hiermee rechtstreeks verband houdende onderwerpen zijn de beloning die de beheerder ontvangt en zijn vrijheid van handelen. De beheerder maakt veelal deel uit van een groep van financiële ondernemingen, die ook andere financiële diensten aan de beleggingsinstelling verleent, zoals commissiars diensten, distributie, marketing en de verkoop van financiële producten. De uitvoering en prijsvorming van deze gelieerde diensten kunnen op gespannen voet staan met het belang van beleggers in de beleggingsinstelling. Zo zou het voor een financiële onderneming aantrekkelijk kunnen zijn om aandelen uit een door haar zelf begeleide emissie te plaatsen bij door haar beheerde beleggingsinstellingen. In de situatie waarin een beheerder verschillende beleggingsinstellingen beheert kunnen zich verdelingsproblemen voordoen, zowel wat betreft de toedeling van aan- en verkooptransacties aan de verschillende instellingen als wat betreft de verdeling van de door de beheerder gemaakte kosten. Een bijzondere spanning kan ook bestaan als gevolg van het beloningsbeleid dat door de beheerder wordt gevoerd voor degenen die feitelijk belast zijn met het beheer van het vermogen van de beleggingsinstelling.

De organisatiestructuur van beleggingsinstellingen en hun beheerders is in de huidige en voorgenomen regelgeving nog onderbelicht gebleven. De Corporate Governance Code die in 2003 door de Commissie Tabaksblat is opgesteld, behoort volgens de Commissie Tabaksblat uitsluitend van toepassing te zijn op beleggingsinstellingen die zelf beheerder zijn in de zin van de Wtb nieuw. In de AMvB die het kabinet heeft opgesteld en waarin wordt aangegeven welke vennootschappen in hun jaarverslag moeten aangeven of en in hoeverre zij de Corporate Governance Code naleven, wordt de toepassing van de Code echter uitgebreid naar alle beursgenoteerde beleggingsinstellingen met uitzondering van open end beleggingsinstellingen. Het niet van toepassing zijn van de Corporate Governance Code op bepaalde beleggingsinstellingen wil echter niet zeggen dat bij beleggingsinstellingen geen governance vragen bestaan die zich richten op de organisatiestructuur. Op dergelijke vragen is dit hoofdstuk gericht.

5.2 Door AFM geconstateerde tekortkomingen

In haar rapport constateert de AFM dat beleggingsinstellingen niet altijd handelen in het belang van beleggers en dat zij belangenverstrengeling niet altijd in voldoende mate tegengaan. De AFM signaleert bovendien een aantal knelpunten:

- De beheerder is in een aantal gevallen onvoldoende geïnformeerd om voldoende verantwoordelijkheid te kunnen nemen voor het gevolgde beleggingsbeleid;
- De verhouding met het achterliggende financiële conglomeraat is niet in alle gevallen voldoende transparant;
- De beloningsstructuur van de beheerder is niet voldoende transparant;
- De positie van de beleggersgiro, die vaak een stichting is, heeft dezelfde transparantieproblemen als een administratiekantoor bij certificering van aandelen. Ook

hier worden deelnemingsrechten gecertificeerd en is het uitoefenen van stemrecht niet vanzelfsprekend.

Naar het oordeel van de Commissie is een belangrijk deel van het probleem gelegen in het feit dat beleggers van een beleggingsinstelling ervan mogen uitgaan dat de beleggingsinstelling uitsluitend wordt beheerd in het belang van de beleggers, maar dat in de organisatiestructuur van beleggingsinstellingen en hun beheerders niemand de expliciete taak heeft ervoor te waken dat overeenkomstig deze norm wordt gehandeld. De *trustee functie* ontbreekt in de huidige organisatiestructuur. In het licht van de in de inleiding geschetste veelheid van mogelijk tegengestelde belangen, is juist behoefte aan een duidelijk onderscheiden trustee functie. Dit roept ook de vraag op of behoefte bestaat aan de omschrijving van een aantal kernbevoegdheden die beleggers van beleggingsinstellingen in ieder geval zouden moeten hebben. De vraag is verder of een versterkte positie van de bewaarder een bijdrage kan leveren aan de beheersing van deze problemen. Tenslotte heeft de wijze waarop in het bijzonder beheerders van beleggingsinstellingen over hun beheer verantwoording afleggen nadere aandacht, ook los van het specifieke onderwerp van kostentransparantie. Deze vragen vormen de thema's van de aanbevelingen van de Commissie in dit hoofdstuk.

