



## **AFM Aanbevelingen Beleggingsinstellingen**

**Voor juiste en betrouwbare prospectusinformatie en handelsprijzen**



## **Autoriteit Financiële Markten**

---

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

# Inhoudsopgave

---

1.	Introductie	4
2.	Structuur beleggingsinstellingen	6
3.	Intrinsieke waarde berekening	9
4.	Prospectus	23

# 1 INTRODUCTIE

---

Beleggingsinstellingen beheren een belangrijk deel van het vermogen van Nederlandse particuliere beleggers. Het afgelopen jaar zijn beleggingsinstellingen op verschillende manieren door de kredietcrisis geraakt. Bij sommige beleggingsinstellingen beperkte dit zich tot koers- of waardedalingen van de beleggingsportefeuille; anderen hebben te maken gehad met een forse uitstroom van deelnemers, financieringsproblemen of liquiditeitstekorten als gevolg van het plotseling incurant worden van de beleggingen. De kredietcrisis heeft bij zowel marktpartijen als particuliere beleggers geleid tot vragen over het functioneren van beleggingsinstellingen. De Autoriteit Financiële Markten ('AFM') heeft daarom in 2009 twee branchebrede onderzoeken uitgevoerd bij open-end beleggingsinstellingen.

De uitgevoerde onderzoeken richtten zich op de kwaliteit van prospectussen van open-end beleggingsinstellingen en de wijze waarop door (beheerders van) open-end beleggingsinstellingen de intrinsieke waarde ('IW') wordt berekend. De onderzoeken hebben geleid tot de constatering dat bij veel marktpartijen verbetering mogelijk is en soms noodzakelijk is.

Deze verbeteringen zien met name op:

- het verduidelijken van de structuur van de beleggingsinstelling;
- een betrouwbare, juiste, consistente en tijdige IW berekening; en
- het verschaffen van actuele en volledige informatie aan beleggers in het prospectus.

Door deze publicatie wil de AFM u informeren over de resultaten van deze onderzoeken en de wijze waarop verbeteringen kunnen worden aangebracht. De AFM geeft daarbij haar visie en aanbevelingen op de wet- en regelgeving voor bepaalde elementen van de structuur van de beleggingsinstelling, het prospectus en een adequate inrichting van de IW berekening.

Deze publicatie richt zich primair op de directies van de beheerders van de (open-end) beleggingsinstellingen<sup>1</sup>, vanwege de formele verantwoordelijkheid die de directie heeft voor de beheersing van de beleggingsinstelling en de naleving van het toepasselijk wettelijk kader. De constatering en aanbevelingen die zijn opgenomen in deze publicatie zullen ook relevant zijn voor andere partijen die

---

<sup>1</sup> Bij een beleggingsmaatschappij zonder aparte beheerder ligt deze verantwoordelijkheid uiteraard bij de directie van de beleggingsmaatschappij. Waar in het vervolg '(directie van) de beheerder' staat aangegeven wordt ook bedoeld op de directie van een (open-end) beleggingsmaatschappij zonder aparte beheerder.

een rol hebben bij de beheersing van beleggingsinstellingen, zoals (externe) administrateurs aan wie de IW berekening is uitbesteed, externe en interne accountants, compliance officers en consultants.

De AFM verwacht dat (beheerders van) beleggingsinstellingen op basis van de aanbevelingen die in deze publicatie zijn opgenomen, beoordelen welke verbeteringen zij kunnen of moeten aanbrengen op de structuur, de kwaliteit en beheersing van de IW berekening en de kwaliteit en actualiteit van de prospectussen.

De AFM zal in de komende periode onderzoeken of de gewenste verbeteringen tot stand zijn gebracht. Bij vervolgonderzoek zal de AFM nogmaals meten of beleggingsinstellingen de toepasselijke wet- en regelgeving voldoende naleven. Indien dit niet het geval is zal de AFM in voorkomende situaties conform haar handhavingsbeleid toezichtmaatregelen overwegen. Beheerders kunnen daarnaast ook direct verantwoordelijk worden gesteld door beleggers als bijvoorbeeld de informatie in het prospectus zodanig achterhaald en gebrekkig is dat misleiding dreigt.

## 2 STRUCTUUR BELEGGINGSINSTELLINGEN

### Inleiding

De Wet op het financieel toezicht ('Wft') maakt onderscheid tussen beleggingsinstellingen die zich verplicht hebben periodiek hun deelnemingsrechten in te kopen en uit te geven en beleggingsinstellingen die dat niet doen. De eerste groep beleggingsinstellingen wordt in de dagelijkse praktijk open-end beleggingsinstelling genoemd. Naar de tweede groep wordt verwezen met de naam closed-end beleggingsinstelling. In de huidige wetgeving worden deze termen overigens niet expliciet genoemd. Wel volgt het onderscheid tussen deze twee soorten beleggingsinstellingen uit omschrijvingen in de Wft.

Het onderscheid tussen open-end en closed-end beleggingsinstellingen is onder meer bepalend voor de aard, inrichting en procedures rondom het prospectus alsmede of al dan niet periodiek een IW dient te worden bepaald. De afgelopen jaren heeft de AFM geconstateerd dat bij marktpartijen onduidelijkheid bestond wanneer sprake was van een open-end en wanneer van een closed-end beleggingsinstelling. Om deze reden heeft de AFM in 2008 criteria geformuleerd ter verduidelijking van het begrip open-end beleggingsinstelling. Deze criteria heeft de AFM op haar website opgenomen<sup>2</sup>.

