AFM

Het ministerie van Financiën
De minister van Financiën
Korte Voorhout 7
Postbus 20201
2500 EE DEN HAAG

Datum	13 september 2012
Ons kenmerk	MTG-FRo-12081173
Pagina	1 van 12
Betreft	Wetgevingsbrief 2012

Geachte heer De Jager,

Graag maken wij ook dit jaar gebruik van de mogelijkheid U en de minister van Veiligheid en Justitie te attenderen op aandachts- of knelpunten in wet- en regelgeving. Deze aandachts- of knelpunten signaleren wij in de praktijk van ons toezicht op de financiële markten. Het betreft punten die de uitoefening van ons toezicht belemmeren dan wel minder efficiënt maken.

Wij willen allereerst onze waardering uitspreken voor de wijze waarop het ministerie van Financiën het afgelopen jaar een groot aantal van de in 2010 en 2011 geconstateerde knelpunten heeft opgepakt. Mede naar aanleiding daarvan is regelgeving op het gebied van het productontwikkelingsproces, de toetsing op geschiktheid van beleidsbepalers en commissarissen, transparantie bij hypothecair krediet, vakbekwaamheid van – en het provisieverbod voor – financieel dienstverleners tot stand gebracht.

Een aantal van de knelpunten die wij signaleren, is onderwerp van regelgeving die in internationaal verband ontwikkeld wordt. De regelgeving voor kapitaalmarkten wordt al gedomineerd door Europese regels. De komende jaren zal ook de regelgeving voor de retail sector in toenemende mate van Europese herkomst zijn. De in deze wetgevingsbrief genoemde knelpunten hebben daarom niet alleen betrekking op regels met een nationale herkomst, maar ook op de uitkomst van de (toekomstige) implementatie van Europese regels.

Deze wetgevingsbrief bestaat uit drie delen en een bijlage. In het eerste deel gaan wij in op de huidige ontwikkelingen in de financiële sector, de stabiliteitsvragen die daarmee samenhangen en de opdrachten die deze vragen ook voor een gedragstoezichthouder meebrengen. In het tweede deel gaan wij in op de belangrijkste ontwikkelingen in Europese wet- en regelgeving. Wij schetsen daarbij de ambities en zorgen van de AFM met betrekking tot specifieke Europese wetgevingsprojecten. Tot slot zetten wij onze wetgevingswensen uiteen voor de komende nationale wetgevingstrajecten en actuele onderwerpen waarover met Uw ministerie en het ministerie

van Veiligheid en Justitie overleg plaatsvindt. De bijlage bevat een nadere toelichting op de nationale wetgevingswensen van de AFM.

I Belangrijke ontwikkelingen in het financiële landschap

Het gedragstoezicht van de AFM op de financiële markten richt zich op het zoveel mogelijk waarborgen van ordelijke en transparante marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en een zorgvuldige behandeling van cliënten. Sinds de financiële crisis van 2007/2008 is pijnlijk zichtbaar geworden dat deze doelstellingen in de financiële sector onder druk staan. Deze crisis heeft laten zien dat enorme systeemrisico's (kunnen) voortkomen uit complexiteiten in de markt en een gebrek aan transparantie daarvan, uit onjuiste inschattingen van risico's en onzekerheden door marktpartijen, uit de ongeziene opbouw van risico's in de markt en uit de internationale verwevenheid van financiële markten en andere financiële infrastructuur. De risico's blijven niet tot de professionele markt beperkt, maar spoelen door naar de consumentenmarkt. Omgekeerd beïnvloeden risico's op de retailmarkt de soliditeit van financiële ondernemingen en daarmee ook de omstandigheden op de professionele markt. Een voorbeeld daarvan zijn de massaclaims van gedupeerde klanten. De kapitaalmarkt kan in extreme omstandigheden niet meer efficiënt voldoen aan de meest fundamentele functies; de allocatie van kapitaal, de verdeling van risico's, de waardering en prijsvorming van activa en de verschaffing van liquiditeit.

De financiële crisis dwingt er eens te meer toe dat ook een gedragstoezichthouder zich vergewist van de toereikendheid en effectiviteit van zijn eigen taakopvatting en werkinrichting. Bovendien dwingt de financiële crisis tot het signaleren van wettelijke of andere beperkingen die mogelijkheden om effectief toezicht uit te oefenen begrenzen, als daar – gegeven de taakopdracht van de AFM – aanleiding toe is. Deze reflectie is steeds actueel, zeker waar sprake is van telkens nieuwe ontwikkelingen en financiële innovaties. Te denken valt ook aan nieuw in de markt optredende of toenemende risico's, aan onderscheiden micro- en macroconsequenties van de proliferatie van vaak complexe producten, aan het veranderende gedrag van marktpartijen.
Ook de internationale organisatie van effectentoezichthouders IOSCO heeft als reactie op de financiële crisis haar kernprincipes herzien en aangepast. Eén van deze principes stelt dat de toezichthouder de toereikendheid van het eigen mandaat continu dient te evalueren. Deze evaluatie van het toezichtmandaat ziet ook op het in overweging nemen van de effectiviteit van bestaande regulering en op de noodzaak om deze aan te passen als nieuwe marktontwikkelingen hierom vragen.

In algemene zin komt het de AFM wenselijk voor haar taakopdracht, zoals verwoord in artikel 1:25 Wft, mede te plaatsen in het licht van de bijdrage die gedragstoezicht kan en behoort te bieden aan de bevordering van financiële stabiliteit. Er kan zodoende geen misverstand bestaan over de aan de toezichthouder gegeven verantwoordelijkheden om de bevoegdheden, als dat geboden is, mede voor dat doel in te zetten.
We dragen vanuit dat perspectief ook graag bij aan de werkzaamheden van het door U ingestelde Financieel Stabiliteitscomité (FSC). Het FSC kan de ontwikkelingen en bedreigingen in de financiële sector zowel vanuit prudentieel als vanuit markt- en gedragsoogpunt monitoren en beoordelen.
In het kader van financiële stabiliteit focust de AFM op systeemrisico's, voor zover deze in het aandachtsgebied van de gedragstoezichthouder horen (en complementair zijn aan die van de prudentieel toezichthouder). Deze

liggen in de sfeer van de gedragingen van marktpartijen, in die van de complexiteiten en het gebrek aan transparantie van de financiële producten en in de ordelijke werking en stabiliteit van de financiële infrastructuur waarbinnen de handel plaatsvindt. Hierbij kan bijvoorbeeld worden gedacht aan de 'mis-selling' van financiële producten met massaschades en -claims (met ook prudentiële risico's) als gevolg, aan te complexe synthetische 'trackers', aan onvoldoende kennis van derivaten bij semiprofessionele marktpartijen en aan verstoringen van het handelsverkeer door tekortschietende interne beheersingsmaatregelen van handelsplatformen of onvoldoende harmonisatie van de eisen die hieraan gesteld worden.

In reactie op de in de crisis gebleken tekortkomingen van regulering en toezichtarrangementen, zijn veel maatregelen aangekondigd. Een substantieel deel van de regelgeving moet nog tot stand worden gebracht. Veel van deze regelgeving wordt of is voorbereid door inter- of supranationale organisaties, zoals de Financial Stability Board (FSB), de Europese Commissie (EC) of de European Securities and Markets Authority (ESMA). Er is internationale regelgeving nodig omdat financiële markten en hun problemen ook internationaal van aard zijn. De problemen die de wetgeving probeert op te lossen zijn complex. Het risico is dat deze complexiteit – in combinatie met de ingewikkelde en langdurige overleg- en onderhandelingsprocessen waarlangs wetgeving tot stand komt – uiteindelijk leidt tot een ineffectief stelsel van regelgeving dat uit zijn voegen barst. Een fijnmazig stelsel van ge- en verboden of van wetgeving met veel gesloten gedragsnormen, dat steeds moeilijker toegankelijk wordt voor marktpartijen.
De AFM is evenzeer bedacht voor de risico's van onbedoelde bijwerkingen van nieuwe wet- en regelgeving, en van tegenstrijdigheden daarin. Het risico bestaat dat dit uiteindelijk de efficiënte werking van markten bedreigt en dat de markt haar functies ten behoeve van de reële economie in het belang van professionele partijen en consumenten niet meer effectief kan vervullen.
In internationaal verband moet worden nagedacht over een effectieve oplossing. De AFM is in principe voorstander van open normen in de wet- en regelgeving en van een financieel stelsel dat mede berust op door instellingen genomen eigen verantwoordelijkheden. De huidige crisis toont echter aan dat er altijd aandacht nodig is voor weloverwogen begrenzingen aan de vrije marktwerking en de impact van risico's op financiële markten. We stellen ons voor dat dit vraagt om eenvoudiger en doeltreffende regulering die een antwoord biedt op marktimperfecties. Dat zal waarschijnlijk alleen mogelijk zijn als deze regulering dieper ingrijpt in de structuur van de markt. Vanuit Nederland is het daarom wenselijk een debat op gang te brengen over de vraag wat effectieve regelgeving is, in samenhang met de gestarte politieke discussie over een duurzaam stabiele financiële sector.