5.3 Aanbevelingen voor een behoorlijke governance van beleggingsinstellingen en hun beheerders

5.3.1 De trustee functie, beheer en toezicht

De Commissie is van oordeel dat de functie van trustee bij beleggingsinstellingen moet worden versterkt. Deze functie kan in beginsel het best worden uitgeoefend op het niveau van de beleggingsinstelling zelf, zo dicht mogelijk bij de beleggers van de afzonderlijke beleggingsinstelling. In de Verenigde Staten wordt de trustee functie op deze wijze voorgeschreven. Beleggingsinstellingen die voor verschillende handelingen in het kader van het beheer relaties willen aangaan met aan de beheerder gelieerde partijen moeten in de V.S. een eigen *board of directors* hebben. Volgens de onlangs aangescherpte bepalingen dient drie kwart van de leden van deze board of directors onafhankelijk te zijn van de beheerder en aan de beheerder gelieerde partijen en dient de voorzitter steeds een onafhankelijke director te zijn.¹⁴

De Commissie heeft overwogen of een dergelijk voorschrift, een grotendeels onafhankelijke raad van commissarissen op het niveau van de beleggingsinstelling, ook voor Nederlandse beleggingsinstellingen zou moeten gelden. Het voordeel zou zijn dat daarmee op de juiste plaats, namelijk op het niveau van de afzonderlijke beleggingsinstelling, een goede invulling kan worden gegeven aan de trustee functie waaraan behoefte bestaat. Een dergelijke raad van commissarissen zou in het bijzonder erop kunnen toezien dat (i) op een zorgvuldige wijze wordt omgegaan met tegenstrijdige belangen die zich kunnen voordoen tussen de beleggingsinstelling en de beheerder en aan de beheerder gelieerde partijen, (ii) op zorgvuldige wijze verantwoording wordt afgelegd over het functioneren van de beleggingsinstelling en (iii) de beleggingsinstelling wordt beheerd overeenkomstig haar doelstelling en de in het prospectus opgenomen voorwaarden.

Hier staat tegenover dat een dergelijk voorschrift een ingrijpende wijziging voor Nederlandse beleggingsinstellingen zou betekenen. Het is uitzondering dat een beleggingsinstelling zelf een raad van commissarissen heeft. Het verplicht voorschrijven daarvan zou een omvangrijke last leggen op beleggingsinstellingen. Bovendien zou het verlangen dat een groot aantal onafhankelijke en voldoende deskundige commissarissen wordt geworven buiten de beheerder of de groep van ondernemingen waarvan de beheerder deel uitmaakt. Het is twijfelachtig of dit binnen afzienbare termijn gerealiseerd kan worden. Een dergelijk voorschrift zou ook ingaan tegen de voorgenomen wijzigingen in de regelgeving voor beleggingsinstellingen. Het zwaartepunt van de nieuwe regelgeving is de beheerder. De beheerder is degene die onder de nieuwe regelgeving een vergunning heeft en niet de

¹⁴ Zie SEC Release No. IC-26520, RIN 3235-AJ05, <http://www.sec.gov/rules/final/ic-26520.htm>.

individuele beleggingsinstelling. De kern van de verplichtingen wordt opgelegd aan de beheerder, die deze verplichtingen ten aanzien van de door hem beheerde beleggingsinstellingen moet nakomen. In deze opzet wordt de beleggingsinstelling inderdaad beschouwd als niet veel anders dan een financieel product dat door een beheerder wordt aangeboden, en veel minder als een eigen organisatie met daarop toegesneden organisatieregels. Het zou tegen deze nieuwe opzet voor de regelgeving van beleggingsinstellingen ingaan indien een zo ingrijpend voorschrift als het moeten hebben van een raad van commissarissen zou worden opgelegd aan afzonderlijke beleggingsinstellingen. Tenslotte heeft de Commissie vastgesteld dat een dergelijk voorschrift thans niet bestaat in andere Europese landen. Het invoeren daarvan in Nederland alleen zou Nederlandse aanbieders van beleggingsinstellingen benadelen ten opzichte van buitenlandse aanbieders. Dit zou een stimulans kunnen geven Nederlandse beleggingsinstellingen naar het buitenland te verplaatsen.

Raad van commissarissen bij elke beheerder

De Commissie is op bovenstaande gronden tot de conclusie gekomen dat niet zou moeten worden voorgeschreven dat de trustee functie wordt georganiseerd op het niveau van de afzonderlijke beleggingsinstelling. Niettemin hecht de Commissie een groot belang aan een duidelijker vormgegeven trustee functie bij beleggingsinstellingen. Zij beveelt daarom aan dat iedere beheerder van een beleggingsinstelling een raad van commissarissen dient te hebben. Hiervoor heeft de Commissie tijdens haar consultaties met organisaties van beheerders van beleggingsinstellingen en van beleggers uitdrukkelijk steun gevonden. Een zekere spanning schuilt daarbij in het feit dat het nu juist de beheerder zelf is die belangen heeft die aan die van beleggers tegengesteld kunnen zijn en dat betoogd zou kunnen worden dat een raad van commissarissen bij de beheerder nu juist ervoor moet waken dat de belangen van de beheerder voldoende worden gewaarborgd. Daar staat echter tegenover dat de beheerder de wettelijke taak heeft te handelen in het belang van de beleggers van iedere afzonderlijke beleggingsinstelling. Het kan zeker tot de taak van een raad van commissarissen van een beheerder van beleggingsinstellingen worden gerekend erop toe te zien dat deze beheerder zijn werkzaamheden verricht overeenkomstig zijn wettelijke plichten en daarbij in het bijzonder toeziet dat de beheerder handelt in het belang van de beleggers van iedere afzonderlijke door hem beheerde beleggingsinstelling. De besluitvorming omtrent de omgang met tegenstrijdige belangen tussen beheerder en beleggingsinstelling en tussen verschillende door de beheerder beheerde beleggingsinstellingen behoort tot de taak van de raad van commissarissen van de beheerder.

Raad van commissarissen voldoende onafhankelijk

Om de trustee functie waar te maken behoort de raad van commissarissen van de beheerder voldoende onafhankelijk van de beheerder en aan hem gelieerde partijen te zijn samengesteld en te functioneren. Naar het oordeel van de Commissie kan dit worden verzekerd door voor te schrijven dat hetzij de raad van commissarissen ten minste in meerderheid bestaat uit leden die onafhankelijk zijn ten opzichte van de beheerder en aan de beheerder gelieerde partijen, hetzij de raad van commissarissen een compliance commissie instelt die bestaat uit uitsluitend en ten minste twee onafhankelijke commissarissen. Een dergelijke commissie dient, ter voorbereiding van de besluitvorming door de gehele raad van commissarissen, met het bestuur over compliance aangelegenheden overleg te voeren en daarover expliciet aan de volledige raad van commissarissen te rapporteren. Onder compliance aangelegenheden verstaat de Commissie in het bijzonder de waarborging van het handelen van de beheerder in het belang van de beleggers van door de beheerder beheerde beleggingsinstellingen, in het licht van de toepasselijke wet- en regelgeving en het beleggingsaanbod in het prospectus.

Onafhankelijkheid commissarissen

Het ligt voor de hand om voor de criteria voor de kwalificatie van de onafhankelijkheid van commissarissen aan te sluiten bij de criteria die zijn opgenomen in de Corporate Governance Code, Best Practice Bepaling III.2.2. De Commissie beveelt aan dat deze criteria, aan te passen voor zover relevant en noodzakelijk in verband met de bijzondere positie van beheerders en beleggingsinstellingen, in regelgeving worden neergelegd. De raad van commissarissen moet ten aanzien van iedere commissaris vaststellen of deze onafhankelijk

is in het licht van deze criteria en dit melden in het verslag van de raad van commissarissen dat deel uitmaakt van het jaarverslag van iedere beleggingsinstelling (zie 5.3.3).

Raad van commissarissen in sommige gevallen bij beleggingsmaatschappij

In sommige gevallen is de beleggingsmaatschappij zelf beheerder en is aan haar zelf een vergunning verleend (zie artikel 4 lid 2 Wtb nieuw). In dat geval dient deze beleggingsmaatschappij een raad van commissarissen te hebben. De Commissie hecht er aan te vermelden dat zij met haar aanbeveling dat een beheerder een raad van commissarissen behoort te hebben die voldoende onafhankelijk opereert, geenszins beoogt te ontmoedigen dat beleggingsmaatschappijen afzonderlijk raden van commissarissen hebben die de trustee functie in onafhankelijkheid kunnen uitoefenen. Indien op het niveau van de beleggingsmaatschappij een dergelijke raad van commissarissen functioneert, dient deze raad van commissarissen over zijn werkzaamheden in het jaarverslag van de beleggingsinstelling te rapporteren. Een beheerder die beleggingsinstellingen beheert die alle een eigen, onafhankelijke raad van commissarissen hebben, hoeft niet een eigen raad van commissarissen te hebben.

One-tier board

Een met een raad van commissarissen vergelijkbare toezichtstructuur kan ook worden gecreëerd binnen een enkel bestuursorgaan door daarvan ook niet-uitvoerende leden deel te laten uitmaken. Wanneer hiervoor wordt gekozen in plaats van een raad van commissarissen dient de meerderheid van de leden van het bestuur te bestaan uit onafhankelijke niet-uitvoerende leden of dient een compliance commissie te zijn ingesteld, bestaande uit uitsluitend en tenminste twee onafhankelijke niet-uitvoerende leden.

Beheerder wordt bestuurder beleggingsmaatschappij

De Commissie heeft zich beraden op de situatie van het bestuur van een beleggingsmaatschappij die een externe beheerder heeft. De formele bestuurder draagt in deze situatie als bestuurder van de beleggingsmaatschappij volledig bestuursverantwoordelijkheid maar kan deze in feite niet dragen omdat de daadwerkelijke beslissingen aangaande het beleggingsbeleid, het risicobeheer en de naleving van wet- en regelgeving worden genomen door de beheerder. Maar deze beheerder draagt binnen de beleggingsmaatschappij formeel geen bestuursverantwoordelijkheid voor de genomen beslissingen en is slechts uit hoofde van een contractuele relatie met de beleggingsmaatschappij jegens deze verantwoordelijk. In deze relatie kan de verantwoordelijkheid van de beheerder tot op zekere hoogte contractueel worden beperkt. Onder omstandigheden kan de beheerder als medebeleidsbepaler in de zin van artikel 2: 138 lid 7 BW worden aangemerkt, maar dit heeft slechts gevolgen indien de beleggingsmaatschappij is gefailleerd. Om dit vacuüm in de bestuursverantwoordelijkheid bij beleggingsmaatschappijen op te vullen beveelt de Commissie aan dat wordt voorgeschreven dat in een dergelijk geval de beheerder formeel bestuurder is van de beleggingsmaatschappij.