Tot slot memoreert de AFM dat, onder invloed van de schuldencrisis in perifeer Europa, aan een centralisatie van het toezicht op de banken in Europa gedacht wordt. Het is nog veel te vroeg om vast te stellen tot welke wijzigingen in verantwoordelijkheden en bevoegdheden in regulering en financieel toezicht dat zal kunnen leiden. Wel is duidelijk dat een en ander de balans tussen het prudentieel toezicht en het gedragstoezicht (en de verhouding met het toezicht op verzekeraars of andere beleggingsondernemingen dan banken) in Nederland zal kunnen beïnvloeden. De AFM volgt deze ontwikkelingen nauwgezet. Als wij daartoe aanleiding zien, zullen wij U in de nabije toekomst graag adviseren over de in Europa wenselijk te achten verdere ontwikkeling van het gedragstoezicht op de banken, al was het maar omdat ook het gedragstoezicht instrumenteel is voor het mitigeren van stabiliteits- en systeemrisico's op de financiële markt, zoals hierboven uiteengezet.

II Europese wet- en regelgeving

Marktpartijen hebben hun gedrag sinds de crisis aangepast aan hun ervaringen en nieuwe inzichten. Toch is de conclusie onontkoombaar dat regulering en toezicht moeten worden herzien en op specifieke gebieden geïntensiveerd. De intensivering en uitbreiding van regelgeving vinden overwegend plaats op Europees niveau. Dit raakt ook regulering van de retail sector die voorheen vooral nationaal kon worden bepaald. De AFM, DNB en het ministerie hebben dan ook een gezamenlijk belang om ervoor te zorgen dat Europese wetgevingstrajecten tot goede effectieve uitkomsten leiden.

De AFM signaleert dat er steeds meer directe werking van regelgeving vanuit Europa komt en dat de Commissie een sterke wens heeft om zoveel mogelijk te zorgen voor maximum harmonisatie. Daardoor kunnen lidstaten niet afwijken van wat is bepaald in Europese regelgeving. Harmonisatie van regelgeving is veelal in het belang van Nederland omdat deze bijdraagt aan een gelijk speelveld.
Echter, lokale markten verschillen soms sterk van elkaar; harmonisatie is dan op bepaalde onderdelen niet opportuun. Het kan dan ook belangrijk zijn het principe van maximum harmonisatie om te zetten naar minimum harmonisatie (zoals bijvoorbeeld lijkt te gebeuren bij het provisieverbod in de MiFID). Daarnaast is het van belang dat, waar Nederland voorop loopt op andere lidstaten, wij onze inzichten delen en uitdragen. Zo kunnen wij zorg dragen voor goede Europese regelgeving die niet achterloopt op wat in Nederland reeds een goede praktijk is dan wel gewenst wordt geacht. De AFM is ook op de hoogte van het voornemen van Uw ministerie om bij de toekomstige implementatie van Europese regelgeving meer gebruik te maken van de systematiek van het dynamisch verwijzen. De wetgever verwijst alsdan in de tekst van de implementatieregeling rechtstreeks naar de tekst van de Europese bepaling. Dit onderstreept te meer het belang om in te zetten op de Europese wetgevingskwaliteit en op overzichtelijkheid van de nationale regelgeving.

Uw ministerie vervult een belangrijke rol in de beïnvloeding en (bij)sturing van Europese wet- en regelgeving uit Brussel. Wij zijn daarbij actief betrokken. Het gaat om een veelheid van onderwerpen. Belangrijke ontwikkelingen voor de AFM spelen op het gebied van handel buiten de beurs ('over the counter') en de afwikkeling en registratie van die transacties, met betrekking tot de inrichting van zogenaamde fail-safe systemen van de gereguleerde handelsplatformen, transparantie- en distributievereisten aan complexe producten (zoals beleggingsverzekeringen of bankspaarhypotheken), de vormgeving van een geharmoniseerd provisieverbod en de regulering van financiële ondernemingen in de zogeheten 'shadow banking' sector (zoals hedge funds of private equity fondsen).
Wij bereiden ons ook voor op een goede uitvoering van internationaal overeengekomen taken die als gevolg van die regelgeving bij de AFM zullen landen (zoals de short sell regels en onderdelen van de gewijzigde MiFID, EMIR, MAD of AIFM-richtlijn). In dit kader draagt de AFM bij door deelname aan werkgroepen via European Supervisory Authorities (ESAs). Daarnaast adviseren wij de wetgever bij de uitwerking in lagere regelgeving.
Gezien het belang van Europese regelgeving voor de toekomst van het toezicht, schetsen we hieronder de ambities en zorgen van de AFM voor de belangrijkste Europese trajecten die van invloed zijn op – en bijdragen aan – het toezicht van de AFM.

MiFID II en marktmisbruikregelgeving (MAR en MAD)
MiFID II en marktmisbruikwetgeving zullen grote impact hebben op de (eerlijke en efficiënte werking van de) kapitaalmarkten en het toezicht van de AFM. MiFID II betreft de herziening van de geldende Europese regels voor kapitaalmarkten en van gedragsregels voor beleggingsondernemingen, onder andere naar aanleiding van de lessen van de financiële crisis. De herziening moet financiële markten efficiënter, transparanter en robuuster maken. MAR en MAD zien, in aanvulling daarop, specifiek op het voorkomen van marktmisbruik.
De regelgeving wordt hier steeds meer Europees bepaald, waardoor de nationale beleidsruimte steeds kleiner wordt. De AFM heeft om die reden hoge ambities op het gebied van bepalingen in de MiFID die zien op het provisieverbod voor beleggingsdienstverlening, bevoegdheden voor toezichthouders, publicatieregimes voor sancties, concurrentie in de clearing markt en het regelgevend kader voor algoritmische handel en handelsplatformen. Binnen beide wetgevingstrajecten worden verder bepalingen ontwikkeld die specifiek zien op de goede werking en integriteit van de markten voor grondstofderivaten. Belangrijke onderdelen daarvan zijn een regime voor positierapportage, -management en -limieten. Het gaat ook om regelgeving over (handel met) voorwetenschap en manipulatie via spotmarkten voor grondstoffen.
De AFM heeft tegelijkertijd zorgen die zien op onderzoeksbevoegdheden en illegaal manipulatief gedrag. De Europese Commissie heeft voorgesteld om de onderzoeksbevoegdheden op het gebied van MiFID en MAD sterk in te perken. Het gaat hierbij om bestaande mogelijkheden voor toezichthouders om, naar gelegitimeerde aanleiding (zoals verdenking van het niet zorgvuldig naleven van *best execution* verplichtingen of het handelen met voorkennis), gebruik te kunnen maken van opnames van cliëntgesprekken die beleggingsondernemingen zelf maken, of de inhoud van dataverkeer (zoals e-mails) in te kunnen zien. Inperking van de onderzoeksbevoegdheden zou een belangrijke achteruitgang betekenen in de effectiviteit van het toezicht op marktmisbruik.
Tegelijkertijd is vastgesteld dat belangrijke financiële benchmarks zoals de rentestanden die banken aan elkaar berekenen en die de waarde van een enorm aantal financiële contracten direct beïnvloeden (zoals Libor of Euribor) niet onder de marktmisbruikwetgeving vallen. Er is door de Europese Commissie een voorstel gedaan om dit alsnog in de MAR en MAD te regelen.
De AFM is verheugd over het feit dat de minister zich in Europees verband sterk maakt voor aanpassing en verbetering van deze regels en heeft er vertrouwen in dat het ministerie op Europees niveau sterk zal blijven inzetten op het voorkomen van de dreigende inperking van onderzoeksbevoegdheden.