5.3.2 Kernbevoegdheden van beleggers

De Commissie heeft zich de vraag gesteld of wet- of regelgeving zouden moeten bepalen welke bevoegdheden deelnemers in een beleggingsinstelling tenminste zouden moeten hebben. Indien de nadruk ligt op de beleggingsinstelling als financieel product, is er weinig aanleiding om beleggers daarin bijzondere bevoegdheden toe te kennen. Deze benadering gaat in het bijzonder op voor open end beleggingsinstellingen. Bij closed end beleggingsinstellingen is het eerder regel dan uitzondering dat de belegger tussentijds zijn deelneming niet kan beëindigen tegen een prijs dicht bij de intrinsieke waarde. Bij closed end instellingen zonder beursverhandeling is de belegger daarenboven veelal tot deelneming in de instelling veroordeeld, ook indien wijzigingen in de beleggingsaanbieding, het beheer door de beheerder of de organisatie van de beleggingsinstelling dat voor hem minder aantrekkelijk maken.

Ontslag beheerder closed end beleggingsinstelling

De Commissie meent dat met dit onderscheid tussen open end en closed end beleggingsinstellingen rekening moet worden gehouden bij de vraag of deelnemers over

zekere kernbevoegdheden moeten kunnen beschikken. Bij een closed end beleggingsinstelling waar de deelnemer niet zonder meer de mogelijkheid heeft zijn deelneming te beëindigen, is de bevoegdheid van de vergadering van deelnemers om de beheerder te ontslaan en een nieuwe beheerder te benoemen fundamenteel. Onder de huidige regeling is niet duidelijk of beleggers van beleggingsinstellingen deze bevoegdheid toekomt. Voor beleggingsmaatschappijen (ongeacht of zij open end of closed end zijn) geldt wel dat de aandeelhouders bestuurders kunnen benoemen en ontslaan. Indien ingevolge onze aanbeveling in paragraaf 5.3.1 de beheerder tevens bestuurder is van de beleggingsmaatschappij, kunnen beleggers de beheerder als bestuurder ontslaan. Daaruit volgt niet rechtstreeks dat de relatie met de beheerder is beëindigd, maar de beheerder voldoet niet meer aan de vergunningvoorwaarde dat hij bestuurder moet zijn van de beleggingsmaatschappij. In dat geval behoort de algemene vergadering van aandeelhouders een tijdelijke bestuurder te kunnen benoemen die de relatie met de beheerder beëindigt en een nieuwe beheerder zoekt, die door de algemene vergadering van aandeelhouders tot bestuurder kan worden benoemd. In de overeenkomst tussen beleggingsmaatschappij en beheerder behoren niet dusdanige beëindigingsbepalingen te worden opgenomen dat beëindiging van die relatie feitelijk niet mogelijk of voor beleggers onredelijk bezwarend is. Indien niet tijdig een nieuwe beheerder wordt aangesteld zou de beleggingsmaatschappij moeten worden ontbonden.

Ook voor closed end beleggingsfondsen is de Commissie van oordeel dat de beleggers de beheerder moeten kunnen ontslaan en een nieuwe beheerder moeten kunnen aanstellen. Voor die beleggingsfondsen bestaat niet de complicatie van de rechtspersoonlijkheid en het daaraan verbonden eigen bestuur. De ontslag- en benoemingsmogelijkheid kan voor deze beleggingsfondsen in de overeenkomst die ten grondslag ligt aan de beleggingsinstelling worden opgenomen.

De Commissie is zich ervan bewust dat de voorgestelde bevoegdheid om de beheerder van een closed end beleggingsinstelling te ontslaan vergaand is, mede in het licht van de omstandigheid dat het doorgaans de beheerder zal zijn die aan beleggers een beleggingsvoorstel doet in de vorm van een beleggingsinstelling. Het lijkt dan te wringen dat die beleggers vervolgens de beheerder kunnen ontslaan en een andere beheerder kunnen aanstellen. Voor de Commissie is echter doorslaggevend dat beleggers in een closed end beleggingsinstelling de bevoegdheid hebben de relatie met de beheerder te kunnen beëindigen in wie zij geen meer vertrouwen stellen. Wel meent de Commissie dat de beheerder zich moet kunnen beschermen tegen lichtvaardig ontslag door beleggers. Voor het ontslag zou een gekwalificeerde meerderheid van beleggers kunnen worden voorgeschreven om te waarborgen dat het voorstel breed wordt gedragen door de beleggers. De Commissie is van oordeel dat deze voorgeschreven meerderheid niet meer mag belopen dan 75% van het aantal uit te brengen stemmen.

Voor open end beleggingsinstellingen gaat het te ver om voor te schrijven dat de gezamenlijke deelnemers de beheerder moeten kunnen ontslaan. Beleggers in deze beleggingsinstellingen hebben de mogelijkheid tot beëindiging van hun deelneming indien wijziging van de voorwaarden in hun nadeel zou zijn, of zij overigens geen vertrouwen meer hebben in de beheerder. De Commissie verwijst op dit punt naar haar aanbeveling in hoofdstuk 3 dat een beheerder van een beleggingsinstelling de keuze moet maken tussen hetzij het wijzigen van de voorwaarden waaronder wordt belegd met medeweten van de beleggers, in welk geval beleggers kosteloos hun deelneming moeten kunnen beëindigen, hetzij het voor instemming voorleggen van wijzigingen aan de vergadering van deelnemers (zie paragraaf 3.4.6).

Bevoegdheid accountantsbenoeming

Voor alle beleggingsinstellingen behoort te gelden dat de bevoegdheid om de accountant te benoemen die de jaarrekening van de beleggingsinstelling controleert toekomt aan de gezamenlijke beleggers. Voor beleggingsmaatschappijen vloeit deze bevoegdheid rechtstreeks voort uit artikel 2: 393 lid 2 BW. Voor andere beleggingsinstellingen is in de huidige en voorgenomen regelgeving niet duidelijk wie de accountant opdracht geeft tot het onderzoek naar de jaarrekening. De Commissie is van oordeel dat ook bij andere beleggingsinstellingen een vergadering van deelnemers de bevoegdheid moet hebben de

accountant te benoemen die de jaarrekening van de beleggingsinstelling controleert. De onafhankelijkheid van de accountant komt in gevaar indien deze voor zijn (her)benoeming volledig is aangewezen op de beheerder.

Stemvolmacht Stichting Beleggersgiro

Bij beleggingsinstellingen dient naar het oordeel van de Commissie iedere belegger stem uit te kunnen oefenen omtrent aangelegenheden die in een vergadering aan beleggers worden voorgelegd. Deze bevoegdheid dient ook aan individuele beleggers toe te komen indien de aandelen of participaties in een beleggingsinstelling worden gehouden door een Stichting Beleggersgiro, die op haar beurt deelnemingsrechten uitgeeft aan de uiteindelijke beleggers. Deze situatie is vergelijkbaar met certificering van aandelen door een stichting administratiekantoor. Principe IV.2 van de Corporate Governance Code schrijft voor dat certificering van aandelen niet wordt gebruikt als beschermingsmaatregel en dat certificaathouders onder alle omstandigheden en onbeperkt door het bestuur van het administratiekantoor in de gelegenheid moeten worden gesteld stem uit te brengen op basis van een door het administratiekantoor verschaft volmacht (zie ook best practice bepaling IV.2.8). Bovendien bepaalt de Code dat het administratiekantoor dat zelf stemrecht uitoefent zich primair richt naar het belang van de certificaathouders en rekening houdt met het belang van de vennootschap en de met haar betrokken onderneming (best practice bepaling IV.2.5) en dat het bestuur van het administratiekantoor onafhankelijk dient te opereren van de vennootschap en in dat bestuur geen (voormalig) bestuurders, (voormalig) commissarissen, werknemers of vaste adviseurs van de vennootschap zitting nemen (best practice bepalingen IV.2.1 en IV.2.2). Deze bepalingen dienen nog sterker te gelden voor een Stichting Beleggersgiro die uitsluitend wordt gebruikt om de deelneming aan en overdracht van participaties in beleggingsinstellingen voor beleggers te vereenvoudigen. Voor een dergelijke stichting die zelf stemrecht uitoefent kan geen ander belang doorslaggevend zijn dan het belang van de uiteindelijke belegger. Bij de uitoefening van stemrecht hoeft de belegger geen rekening te houden met de belangen van de beheerder en dat dient een Stichting Beleggersgiro ook niet te doen. Zonder enige beperking zal een Stichting Beleggersgiro steeds stemvolmacht moeten verlenen aan beleggers die daarom vragen. Het bestuur van een Stichting Beleggersgiro dient onafhankelijk te zijn van de beheerder van de beleggingsinstelling en aan de beheerder gelieerde partijen.

5.3.3. De rol van de bewaarder

De Commissie heeft zich afgevraagd of de rol van de bewaarder nog herbezinning behoeft in het kader van de governance discussie. De rol van de bewaarder is tot dusver beperkt tot het veiligstellen van de vermogensbestanddelen die voor de beleggers in de beleggingsinstelling worden aangehouden, in het bijzonder om deze te beschermen tegen willekeurig handelen door een beheerder en tegen de gevolgen van een déconfiture van de beheerder of de beleggingsinstelling. Het is in theorie denkbaar de rol van de bewaarder uit te breiden buiten de strikte bescherming van vermogensbestanddelen en de bewaarder een meer algemene controlerende rol in het kader van het functioneren van beleggingsinstellingen te geven. De Commissie is echter van mening dat voorkomen moet worden dat verschillende controlemechanismen nodeloos bovenop elkaar worden gestapeld. Beleggingsinstellingen en hun beheerders zijn reeds onderworpen aan het toezicht door de AFM. De Commissie ziet met name een taak voor een onafhankelijk opererende raad van commissarissen van de beheerder, of in voorkomend geval van de beleggingsinstelling, om te waken voor zorgvuldige naleving van de verplichtingen jegens beleggers en in het bijzonder voor een zorgvuldige omgang met tegenstrijdige belangen. De bewaarders in hun huidige opzet zijn daartoe niet uitgerust. Om een meer algemene controlerende taak te kunnen vervullen zouden bewaarders in ieder geval onafhankelijk moeten functioneren van de beheerder en de groep van ondernemingen waarvan deze uitmaakt. Dit zou in de praktijk een grote aanpassing vergen die niet in verhouding staat tot de beperkte meerwaarde die een dergelijke controle zou hebben naast het toezicht door een raad van commissarissen en het toezicht door de AFM.