Alternative Investment Fund Managers Richtlijn (AIFM-richtlijn)
De AIFM-richtlijn zal grote verandering brengen in de markt voor beleggingsinstellingen en het toezicht daarop. Deze regelgeving treedt per 22 juli 2013 in werking en beoogt de totstandbrenging van een interne markt voor alle beheerders van (alternatieve) beleggingsinstellingen en een geharmoniseerd regelgevings- en toezichtskader voor de werkzaamheden van deze beheerders binnen de EU. Het nieuwe toezichtkader heeft tot doel systeemrisico's die door het gedrag van grote fondsen kunnen worden verspreid of versterkt (en de gevolgen ervan voor beleggers en markten) op een samenhangende wijze aan te pakken. De AFM bereidt zich hierop voor. Daarbij signaleert de AFM dat de reikwijdte van de richtlijn ruim is en veel ruimte biedt voor interpretaties. Het is derhalve voor alle belanghebbenden van belang dat lidstaten zich sterk maken om vanuit Brussel meer duidelijkheid te krijgen om daadwerkelijk een geharmoniseerd regelgevings- en toezichtskader te bewerkstelligen.

Herziening Transparantierichtlijn, Packaged Retail Investment Products Verordening (PRIPs) en Insurance Mediation Directive (IMD)

De Herziening Transparantierichtlijn en PRIPs zien beide op transparantie en informatieverstrekking aan de belegger. De Herziening Transparantierichtlijn ziet op openbaarmaking van informatie over uitgevende instellingen en concentreert zich met name op grotere harmonisatie van notificatieverplichtingen. PRIPs ziet op meer transparantie en vergelijkbaarheid van verpakte beleggingsproducten. De IMD ziet met name op gedragsvoorschriften voor verzekeringstussenpersonen en verzekeraars op het gebied van transparantie en advisering, waaronder passende advisering.

De AFM steunt deze initiatieven van de Europese Commissie, maar ziet wat PRIPs betreft enkele belangrijke uitdagingen. Deze uitdagingen zijn gerelateerd aan de grote verscheidenheid aan producten waarvoor de precontractuele informatieplicht zal gelden in samenhang met de complexiteit van de technische uitvoering (de nog uit te werken risicowegingen en methodologieën). Het uiteindelijke doel hiervan is de producten onderling vergelijkbaar te maken. De input van de AFM ten aanzien van PRIPS zal inhoudelijk zien op de verbetering van de begrijpelijkheid en vergelijkbaarheid van de precontractuele informatie (los van de reikwijdte). Wat betreft IMD zal onze input zien op de versterking van consumentenbescherming op Europees niveau. De AFM hoopt dat de ingebrachte inzichten het ministerie kunnen ondersteunen in de onderhandelingen die hierop volgen.

EMIR - en CSD Verordeningen

De EMIR-Verordening en CSD-Verordening zullen rechtstreekse werking hebben in Nederland. De komst van deze regelgeving zorgt voor een geharmoniseerd kader voor de Europese markt voor het afwikkelen van effectentransacties. EMIR-Verordening zorgt voor Europees toezicht op centrale tegenpartijen, verplicht dat gestandaardiseerde derivatentransacties centraal worden *gecleared*, stelt extra eisen aan het bilateraal clearen van transacties en zorgt voor het inzichtelijk maken van posities in derivatencontracten (hiervoor moeten alle derivatentransacties worden gemeld aan de trade repository). De CSD-verordening ziet op regulering van de settlement van transacties en brengt *central securities depositories* (csd's) onder Europees toezicht, een belangrijke rol die in Nederland door Euroclear Nederland wordt ingevuld.

De AFM onderschrijft voor beide verordeningen de grotere nadruk op eisen met betrekking tot risicomanagement voor deze aanbieders van (verschillende onderdelen van) de financiële infrastructuur. De EMIR-Verordening is onlangs in werking getreden. De taken die uit de EMIR-Verordening volgen worden thans toegedeeld aan de (nationale) toezichthouders. Momenteel vindt hierover een constructieve dialoog plaats met Uw ministerie.

Short sell Verordening

De verordening inzake short selling, die eind 2012 in werking treedt, brengt een Europees raamwerk voor short sell maatregelen tot stand. Ook deze verordening zal rechtstreekse werking in alle lidstaten hebben. Er is in deze context een aantal aanverwante onderwerpen die additioneel in de Nederlandse wet- en regelgeving geregeld dienen te worden. Momenteel wordt in goed overleg met Uw ministerie de sanctionering van de overtreding van bepalingen bij of krachtens de verordening alsmede de aanwijzing van de AFM als bevoegde autoriteit in de wetgeving voorbereid.

III Nationale wetgevingswensen

De AFM ziet ook in de nationale wetgeving aandachtspunten die de mogelijkheden van de AFM onnodig lijken te beperken om ten aanzien van marktgedrag, transparantie of de ordelijke werking van financiële infrastructuur effectief op te treden. Het gaat daarbij om risico's in de markt die de AFM op dit moment niet, of niet effectief kan aanpakken. Ook gaat het om praktische knelpunten die aan effectief toezicht in de weg staan. Waar dat aangewezen lijkt, worden de belangrijkste aandachtspunten in de volgende opsomming van mogelijke verbeteringen van wetgeving meegenomen. Voor de technische uitwerking van deze punten verwijzen wij naar de bijlage van deze brief. Tot slot wordt kort ingegaan op belangrijke actuele onderwerpen waarover de AFM met het ministerie in overleg is getreden en waaruit in de toekomst wellicht concrete wetgevingswensen uit kunnen voortvloeien.

1. Financiële stabiliteit

De financiële crisis heeft aangetoond dat op macroniveau systeemrisico's voortkomen uit een gebrek aan transparantie over opbouw van risico's, de verwevenheid van financiële markten, de inrichting van infrastructuur en het gedrag van instellingen en investeerders. Deze kunnen leiden tot instabiliteit.
Met deze wetenschap zijn reeds de eerste aanzetten gedaan tot oprichting van het Financieel Stabiliteitscomité. Het komt de AFM wenselijk voor haar algehele taakopdracht, zoals verwoord in artikel 1:25 Wft, mede te plaatsen in het licht van de bijdrage die gedragstoezicht kan en behoort te bieden aan de bevordering van financiële stabiliteit. Het ministerie heeft daartoe een voorstel gedaan.
De voorgestelde wijziging is gebaseerd op de belangrijke notie dat het markt- en gedragstoezicht van belang is voor de financiële stabiliteit. Hieraan leveren ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten een belangrijke bijdrage. De AFM omarmt de voorgestelde wijziging zoals hiervoor is beschreven. Tevens sluit de wijziging goed aan op de nationale en internationale institutionele vormgeving. Nationaal vanwege de oprichting van het Financieel Stabiliteitscomité. Internationaal in elk geval gezien het Europees Systeem voor Financieel Toezicht, waarbinnen stabiliteit eveneens een belangrijk aandachtspunt vormt.

2. Versterking toezicht financiële verslaggeving

De AFM ziet onder meer toe op eerlijke en efficiënte marktwerking door het bevorderen van de kwaliteit van informatieverstrekking aan de belegger en daarmee de vergroting van transparantie. De wetgeving op het gebied van financiële verslaggeving draagt bij aan deze missie. Sinds de invoering van de Wet toezicht financiële verslaggeving en de implementatie van de Transparantierichtlijn is, onder meer naar aanleiding van alle recente gebeurtenissen in de financiële sector, het belang van gedegen toezicht op de financiële verslaggeving van effecten uitgevende instellingen alleen maar groter geworden.

De afgelopen jaren heeft de AFM een aantal wensen aangedragen op het gebied van financiële verslaggeving. Met betrekking tot de wensen die de AFM vorig jaar naar voren heeft gebracht, heeft U aangegeven in afwachting te zijn van de reacties van Eerste en Tweede Kamer. De AFM blijft graag met U in gesprek over de uitwerking van deze onderwerpen in wet- en regelgeving.

De AFM ziet daarnaast nog een aantal beperkingen in de huidige wetgeving die transparantie naar beleggers belemmeren, onder meer op het gebied van beloningen, failliete instellingen en ten aanzien van de plicht om beleggers te informeren in geval van wijzigingen en bepaalde gebeurtenissen. Daarnaast zien wij mogelijkheden tot verbetering op het gebied van verwijzing naar IFRS regels en het afdwingen van aanbevelingen bij de Ondernemingskamer. Hieronder gaan wij in op deze punten.

In de markt wordt, mede ingegeven door de crisis, meer en meer belang gehecht aan transparante informatie in de jaarrekening over de beloning van bestuurders en commissarissen. Het gaat dan met name over de op aandelen gebaseerde beloningen zoals opties. De AFM signaleert dat niet alle ondernemingen een beloning in de vorm van op aandelen gebaseerde beloningen transparant maken. Hierdoor wordt voor de belegger niet inzichtelijk hoeveel een bestuurder of commissaris in totaal ontvangt aan salaris en (alle soorten) beloningen. Ook de vergelijkbaarheid met andere ondernemingen wordt daardoor ernstig beperkt. De AFM verzoekt Uw ministerie en het ministerie van Veiligheid en Justitie daarom expliciet te maken dat beloningen die gebaseerd zijn op aandelen onder de transparantieverplichting van 2:383c BW vallen. Zo krijgt de belegger een beter inzicht in de omvang en samenstelling van het totaalbedrag dat wordt uitgekeerd aan een bestuurder of commissaris.

Het toezicht op jaarrekeningen van (inmiddels) failliete beursgenoteerde ondernemingen wordt belemmerd doordat in de Faillissementswet een wettelijke verplichting ontbreekt voor een curator om aan een verzoek van de AFM mee te werken. Het is in het belang van gedegen toezicht dat de AFM een toelichting van de curator ontvangt. Immers, uit wetenschappelijk onderzoek[1] blijkt dat een onderneming voorafgaande aan een eventuele surseance of faillissement geneigd kan zijn de cijfers rooskleuriger voor te stellen dan ze in werkelijkheid zijn. Gebruikers van de jaarrekening zijn dan mogelijk op het verkeerde been gezet. Daarenboven is de onderneming zelf nog steeds beursgenoteerd en dient zij nog te voldoen aan de wettelijke verplichtingen, waaronder het opstellen van de jaarrekening. De onderneming en de beursnotering kunnen immers nog jaren voortbestaan. De beleggers en andere belanghebbenden zijn dan ook nog steeds gebaat bij verkrijgen van tijdige en correcte informatie. De AFM pleit daarom voor een wettelijke verplichting voor de curator tot meewerken aan een verzoek van de AFM.

De AFM pleit voor een verplichting voor een onderneming om de gebruiker op een eenduidige en duidelijke manier te informeren over wijzigingen in de jaarrekening nadat deze is opgemaakt en goedgekeurd. De gebruiker wordt daardoor geattendeerd op wijzigingen of gebeurtenissen die betrekking hebben op de financiële verslaggeving. Dit voorkomt informatieasymmetrie tussen gebruikers onderling en tussen de gebruiker en onderneming.

[1] Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. Accounting Horizons, 13(4), 365-84

De AFM signaleert dat in artikel 2:362 lid 9 BW enkele bepalingen uit Titel 9 BW2 niet van toepassing zijn verklaard bij toepassing van IFRS in de financiële verslaggeving. De onvolkomenheden en inconsistenties leiden tot rechtsonzekerheid en onduidelijkheid in de markt. Dit draagt niet bij aan een level playing field tussen marktpartijen. Voor een gedegen uitvoering van het toezicht is verder gewenst dat er een mogelijkheid komt om de Ondernemingskamer te verzoeken om een bevel te geven aan een in Nederland opgerichte uitgevende instelling om een aanbeveling van de AFM ten aanzien van jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving na te leven. Deze mogelijkheid bestaat wel voor niet in Nederland opgerichte uitgevende instellingen. De AFM verzoekt het ministerie om deze aanpassingen in het wetgevingsproces mee te nemen.

Bovenstaande punten worden in de bijlage nader toegelicht. Verder gaan wij in deze bijlage nader in op een aantal overige wetgevingswensen ter versterking van het toezicht op financiële verslaggeving.

3. Toezien op het juist informeren van beleggers en consumenten

Beleggers en consumenten moeten er op kunnen vertrouwen dat informatie hen tijdig bereikt. Om informatie te kunnen vergelijken, om zich een oordeel te vormen en om weloverwogen beslissingen te kunnen nemen. Daarnaast dient informatie afgestemd te zijn op de behoefte van de consument of belegger. In deze context heeft de AFM een aantal knelpunten gesignaleerd in de wet.

De AFM ziet dat bepaalde marktpartijen zich steeds meer beroepen op vrijstellingen in het Burgerlijk Wetboek (BW), die zien op de controle van de jaarrekening door een accountant. Het BW bevat bepalingen op grond waarvan kleine en middelgrote beheerders, bewaarders en beleggingsondernemingen zijn vrijgesteld van de verplichting hun jaarrekening door een accountant te laten controleren en een goedkeurende verklaring te overleggen. De AFM vindt deze vrijstellingen zorgelijk omdat deze ondernemingen meerdere fondsen beheren, voor meerdere fondsen de bewaarfunctie uitoefenen of voor veel beleggers het vermogen beheren. Vaak is er vanwege de grootte van de instellingen geen interne accountant en dus geen onafhankelijke controle op de boekhouding. Controle op de jaarrekening is van belang voor het toezicht door de AFM en DNB maar ook in het belang van de belegger. De AFM verzoekt U en de minister van Veiligheid en Justitie daarom de wet aan te passen zodat deze ondernemingen zich niet meer op de vrijstelling kunnen beroepen.

De AFM signaleert twee beperkingen in de sfeer van openbare biedingen. De biedingsregels kennen in de eerste plaats geen uiterste termijn waarbinnen een bieder een aangekondigd openbaar bod daadwerkelijk moet uitbrengen. Het ontbreken van een uiterste datum voor het uitbrengen van een openbaar bod kan ertoe leiden dat een bieder die een verplicht bod liever niet wil uitbrengen, het proces kan vertragen en uitstellen door onvolledige of onjuiste documentatie naar de AFM te sturen. Dergelijke documentatie kan de AFM niet goedkeuren waardoor het bod niet kan worden uitgebracht, terwijl de bieder hiertoe wel verplicht is. De markt wordt hierdoor te lang in onzekerheid gehouden over de vraag of een openbaar bod nu wel of niet wordt uitgebracht. Dit voedt speculatie, wat allerlei onwenselijke gevolgen voor de koersen kan hebben en het handelen van beleggers op de markt beïnvloedt. Daarbij is het ook voor een doelvennootschap van belang dat een openbaar bod niet te lang 'boven de markt' blijft hangen omdat dit de bedrijfsvoering belemmert.
Ten tweede is er in de markt onvoldoende duidelijkheid over de berekeningswijze die de Ondernemingskamer

hanteert om een verplicht bod uit te brengen.[2] Hierdoor weten grote beleggers die 30% houden mogelijk niet dat zij 30% houden en een persbericht moeten publiceren. Gevolg is dat de minderheidsaandeelhouders in het betreffende fonds er niet van op de hoogte zijn dat er een aandeelhouder is die, omdat hij 30% houdt, een verplicht bod zou moeten uitbrengen. De belangen van de minderheidsaandeelhouders worden in deze gevallen mogelijk onvoldoende gewaarborgd. De AFM heeft in dit geval geen rol ter waarborging van dergelijke transparantie.
De AFM vindt bovenstaande situaties onwenselijk en verzoekt Uw ministerie om een uiterste termijn van bijvoorbeeld 12 weken voor het uitbrengen van een verplicht bod te introduceren, met de mogelijkheid een boete op te leggen. Daarnaast ziet zij een rol weggelegd in het bevorderen van transparantie over de 30% drempel en treedt hierover graag in gesprek.

Recent is ook de dienstverlening aan - en de professionaliteit van - de professionele belegger onder de aandacht gekomen door financiële debacles in de (semi-)publieke sector. Gebleken is dat er een grote diversiteit aan publieke en andere 'professionele' beleggers is die bereid zijn geweest om in complexe financiële producten te stappen. Daarbij is het de vraag of deze partijen in staat zijn geweest de risico's te doorzien. Onder professionele beleggers die complexe producten of diensten hebben afgenomen is een groot verschil in de mate van professionaliteit op het gebied van governance, kennis, expertise en ervaring met deze producten.
De AFM zal voor deze gevallen haar huidige toezichtinstrumentarium effectief inzetten. In het verlengde hiervan signaleert de AFM dat het toezicht op de dienstverlening van bepaalde beleggingsondernemingen aan professionele partijen wordt belemmerd door de wijze waarop artikel 2 (d) MiFID geïmplementeerd is. Dit heeft geleid tot een omissie in artikel 1:18 (h) Wft. Hierdoor bestaat discussie over de beschermingsregels ten aanzien van de professionele belegger, waaronder de zorgvuldigheidsnorm uit 4:90 Wft. Deze norm verplicht de beleggingsonderneming bepaalde zorgvuldigheid in acht te nemen ten opzichte van haar cliënten. De AFM verzoekt daarom om aanpassing van de Wft om discussie op dit punt uit te sluiten.