5.3.4 Het afleggen van verantwoording

Een behoorlijke governance van beleggingsinstelling vraagt om een zorgvuldige verslaglegging en verantwoording. Dit begint reeds met de plicht een prospectus uit te brengen waarin de relevante aspecten van het beleggingsaanbod zorgvuldig worden

omschreven. Beleggingsinstellingen zijn verder onderworpen aan een plicht om een jaarrekening op te stellen, evenals hun beheerder. In huidige en voorgenomen regelgeving wordt weinig aandacht besteed aan de verslaggeving door beleggingsinstellingen, behalve dat zij een jaarrekening dienen op te maken, vergezeld van jaarverslag en overige gegevens, overeenkomstig titel 9 Boek 2 BW, ook indien het gaat om een beleggingsfonds zonder rechtspersoonlijkheid.

De Commissie is van mening dat in het jaarverslag van iedere beleggingsinstelling over een aantal specifieke onderwerpen in het bijzonder verantwoording behoort te worden afgelegd. Hoewel sommige van de hier bedoelde onderwerpen in het bijzonder de organisatie van de beheerder betreffen, is de Commissie van oordeel dat verantwoording moet worden afgelegd in het jaarverslag van elke afzonderlijke door een beheerder beheerde beleggingsinstelling. Beleggers in een beleggingsinstelling hebben er recht op dat verantwoording wordt afgelegd in het document dat daartoe voor die beleggingsinstelling wordt opgesteld. Het gaat om de volgende onderwerpen.

- De beheerder van de beleggingsinstelling dient in het jaarverslag van iedere door hem beheerde beleggingsinstelling een verklaring op te nemen dat de beheerder voor de beleggingsinstelling beschikt over een beschrijving van de AO/IC die voldoet aan de eisen van wet- en regelgeving en dat het systeem van AO/IC adequaat en effectief overeenkomstig die beschrijving functioneert. Indien een beleggingsmaatschappij zelf beheerder is in de zin van de Wtb nieuw, dient deze verklaring te worden afgelegd door de bestuurder van de beleggingsmaatschappij (zie paragraaf 4.3.3).
- In het jaarverslag van de beleggingsinstelling dient een verslag te worden opgenomen van de raad van commissarissen van de beheerder, of, indien sprake is van een one-tier board, van de niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur. Indien een beleggingsinstelling een eigen raad van commissarissen heeft wordt het verslag van de eigen raad van commissarissen in het jaarverslag opgenomen. In het verslag geeft de raad van commissarissen aan welke leden hij als onafhankelijk beschouwt. De raad geeft bovendien aan of de meerderheid van de commissarissen bestaat uit onafhankelijke leden of dat een compliance commissie bestaande uit uitsluitend onafhankelijke leden is ingesteld. In het verslag rapporteert de raad van commissarissen over zijn werkzaamheden in het boekjaar. Daarbij besteedt hij in het bijzonder aandacht aan zijn toezicht op de naleving door de beheerder van de toepasselijke wet- en regelgeving, het handelen in overeenstemming met het beleggingsaanbod in het prospectus, een adequate AO/IC in overeenstemming met de regelgeving en in het algemeen waarborging van het handelen van de beheerder in het belang van de beleggers van de door de beheerder beheerde beleggingsinstelling.
- In het jaarverslag van de beleggingsinstelling doet de beheerder verslag inzake het beloningsbeleid en de beloningsstructuur die de beheerder hanteert voor de portfolio managers die het vermogen van de beleggingsinstelling daadwerkelijk beheren. Het is belangrijk voor beleggers om te kunnen vaststellen of en in hoeverre de prikkels die gelegen zijn in de beloningsstructuur van de beleggers in lijn zijn met het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling. In het verslag dient tenminste aandacht te worden besteed aan de aard van de verschillende vormen van beloning die de betreffende portfoliomanagers ontvangen, de verhouding tussen de vaste en variabele beloning en de aard van de performance criteria die worden gehanteerd voor de toekenning van variabele beloning aan portfoliomanagers. Ook dient te worden aangegeven in hoeverre portfoliomanagers zelf aandelen in de beleggingsinstelling houden of aandelen houden in ondernemingen waarin de beleggingsinstelling eveneens belegt, waarbij wordt aangegeven welke procedures de beheerder hanteert om te voorkomen dat portfoliomanagers op onoorbare wijze profiteren van een kennisvoorsprong inzake de beleggingen van de beleggingsinstelling. De Commissie acht het niet noodzakelijk dat de individuele beloning van, bij voorbeeld, de vijf belangrijkste portfolio managers van de beheerder worden gepubliceerd, zoals thans in de Verenigde Staten wordt voorgeschreven. Een

dergelijk inzicht is voor beleggers niet nodig om te kunnen beoordelen of het beloningsbeleid voor portfoliomanagers in lijn is met het beleggingsbeleid van de beleggingsinstelling. Een voorschrift tot publicatie van individuele beloning van portfoliomanagers zou bijdragen aan een cultuur van "sterbeleggers" waarvan de Commissie vooral nog meer nadelen dan voordelen ziet.