Wij zien een aantal knelpunten die informatieverstrekking aan de consument belemmeren en waar aanpassing van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) wenselijk is. De AFM zou bijvoorbeeld de consument willen waarschuwen bij geconstateerde overtredingen van de Whc. Het gaat in dergelijke situaties om aanbieders van een financiële dienst of effecten die grote sommen geld ophalen bij consumenten en die zich schuldig maken aan oplichting, valsheid in geschrifte of verduistering. Tot slot zou de AFM aanbieders van sms- of e-maildiensten voor handelssignalen willen aanpakken op misleidende reclame, waaronder het adverteren met onwerkelijke, zeer hoge rendementen.

4. Overige wensen

De AFM heeft het ministerie verzocht een aantal belangrijke wijzigingen voor te bereiden op het gebied van vermogensscheiding en aanpassingen te maken om de slagvaardigheid van de AFM te vergroten. Het gaat bij vermogensscheiding ten eerste om de wettelijke verankering hiervan voor derivaten – mede in het licht van de vermogensscheidings-verplichtingen die de EMIR-Verordening voorschrijft – waarbij de AFM, DNB en het ministerie samenwerken om dit te bewerkstelligen. Ook pleit de AFM voor het verder waarborgen van het

[2] Deze berekeningswijze wijkt af van de berekeningsmethode voor de melding van substantiële belangen, dat onder toezicht van de AFM valt.

vermogensscheidings-raamwerk voor beleggingsinstellingen, ook gezien de veranderingen die de AIFM-richtlijn meebrengt. De AFM adviseert het ministerie over wat nodig is om onze zorgen te adresseren.
Daarenboven ziet de AFM risico's of knelpunten die in de sfeer liggen van onze eigen slagvaardigheid. Deze punten spelen op het terrein van incassorecht en bewaartermijnen voor financieel dienstverleners, vermeldingen in Wet op de economische delicten (WED) en het gebruik van BurgerServiceNummers (BSN).

5. Actuele onderwerpen

Tot slot geven we hieronder de onderwerpen weer waarover wij thans nog geen concrete wetgevingswensen hebben geformuleerd, maar waarover wij graag met U in overleg treden.

Belang van samenwerking tussen nationale toezichthouders en andere overheidsinstanties
Voor effectief toezicht werkt de AFM veel samen met toezichthouders en andere overheidsinstanties om problemen in de markt op te lossen, zoals bijvoorbeeld met DNB, de Belastingdienst, Fiod en Openbaar Ministerie. De AFM acht het daarbij van belang dat toezichthouders en overheidsinstellingen indien mogelijk optreden als één overheid. Ook leveren we een bijdrage aan het Markttoezichthoudersberaad. De AFM constateert dat wettelijke voorzieningen in de weg kunnen staan aan een optimale informatie-uitwisseling tussen verschillende instanties. We zouden graag met het ministerie in gesprek gaan om de informatiedeling zo optimaal mogelijk te regelen in de wet.

Vastgoedbeleggingen voor consumenten
De AFM constateert meerdere tekortkomingen in de markt voor vastgoedbeleggingen voor particulieren. In deze markt is geconstateerd dat sprake is van misleidende informatie in prospectussen, opgehaald geld dat nooit wordt belegd, overtreding van het bankverbod, gebrekkige transparantie en schuiven met geld tussen verschillende fondsen. De AFM wil daarom met U nader onderzoeken of er mogelijkheden zijn om het wettelijke toezicht uit te breiden op aanbieders die geld aantrekken van consumenten ten behoeve van niet-beursgenoteerde vastgoedbeleggingen en die nu onder een vrijstelling of uitzondering vallen.

Transparantie over toezicht van de AFM
In de wetgevingsbrief van 2011 is kort aandacht besteed aan de transparantie over de wijze waarop de AFM toezicht houdt en de mate waarin het geheimhoudingsregime in de diverse toezichtwetten daarbij belemmerend kan werken. Wij kondigden aan de problemen, risico's en mogelijke oplossingen in kaart te brengen. Deze inventarisatie is nu gaande. Over de uitkomsten van deze inventarisatie treden wij graag in overleg met collega-toezichthouders in het Markttoezichthoudersberaad, met belanghebbenden in de markt en uiteraard met Uw ministerie.

Graag danken wij U voor de gelegenheid om U te attenderen op aandachts- of knelpunten in wetgeving. Uiteraard zijn wij graag bereid hierover nader in overleg te treden. Wij hopen hiermee een bijdrage te leveren aan de effectiviteit van wetgeving en toezicht.

Hoogachtend,
Autoriteit Financiële Markten

Dr. R. Gerritse
Bestuursvoorzitter

drs. H.W.O.L.M. Korte
Directeur

Cc: minister van Veiligheid en Justitie

Bijlage AFM Wetgevingsbrief 2012 – Nationale wetgevingswensen

NR.	WETGEVINGSWENS	ONDERWERP
I		**Financiële stabiliteit**
1a.	**Taakopdracht plaatsen in het licht van financiële stabiliteit**	De financiële crisis heeft aangetoond dat een gebrek aan transparantie over opbouw van risico's, de verwevenheid van financiële markten, de inrichting van infrastructuur en het gedrag van instellingen en investeerders op macroniveau systeemrisico's kunnen veroorzaken. Deze kunnen leiden tot instabiliteit. Het komt de AFM wenselijk voor haar taakopdracht, zoals verwoord in artikel 1:25 Wft, mede te plaatsen in het licht van de bijdrage die gedragstoezicht kan en behoort te bieden aan de bevordering van financiële stabiliteit. Er kan zodoende geen misverstand bestaan over de aan de toezichthouder gegeven verantwoordelijkheden om de gegeven bevoegdheden - als dat geboden is - mede voor dat doel in te zetten. Het ministerie heeft daartoe een voorstel gedaan. De voorgestelde wijziging is gebaseerd op de belangrijke notie dat het markt- en gedragstoezicht van belang is voor de financiële stabiliteit. Hieraan leveren ordelijke en transparante financiële marktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten een belangrijke bijdrage. De AFM omarmt de voorgestelde wijziging zoals hiervoor is beschreven. Tevens sluit de wijziging goed aan op de nationale en internationale institutionele vormgeving. Nationaal vanwege de oprichting van het Financieel Stabiliteitscomité; internationaal in elk geval gezien het Europees Systeem voor Financieel Toezicht, waarbinnen stabiliteit eveneens een belangrijk aandachtspunt vormt.
II		**Versterking toezicht financiële verslaggeving**
2a.	**Transparantie over beloningen van bestuurders en commissarissen**	In de markt wordt - mede ingegeven door de crisis - meer en meer belang gehecht aan transparante informatie in de jaarrekening over de beloning van bestuurders en commissarissen. Het gaat dan met name over de op aandelen gebaseerde beloningen zoals opties. Een deel van de ondernemingen stelt dat een beloning in de vorm van op aandelen gebaseerde beloningen niet zou vallen onder de transparantieverplichting van artikel 2:383c BW. Het resultaat is dat zij niet in de financiële verslaggeving per bestuurder of commissaris opgeven wat deze in totaal aan beloningen krijgt en wordt de vergelijkbaarheid nadelig beïnvloed. Hierdoor wordt voor de belegger niet duidelijk inzichtelijk gemaakt hoeveel een bestuurder of commissaris in totaal ontvangt aan salaris en (alle soorten) beloningen en is een vergelijking met andere ondernemingen niet mogelijk. De AFM pleit er daarom voor expliciet te maken dat beloningen die gebaseerd zijn op aandelen onder de transparantieverplichting van artikel 2:383c BW vallen, zodat de belegger een beter inzicht krijgt in de omvang en

		samenstelling van het totaalbedrag dat wordt uitgekeerd aan een bestuurder of commissaris.
2b.	**Medewerking curator bij failliete uitgevende instellingen**	In de Faillissementswet (Fw) ontbreekt een wettelijke verplichting voor een curator om aan een verzoek van de AFM mee te werken. Het is inmiddels een aantal keren voorgekomen dat de AFM vragen heeft over de financiële verslaggeving van een onderneming waar inmiddels surseance van betaling is aangevraagd / verleend, of die failliet is gegaan. In die situaties heeft de AFM de bewindvoerder / curator als gesprekpartner. Tot op heden hebben curatoren bijna altijd geweigerd om mee te werken aan verzoeken van de AFM. Zij geven aan dat zij op grond van de Fw hiertoe niet verplicht zijn. De kans van slagen van een inlichtingenprocedure wordt door het ontbreken van deze plicht als zeer klein geschat. Ook de jurisprudentie tot op heden is ten nadele van het toezicht. Het belang van de AFM dat zij een toelichting van de curator ontvangt kan groot zijn. Immers, uit wetenschappelijk onderzoek[1] blijkt dat een onderneming voorafgaande aan een eventuele surseance of faillissement geneigd kan zijn de cijfers rooskleuriger voor te stellen dan ze in werkelijkheid zijn. Gebruikers van de jaarrekening zijn dan mogelijk op het verkeerde been gezet. Daarnaast geldt dat indien de de onderneming nog steeds beursgenoteerd is, zij nog dient te voldoen aan de wettelijke verplichtingen, waaronder het opstellen van de jaarrekening. De onderneming en de beursnotering kunnen immers nog jaren voortbestaan. De beleggers en andere belanghebbenden zijn dan ook nog steeds gebaat bij verkrijgen van tijdige en correcte informatie. De AFM verzoekt Uw ministerie en het ministerie van Veiligheid en Justitie daarom om een wettelijke verplichting voor de curator tot meewerken aan een verzoek van de AFM uit hoofde van de Wtfv en hoofdstuk 5.1.A (zoals die ook geldt voor de onderneming).
2c.	**Informatievoorziening voor beleggers bij wijzigingen of gebeurtenissen**	Er is geen verplichting voor een onderneming om de gebruiker op een eenduidige en duidelijke manier te informeren over wijzigingen in de jaarrekening nadat deze is opgemaakt en goedgekeurd. De gebruiker wordt daardoor niet geattendeerd op wijzigingen of gebeurtenissen die betrekking hebben op de financiële verslaggeving. Dit leidt bijvoorbeeld tot informatieasymmetrie tussen gebruikers onderling en tussen de gebruiker en onderneming. De AFM verzoekt daarom om voor drie situaties een aparte transparantieverplichting op te nemen: 1. Wanneer de onderneming op grond van artikel 2:362 lid 6 BW een mededeling bij de KvK neerlegt dat de jaarrekening in ernstige mate tekort schiet; 2. Wanneer door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders bij de vaststelling van de jaarrekening wijzigingen in

[1] Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons,* 13(4), 365-84

		de opgemaakte jaarrekening worden aangebracht, omdat zij het op bepaalde onderdelen niet eens is met het bestuur. Dit is in het verleden voorgekomen. Het register van de AFM bevat dan verouderde informatie doordat de opgemaakte jaarrekening afwijkt van de vastgestelde jaarrekening. Ook ontbreekt enige vorm van waarschuwing dat de jaarrekening anders is vastgesteld; 3. Wanneer de onderneming een persbericht uitbrengt naar aanleiding van een AFM aanbeveling. Nu kan een onderneming de aanbeveling toevoegen aan een ander persbericht (bijvoorbeeld m.b.t. de halfjaarcijfers) waardoor geen apart persbericht wordt opgemaakt. Daarbij kan dat persbericht nu niet worden opgenomen in het openbare FV register wat ook leidt tot intransparantie.
2d.	**Afdwingen naleving aanbeveling aan in Nederland opgerichte EUI bij de Ondernemingskamer**	Voor een gedegen uitvoering van het toezicht is het gewenst dat er een mogelijkheid komt om de Ondernemingskamer te verzoeken een bevel te geven aan een in Nederland opgerichte effectenuitgevende instelling (EUI) om een aanbeveling van de AFM ten aanzien van jaarlijkse en halfjaarlijkse financiële verslaggeving voldoende gevolg te geven. Voor niet-Nederlandse EUI biedt artikel 2:454 BW de AFM al wel de mogelijkheid om via de Ondernemingskamer het opvolgen van de aanbeveling af te dwingen. Voor Nederlandse EUI is echter de enige optie om bij de Ondernemingskamer een verzoekschrift als bedoeld in artikel 447 in te dienen tot herziening van de *gehele* jaarrekening. Dat is een zware maatregel met verstrekkende gevolgen voor de EUI en haar stakeholders. Zeker indien het probleem in de jaarrekening zich beperkt tot bijvoorbeeld één post. Verder verzoekt de AFM om artikel 2:454 BW in lijn te brengen met de Wtfv, ook voor wat betreft de halfjaarlijkse verslaggeving. De AFM verzoekt om bovengenoemde bevoegdheden in artikel 2:454 BW op te nemen.
2e.	**Correcte verwijzing naar IFRS in het BW**	In artikel 2:362 lid 9 BW zijn enkele bepalingen uit Titel 9 boek 2 BW niet van toepassing verklaard bij toepassing van IFRS in de financiële verslaggeving. Voorbeelden zijn de bepalingen over het taalregime, de vermelding welke standaarden zijn gebruikt, wat een (geconsolideerde) jaarrekening is en wie een geconsolideerde jaarrekening moet opstellen. De onvolkomenheden en inconsistenties leiden tot rechtsonzekerheid en onduidelijkheid bij zowel de onderneming als bij de belegger en dragen niet bij tot een level playing field tussen ondernemingen. De AFM pleit er daarom voor de verwijzing in artikel 2:362 lid 9 BW uit te breiden met de betreffende bepalingen, in lijn met de IFRS regels.
2f.	**Duidelijke termijnen voor beursgenoteerde**	In de Wft staat dat de termijn voor het opstellen van financiële verslaggeving door beursgenoteerde ondernemingen vier maanden is, zonder de mogelijkheid van verlenging. De termijnen worden ook in het BW vermeld voor beursgenoteerde

	BV's	NV's. Echter voor de beursgenoteerde BV's, zoals obligatiefondsen, staat er nog een (verouderde) termijn van vijf maanden en de mogelijkheid voor uitstel met zes maanden. Voor beursgenoteerde BV's gelden dus twee tegenstrijdige verplichtingen. Dit leidt tot veel vragen bij ondernemingen, en tot rechtsonzekerheid. De AFM verzoekt deze rechtsonzekerheid weg te nemen door aanpassing van de opsteltermijn in artikel 2:210 BW voor beursgenoteerde BV's naar 4 maanden, zonder mogelijkheid tot verlenging.
2g.	**Aanpassing reikwijdte inlichtingenverzoek**	De AFM kan alleen een inlichtingenverzoek aan de Ondernemingskamer doen omtrent de toepassing van IFRS of BW (titel 9 Boek 2) en niet met betrekking tot andere voorschriften genoemd in de Wtfv. Doordat de bepaling in het BW niet gelijk is met de bepalingen in de Wtfv kan de AFM geen inlichtingenverzoek doen ten aanzien van jaarrekeningen die zijn opgesteld op basis van een equivalent GAAP of een GAAP van een andere lidstaat en ten aanzien van halfjaarrekeningen. Dit belemmert de AFM om een inlichtingenverzoek te doen en effectief te kunnen optreden in het toezicht. Daarnaast kan een verzoek op grond van artikel 2:452 BW alleen worden gedaan ten aanzien van Nederlandse ondernemingen en niet ten aanzien van derde land ondernemingen. Deze laatste vallen wel onder het Wtfv toezicht. Als een derde land onderneming geen antwoord geeft op vragen van de AFM, kan de AFM alleen een handhavingsverzoek doen op grond van artikel 2:454 BW. Dit is naar mening van de AFM een onevenredig zwaar middel. De AFM verzoekt daarom de reikwijdtes van artikel 2:452 lid 1 BW en artikel 2 lid 1 Wtfv gelijk te trekken en artikel 2:452 BW van toepassing te verklaren op derde land ondernemingen.
2h.	**Meldingsplicht voor buitenlandse obligatie uitgevende instellingen**	Voor buitenlandse obligatie uitgevende instellingen die Nederland als lidstaat van herkomst kiezen ontbreekt een meldingsplicht. Hierdoor is de AFM onvoldoende in staat om vast te stellen welke buitenlandse instellingen onder haar toezicht staan en ontstaat er een ongelijk speelveld tussen de onder toezicht staande instellingen. De AFM pleit daarom voor een meldingsplicht in artikel 5:25a Wft voor obligatie uitgevende instellingen die Nederland als lidstaat van herkomst kiezen/ hebben gekozen.
2i.	**Correcte grondslag voor handhaving artikel 5:25m Wft**	In artikel 2 lid 1 Btfv is een referentie opgenomen naar een artikel dat de wijze bepaalt waarop een onderneming voldoet aan het algemeen verkrijgbaar stellen van informatie. Deze referentie bestaat niet meer en wordt nu ondervangen door artikel 5:25m Wft, waaraan niet wordt gerefereerd in het Btfv. Juridisch kan dit een obstakel vormen wanneer de AFM besluit om over te gaan tot handhaving. De AFM pleit daarom voor vervanging van de oude referentie door een referentie naar artikel 5:25m Wft.