- In het jaarverslag van de beleggingsinstelling legt de beheerder verantwoording af over het beleid dat de beheerder voert ten aanzien van de uitoefening van stemrecht door de beleggingsinstelling als aandeelhouder in andere ondernemingen en over de wijze waarop dat beleid in het boekjaar is uitgevoerd. Deze aanbeveling vloeit voort uit Best Practice Bepalingen IV.4.1-3 van de Corporate Governance Code, waar vergelijkbare voorschriften voor institutionele beleggers in het algemeen zijn opgenomen. De Code is niet van toepassing op niet-beursgenoteerde vennootschappen. De Commissie is van oordeel dat alle beleggingsinstellingen jegens hun beleggers verantwoording moeten afleggen omtrent het beleid dat zij voeren inzake de uitoefening van stemrecht op hun beleggingen en de wijze waarop zij dat beleid hebben uitgevoerd. De Code schrijft ook voor dat institutionele beleggers tenminste een maal per kwartaal op hun website verslag uitbrengen of en hoe zij als aandeelhouders hebben gestemd. De Commissie is van oordeel dat de beheerder van een beleggingsinstelling inzicht dient te verschaffen in de uitoefening van stemrecht in concrete gevallen maar de Commissie wenst beheerders vrijheid te laten omtrent de wijze waarop zij daaromtrent tussentijds aan beleggers wensen te rapporteren.

De Commissie is overigens van mening dat de toegankelijkheid van de door beleggingsinstellingen en hun beheerders te verschaffen informatie en verantwoording zeer zou gediend met het publiceren van gegevens op een website. De Commissie is daarom van oordeel dat iedere beheerder van beleggingsinstellingen dient te beschikken over een eigen website, waarop de beheerder alle informatie plaatst en actualiseert die de beheerder en/of de door hem beheerde beleggingsinstellingen moeten publiceren op grond van de op hen van toepassing zijnde effectenrechtelijke en vennootschapsrechtelijke wet- en regelgeving. De informatie dient, voor zover relevant, te worden gerangschikt per afzonderlijke door de beheerder beheerde beleggingsinstelling. Het adres van de website dient te worden vermeld in het prospectus en in het jaarverslag van de beleggingsinstelling.

BIJLAGE I

Samenstelling Commissie Modernisering Beleggingsinstellingen

Prof. mr. Jaap Winter (voorzitter)
Hoogleraar Internationaal Ondernemingsrecht, Universiteit van Amsterdam
Partner De Brauw Blackstone Westbroek

Mr. Harry Baeten
Voormalig voorzitter Raad van Bestuur F. Van Lanschot Bankiers N.V.

Prof. dr. Arnoud Boot
Hoogleraar Ondernemingsfinanciering en Financiële Markten, Universiteit van Amsterdam
Director Amsterdam Center for Law & Economics

Dr. Wim van den Goorbergh
Voormalig vice-voorzitter Raad van Bestuur Rabobank Nederland

Drs. Bert Heida
Voormalig lid van het Executive Committee ING Asset Management

Prof. dr. Robert van der Meer
Voormalig lid Raad van Bestuur Fortis Insurance
Hoogleraar beleggingsleer en vermogensbeheer, Rijksuniversiteit Groningen

Jhr. drs. Rijnhard van Tets
Voormalig lid Raad van Bestuur ABN AMRO

Secretariaat

Drs. Hanzo van Beusekom MBA
Hoofd Strategische Analyse, Autoriteit Financiële Markten

Drs. Carolien Heemskerk
Medewerker Strategische Analyse, Autoriteit Financiële Markten

Drs. Job de Kort RBA
Senior toezichthouder, Autoriteit Financiële Markten

BIJLAGE II

Extern belanghebbenden

De Commissie heeft tijdens haar werkzaamheden één of meerdere keren gesproken met vertegenwoordigers van de volgende organisaties:

- Dutch Fund Association (DUFAS)
- Euronext Amsterdam
- Koninklijk Nederlands Instituut van Registeraccountants (NIVRA)
- Vereniging van Effectenbezitters (VEB)
- Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen (SCGOP)
- Morningstar Nederland
- Consumentenbond
- Vereniging van Beleggingsanalisten (VBA)
- Freeland Corporate Advisors NV
- dhr. B. Smit (onafhankelijk deskundige beleggingsinstellingen)
- Verbond van Verzekeraars (VvV)
- Nederlandse Vereniging van Banken (NVB)

BIJLAGE III

Kosten-batenanalyse aanbevelingen Commissie Modernisering beleggingsinstellingen

Implementatie van de aanbevelingen van de Commissie zal in veel gevallen leiden tot een wijziging van kosten en baten voor belanghebbenden (beleggers, beheerders en beleggingsinstellingen). De Commissie is zich bewust van de noodzaak tot het verminderen van administratieve lasten. Uitgangspunt is dat de som van de baten van de aanbevelingen en de kwaliteitsverbetering die wordt gerealiseerd aantoonbaar groter is dan de som van de kosten. De inschatting van de baten en kwaliteitsverbetering is gebaseerd op doelstellingen voor een efficiënt werkende markt. Deze doelstellingen zijn: transparantie, level playing field, bescherming van beleggers, vertrouwen in de markt en adequate toegankelijkheid van de markt. De samenvatting van de analyse is hieronder weergegeven.