2j.	**Schorsingsbevoegdheid bij inlichtingenverzoek; juiste grondslag voor starten inlichtingen-procedure**	Het doen van een inlichtingenverzoek bij de Ondernemingskamer heeft geen opschortende werking voor de termijn van artikel 2:449 BW, die geldt voor het bij de Ondernemingskamer doen van een verzoek tot herziening van de financiële verslaggeving. Een verzoek aan de Ondernemingskamer tot het laten bevelen van het geven van een nadere toelichting kan ertoe leiden dat de AFM pas in een laat stadium deze toelichting ontvangt. De beperkte termijnen van zes of negen maanden en het ontbreken van opschortende werking betekent dat de AFM onvoldoende tijd over heeft om vervolgens handhavend te kunnen optreden. De AFM pleit daarom voor een bepaling dat de termijn wordt geschorst voor het treffen van dergelijke maatregelen. Ook geldt dat in artikel 2:452 lid 2 BW een oude grondslag staat die voor het moment van deponeren uitgaat van artikel 5a Wte voor het bepalen van de aanvang van de zes dan wel negen maanden termijn. Voor financiële verslaggeving die is opgesteld op of na 1 januari 2008 is dit artikel niet meer van toepassing en heeft de AFM in die gevallen formeel geen grondslag om een inlichtingenprocedure te starten. Daarnaast worden de artikelen die in werking zijn getreden met de implementatie van de Transparantierichtlijn ten onrechte niet vermeld. De AFM verzoekt het ministerie om aanpassing van 2:452 lid 2 BW met verwijzing naar de relevante artikelen uit de Wft.
III		**Toezicht op het juist informeren van beleggers en consumenten**
3a.	**Verplichte accountantsverklaring kleine en middelgrote beleggingsonder-nemingen en beheerders en bewaarders**	Afdeling 11 van boek 2 BW bevat bepalingen op grond waarvan kleine en middelgrote beheerders, bewaarders en beleggingsondernemingen zijn vrijgesteld van de verplichting hun jaarrekening door een accountant te laten controleren en een goedkeurende verklaring over te leggen. De AFM betoogde geruime tijd dat de vrijstellingen niet gelden voor kleine en middelgrote beheerders, bewaarders en beleggingsondernemingen. De toelichting van de wet bood naar mening van de AFM ruimte voor deze interpretatie. In 2010 heeft de AFM echter moeten constateren dat de vrijstelling wel degelijk gebruikt kan worden door kleine en middelgrote beheerders, bewaarders en beleggingsondernemingen. De AFM ziet nu in de praktijk dat steeds meer marktpartijen zich op de vrijstelling beroepen. De AFM vindt deze toename zorgelijk omdat deze ondernemingen meerdere fondsen beheren, voor meerdere fondsen de bewaarfunctie uitoefenen of voor veel beleggers het vermogen beheren. Vaak is er vanwege de grootte van de instellingen geen interne accountant en dus geen (onafhankelijke) controle op de financiële verslaggeving. Controle op de jaarrekening is niet alleen uiteindelijk in het belang van het toezicht door de AFM en DNB, maar dient ook het belang van de gebruikers van de diensten van deze partijen, gelet op de fiduciaire rol die beheerders, bewaarders en beleggingsondernemingen in het financiële stelsel spelen. De AFM verzoekt daarom om aanpassing van het BW of de Wft zodat genoemde ondernemingen zich niet meer op de

		vrijstelling kunnen beroepen.
3b.	**Uiterste termijn voor uitbrengen van openbaar bod**	De biedingsregels kennen geen uiterste termijn waarbinnen een bieder een aangekondigd openbaar bod daadwerkelijk moet uitbrengen. Het ontbreken van een uiterste datum voor het uitbrengen van een openbaar bod kan er - vooral in een verplicht bod situatie - toe leiden dat een bieder, die het verplichte bod liever niet wil uitbrengen, het proces kan vertragen en uitstellen door onvolledige of onjuiste documentatie naar de AFM te sturen. Dergelijke documentatie kan de AFM niet goedkeuren waardoor het bod niet kan worden uitgebracht, terwijl de bieder hiertoe wel verplicht is. De markt wordt hierdoor te lang in onzekerheid gehouden of een openbaar bod nu wel of niet wordt uitgebracht. Dit voedt speculatie wat allerlei onwenselijke gevolgen voor de koersen kan hebben en het handelen van beleggers op de markt beïnvloedt. Daarbij is het ook voor een doelvennootschap van belang dat een openbaar bod niet te lang 'boven de markt' blijft hangen omdat dit de bedrijfsvoering belemmert. De AFM vindt deze situatie onwenselijk, zeker in het geval van een verplicht bod en pleit voor tenminste een uiterste termijn voor het uitbrengen van een verplicht bod met de mogelijkheid een boete op te leggen. De AFM denkt daarbij aan een termijn van 12 weken na de eerste aankondiging van het bod, met de mogelijkheid hiervan ontheffing te verlenen.
3c.	**Duidelijkheid en transparantie over bereiken 30% grens voor uitbrengen van verplicht bod**	Er is in de markt onvoldoende duidelijkheid over de berekeningswijze die de Ondernemingskamer hanteert om een verplicht bod uit te brengen. Deze berekeningswijze wijkt af van de berekeningsmethode voor de melding van substantiële belangen. Hierdoor weten grote beleggers die 30% houden mogelijk niet dat zij 30% houden en een persbericht moeten publiceren. Gevolg is dat de minderheidsaandeelhouders in het betreffende fonds er niet van op de hoogte zijn dat er een aandeelhouder is die, omdat hij tenminste 30% houdt, een verplicht bod moet uitbrengen, tenzij de grootaandeelhouder gebruik maakt van de inkeerregeling. De belangen van de minderheidsaandeelhouders worden in deze gevallen mogelijk onvoldoende gewaarborgd. De AFM heeft in deze gevallen geen rol ter waarborging van dergelijke transparantie. De AFM is van oordeel dat zij in deze een rol zou moeten hebben ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders en treedt hierover graag in gesprek met Uw ministerie.
3d.	**MiFID verplichtingen ter bescherming van de professionele belegger implementeren in de Wft**	In artikel 4:90 Wft is een zorgvuldigheidsnorm opgenomen die in algemene termen aangeeft welke zorgvuldigheid een beleggingsonderneming dient te betrachten ten opzichte van haar cliënten (waaronder begrepen professionele partijen). De algemene zorgvuldigheidsnorm uit artikel 4:90 Wft ziet zowel op beleggingsdiensten, nevendiensten als beleggingsactiviteiten en biedt daarmee bescherming aan professionele beleggers. Momenteel is de toepassing van artikel 4:90 Wft echter in sommige gevallen lastig. In het geval dat niet tevens voor rekening van de belegger wordt gehandeld, bestaat er discussie of er volgens artikel 1:18 (h)Wft sprake is van een beleggingsdienst, en zou om die reden (veel)

		bescherming aan de professionele belegger ontvallen. Naar ons oordeel is artikel 1:18 (h) Wft een onjuiste implementatie/omzetting van artikel 2 lid 1 onder d MiFID. De MiFID heeft volgens ons voor ogen gehad om handel voor eigen rekening slechts als beleggingsactiviteit uit te zonderen, in die situaties waarbij door de betreffende persoon/onderneming uitsluitend voor eigen rekening wordt gehandeld. De AFM verzoekt daarom om juiste implementatie van artikel 2 (d) MiFID in artikel 1:18 (h) Wft.
3e.	**Openbare waarschuwingen geven bij Whc-overtredingen**	Bij overtredingen van de Wet handhaving consumentenbescherming (Whc) ziet de AFM in de praktijk aanbieders van een financiële dienst of effecten die grote sommen ophalen bij consumenten en zich schuldig maken aan oplichting, valsheid in geschrifte of verduistering. De AFM handhaaft bij overtredingen van de Whc door een last onder dwangsom op te leggen en/of door aangifte bij het Openbaar Ministerie. De procedures voor deze handhavingsmogelijkheden duren te lang om het publiek op tijd te kunnen waarschuwen. Juist in deze situatie vindt de AFM het belangrijk consumenten op heel korte termijn te waarschuwen om te voorkomen dat zij (meer) schade ondervinden. De AFM heeft echter geen mogelijkheid om een openbare waarschuwing te doen op grond van de Whc. De AFM verzoekt het ministerie van Financiën en het ministerie van Economische Zaken, Landbouw en Innovatie om deze wens mee te nemen in het wetsvoorstel 'stroomlijning markttoezicht Autoriteit Consument en Markt (ACM)' dat voorziet in een waarschuwingsbevoegdheid in de Whc voor de AFM en de toekomstige ACM.
3f.	**Bevoegdheid over misleidende reclame bij aanbieders van handelssignalen**	Sommige aanbieders van sms- of e-maildiensten voor handelssignalen adverteren met onwerkelijke, zeer hoge rendementen, die oplopen tot boven 100% en zelfs boven de 300% binnen een zeer korte periode. Ook zijn de overzichten met behaalde resultaten die worden verstrekt op de website van de aanbieder onjuist, onvolledig of onduidelijk. Essentiële informatie om de dienst te kunnen beoordelen wordt daardoor niet aan de consument verstrekt. De AFM heeft geen bevoegdheid om op te treden tegen misleidende reclame bij deze diensten omdat deze dienst geen financiële dienst of activiteit is onder de Whc. De AFM pleit daarom voor een aanpassing in de Whc zodat deze dienst kwalificeert als financiële dienst of activiteit onder de Whc.
IV		**Vermogensscheiding**
4a.	**Vermogensscheiding waarborgen bij beleggingsinstellingen**	Artikelen 4:44 en 4:45 Wft waarborgen beide het vermogensscheidingsraamwerk voor beleggingsinstellingen. De AFM is van mening dat de reikwijdte van de verplichting van artikel 4:44 lid 2 Wft nu niet optimaal is. Daarnaast is de AFM van mening dat de tekst van artikel 4:45 Wft onduidelijkheden bevat. Zo is thans onvoldoende afgebakend wie in aanmerking komen om

		zich (met voorrang) op dat afgescheiden vermogen te verhalen. Daarnaast is de reikwijdte van artikel 4:45 Wft beperkt. Artikel 4:45 Wft zou naar het oordeel van de AFM niet alleen op beleggingsfondsen, maar ook op beleggingsmaatschappijen moeten zien. De AFM adviseert het ministerie over wat nodig is om bovenstaande punten te adresseren, mede in het licht van de komst van de AIFM-richtlijn.
4b.	**Vermogensscheiding voor derivaten**	Op dit moment bestaat er geen vermogensscheiding voor derivaten, wel voor andere financiële instrumenten. Dit betekent dat bij faillissement van een intermediair[2] de derivaten van de beleggers in de boedel van de failliete intermediair vallen. Dit levert een groot verhaalsrisico op voor de belegger. Veel beleggers hebben echter de perceptie dat vermogensscheiding wel is geregeld voor derivaten. Het ontbreken van dergelijke regeling in combinatie met de misperceptie van de belegger kan grote impact hebben op het vertrouwen in de financiële markten. De AFM, DNB en het ministerie werken samen om de vermogensscheiding voor derivaten wettelijk te verankeren.
V		**Slagvaardigheid van de AFM**
5a.	**Verbod op incassorecht**	Het incassorecht is het recht van de tussenpersoon om premies van verzekeringen te incasseren namens de verzekeraar. De verrekening van de geïnde premies verloopt via een rekening-courantrekening en creëert daarmee een financiële band tussen de aanbieders en bemiddelaars. Daarmee ontstaat met het incassorecht een risico van sturing van advies door de aanbieder (door rente-inkomsten of impliciete financiering). Dit kan ertoe leiden dat het belang van de klant niet centraal staat bij de advisering. De AFM pleit daarom voor een verbod op premie incasso door tussenpersonen voor de producten waar het provisieverbod voor geldt.
5b.	**Langere bewaartermijn voor financiële dienstverleners**	In artikel 32 BGfo is een bewaartermijn voor financiële dienstverleners van één jaar opgenomen. Dit is vanuit het oogpunt van administratieve lastenverlichting voor de financiële dienstverlener. Civielrechtelijk zijn ondernemingen gebonden aan een veel langere bewaartermijn. Door de bewaartermijn van één jaar wordt de AFM beperkt in het toezicht op dossiers die ouder zijn dan één jaar en niet zijn bewaard. Voor contracten die altijd langer dan één jaar lopen, zoals pensioencontracten, kan dit een probleem vormen bij ondernemingen die relatief weinig pensioencontracten in beheer hebben. De AFM moet in

[2] Aangesloten instelling, beleggingsonderneming of bank in de zin van artikel 1:1 van de Wft waaraan het op grond van die wet is toegestaan beleggingsdiensten te verlenen respectievelijk het bedrijf van bank uit te oefenen en die in Nederland ten name van cliënten rekeningen in effecten administreert.

		die gevallen snel een oordeel vellen op basis van slechts enkele dossiers. De AFM verzoekt daarom de bewaartermijn in het BGfo gelijk te trekken met de civielrechtelijke termijn.
5c.	**Overtredingen opnemen in de WED**	Artikelen 5:2 Wft (prospectusplicht) en 5:25i Wft (onverwijld algemeen verkrijgbaar stellen van koersgevoelige informatie) zijn belangrijke bepalingen die niet in artikel 1 onder 2 Wet op de economische delicten (WED) zijn opgenomen en daarmee geen economisch delicten zijn. De AFM kan vanwege het ontbreken van de vermelding in de WED, geen aangifte doen van deze dergelijke overtredingen. De AFM vindt het van groot belang aangifte te kunnen doen, vooral omdat het gaat om geldaantrekkers, bij wie het risico op beleggingsfraude groter is. Door vermelding in de WED kunnen deze partijen in ieder geval vervolgd (en mogelijk veroordeeld) worden voor het economisch delict. De AFM verzoekt het ministerie deze bepalingen op te nemen in de WED.
5d.	**Grondslag voor opvragen van BSN van beleidsbepalers en werknemers**	Het BurgerServiceNummer (BSN) is bedoeld om de overheid efficiënter en op een eenduidige wijze met persoonsgegevens om te laten gaan. De AFM is ook bevoegd het BSN te gebruiken voorzover dit noodzakelijk is voor de goede vervulling van haar taak. Met het BSN kan de AFM eenvoudig toegang krijgen tot (anders niet toegankelijke) bronnen en informatie uitwisselen met andere overheidsinstellingen, zoals het Openbaar Ministerie, DNB, de Belastingdienst, het ministerie van Veiligheid & Justitie en - in de toekomst- het diplomaregister. Ook is het BSN voor de AFM praktisch gezien noodzakelijk bij het identificeren van personen met dezelfde namen. Echter, op grond van privacywetgeving is voor de verstrekking van het BSN door een onder toezichtstaande onderneming aan de AFM een (wettelijke) grondslag nodig. Vooralsnog ontbreekt deze. Het systeem van de huidige regelgeving leidt ertoe dat financiële ondernemingen en accountantsorganisaties zelf het BSN wel (kunnen) opvragen bij hun medewerkers respectievelijk accountants. De ondernemingen mogen deze gegevens (zelf) gebruiken maar niet verstrekken aan de AFM. De AFM zou het BSN ook rechtstreeks mogen opvragen bij deze medewerkers en accountants, maar er is geen rechtstreekse (toezicht)relatie, waardoor dit rechtstreeks opvragen op praktische bezwaren stuit. Mogelijkheden om op een andere manier het BSN te krijgen zijn beperkt of omslachtig. De AFM verzoekt Uw ministerie en het ministerie van Veiligheid en Justitie om een grondslag in de Bmfo, het Bgfo en de Bta op te nemen voor het opvragen van het BSN bij onder toezichtstaande ondernemingen.