Het Nederlandse handelssysteem

Naar verwachting leidt implementatie van de aanbevelingen over het handelssysteem tot een aanzienlijke kostenreductie voor beleggingsinstellingen. Implementatie van de aanbevelingen om het aantal handelsmomenten met de beleggingsinstelling te beperken tot één en de verplichte beursnotering af te schaffen, zullen leiden tot kostenreductie. Daarnaast zal afschaffing van de kapitaalbelasting leiden tot een directe kostenreductie en vermindering van administratieve lasten.

De aanbevelingen over het handelssysteem leveren naar verwachting daarnaast een positieve bijdrage aan bovengenoemde markt doelstellingen. De prijsvorming zal transparanter worden. Het nieuwe handelssysteem is op hoofdlijnen gelijk aan de systemen die in andere Europese landen worden gehanteerd. Dit draagt bij tot een level playing field. De toegankelijkheid zal wellicht iets minder worden voor de beleggingsinstellingen die niet kiezen voor de mogelijkheid van continue beurshandel. Het aantal handelsmomenten zal voor participanten in deze beleggingsinstellingen beperkt zijn tot één keer per dag. Uit cijfers van Euronext blijkt dat relatief weinig beleggers gebruik maken van handel gedurende de dag. De aanbevelingen leveren een positieve bijdrage aan de bescherming van beleggers en het vertrouwen in de markt.

Transparantie kosten van beleggingsinstellingen

De aanbevelingen van de Commissie over het vergroten van de transparantie van kosten van beleggingsinstellingen zijn in grote lijnen overeenkomstig de vereisten van nieuwe wet- en regelgeving. De Commissie stelt echter enkele aanvullende maatregelen voor die gebaseerd zijn op de best practice bepalingen van IOSCO. Deze aanvullende maatregelen zorgen er bijvoorbeeld voor dat beleggingsinstellingen aanvullende informatie verschaffen over de performance fee en de transactiekosten. Dit zal leiden tot een geringe kostenstijging voor beleggingsinstellingen.

Daar staat tegenover dat deze aanbevelingen bijdragen aan het vergroten van de transparantie en het vertrouwen in de markt.

Administratieve Organisatie, Interne Controle en de externe accountant

De aanbevelingen met betrekking tot de administratieve organisatie en maatregelen van de interne controle en rol van de interne en de externe accountant brengen een geringe kostenverhoging met zich mee. De beheerder van de beleggingsinstelling dient een verklaring af te leggen dat hij voor de beleggingsinstelling beschikt over een adequate AO/IC, die voldoet aan de vereisten van wet- en regelgeving. Deze aanbevelingen brengen echter ook een kostenverlaging met zich mee. Aan de externe accountant die de jaarrekening controleert wordt gevraagd om in zijn management letter te vermelden in hoeverre hij bij zijn controlewerkzaamheden de AO/IC heeft onderzocht. Dit leidt tot efficiënter toezicht door de AFM, aangezien zij nu meer kan steunen op de werkzaamheden van de externe accountant.

Governance van beleggingsinstellingen

De Commissie beveelt aan dat iedere beheerder van een beleggingsinstelling een voldoende onafhankelijke raad van commissarissen heeft. Verder beveelt de Commissie aan om aandeelhouders een aantal kernbevoegdheden te verschaffen, zoals de bevoegdheid om de

accountant te benoemen en bij closed end beleggingsinstellingen om de beheerder en/of de bewaarder te kunnen ontslaan. Beleggers moeten bovendien altijd hun stemrecht kunnen uitoefenen in de aandeelhoudersvergadering. Tenslotte beveelt de Commissie op een aantal punten uitgebreidere publieke verantwoording door de beleggingsinstelling aan. Met name de eerstgenoemde aanbeveling zal leiden tot een kostenstijging voor beheerders van beleggingsinstellingen en beleggingsmaatschappijen (die zelf beheerder zijn), die nu nog niet beschikken over een raad van commissarissen Uitgedrukt als percentage van het beheerd vermogen zijn deze kostenstijgingen zeer beperkt en zullen maximaal enkele basispunten bedragen.

De Commissie verwacht van deze aanbevelingen een grote kwaliteitsverbetering. Implementatie zal zeer positief bijdragen aan: het vervullen van de trustee functie binnen de beleggingsinstelling en daarmee de bescherming van beleggers. Voorts zal het verslag van de raad van commissarissen in het jaarverslag en de uitgebreidere publieke verantwoording door de beleggingsinstelling positief bijdragen aan transparantie over het functioneren van de beleggingsinstelling. Beide effecten zullen op hun beurt bijdragen aan het vertrouwen in de markt.

Samenvattend stelt de Commissie dat de som van de baten en kwaliteitsverbetering door implementatie van de aanbevelingen aantoonbaar groter zullen zijn dan de kosten. Daarnaast zullen de administratieve lasten voor marktpartijen als gevolg van de aanbevelingen slechts gering toenemen. De Commissie verwacht dat het risico dat belangen van beleggers worden geschaad en het vertrouwen in de markt wordt geschaad sterk zullen afnemen. Hiermee zullen eveneens de kosten van het repareren van tekortkomingen (onder meer als gevolg van maatregelen van de toezichthouder), het reputatierisico voor beleggingsinstellingen en de toezichtkosten op termijn kunnen dalen.