In het onderzoek van de AFM naar de prospectussen van beleggingsinstellingen (zie hoofdstuk 4) is ook onderzocht of de bepalingen over inkoop van deelnemingsrechten van open-end beleggingsinstellingen voldoen aan deze criteria. Bij dit onderzoek is vastgesteld dat bij veel van de onderzochte beleggingsinstellingen niet werd voldaan aan de gepubliceerde AFM criteria. De AFM brengt u deze criteria hieronder nadrukkelijk nogmaals onder de aandacht.

#### Wat verwacht de AFM van u?

De AFM verzoekt u te beoordelen of de door u aangeboden open-end beleggingsinstellingen voldoen aan de hieronder genoemde criteria voor inkoop van deelnemingsrechten en bijzondere omstandigheden. Indien de open-end beleggingsinstelling niet doorlopend en verplicht deelnemingsrechten inkoop, heeft u twee mogelijkheden:

1. u wijzigt de voorwaarden zodat de belegginginstelling alsnog voldoet aan de criteria van doorlopende en verplichte inkoop;
2. u wijzigt de registratie van de beleggingsinstelling in het register van de AFM naar closed-end belegginginstelling. Bij iedere uitgifte van deelnemingsrechten dient u in principe een door de AFM goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar te stellen op grond van artikel 5:2 Wft.

<sup>2</sup> Zie: [www.afm.nl](http://www.afm.nl) onder marktpartijen > informatief > veelgestelde vragen > beleggingsinstellingen > doorlopend toezicht > wat wordt verstaan onder een open-end en een closed-end beleggingsinstelling?

### Wat is een open-end beleggingsinstelling?

De Wft bevat geen definitie van een open-end of closed-end beleggingsinstelling. Wel wordt in verschillende bepalingen een onderscheid gemaakt tussen beleggingsinstellingen waarvan de deelnemingsrechten op verzoek van de deelnemers ten laste van de activa direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald en beleggingsinstellingen die geen inkoopverplichting hebben. Met de eerste categorie beleggingsinstelling wordt bedoeld op open-end beleggingsinstellingen, met de tweede op closed-end beleggingsinstellingen.

Uit de toelichting op de voormalige Wet toezicht beleggingsinstellingen ('Wtb') volgt daarnaast dat een open-end beleggingsinstelling doorlopend verplicht is tot inkoop en uitgifte van deelnemingsrechten. Onder doorlopend wordt verstaan met een vaste regelmaat. Deze vaste regelmaat kan bijvoorbeeld dagelijks, wekelijks of maandelijks zijn. Een open-end beleggingsinstelling koopt minimaal één maal per jaar in. De inkoopverplichting dient een daadwerkelijke verplichting te zijn die de beleggingsinstelling op zich heeft genomen: de verplichting moet als zodanig zijn omschreven in de voorwaarden in het prospectus en de beleggingsinstelling moet de verplichting (in beginsel) altijd nakomen als een deelnemer zijn deelnemingsrechten aan de beleggingsinstelling aanbiedt. De voorwaarden van een open-end beleggingsinstelling mogen de inkoop niet belemmeren dan wel feitelijk onmogelijk maken. Er zal dan immers geen sprake meer zijn van doorlopende inkoop.

Er is *geen* sprake van een open-end beleggingsinstelling in bijvoorbeeld het geval dat de beleggingsinstelling:

- niet met een vaste regelmaat op verzoek deelnemingsrechten inkoop;
- (alleen) bereid is deelnemingsrechten in te kopen bij bijzondere persoonlijke omstandigheden van de belegger;
- bij verzoeken tot inkoop een vrije beoordelingsruimte behoudt voor de vraag of ze wel of niet inkoop.

Indien een beleggingsinstelling niet open-end is, is zij 'automatisch' een closed-end beleggingsinstelling.

In verschillende door de AFM beoordeelde prospectussen presenteren beleggingsinstellingen zich als een 'semi open-end beleggingsinstelling' en zelfs 'semi closed-end'. Deze vormen kennen geen wettelijke grondslag. De term 'semi' is daarom onduidelijk over de wettelijke structuur van de betreffende beleggingsinstelling en mag daarom niet gebruikt worden, zoals nu bij een aanzienlijk deel van de onderzochte prospectussen wel nog het geval is.

### Wat zijn 'bijzondere omstandigheden'?

Er kunnen zich omstandigheden voordoen waarbij een open-end beleggingsinstelling de inkoop van deelnemingsrechten opschort in het belang van

beleggers. Het moet dan gaan om bijzondere situaties waarbij het bijvoorbeeld onmogelijk is de waarde van (een groot deel van) de activa van de beleggingsinstelling te bepalen of waarbij het feitelijk niet mogelijk is grote hoeveelheden aangeboden deelnemingsrechten in te kopen. Dit is bijvoorbeeld het geval bij calamiteiten of als geen IW kan worden bepaald, omdat de beurshandel in een groot deel van de beleggingen van de beleggingsinstelling is stilgelegd.

De beleggingsinstelling kan in haar voorwaarden de bijzondere omstandigheden neerleggen waaronder zij de inkoop van deelnemingsrechten opschort. De bijzondere omstandigheden horen uitzonderlijk en enigszins objectief bepaalbaar te zijn en niet afhankelijk te zijn van de wil van de beheerder. De AFM zal in de komende periode haar visie op bijzondere omstandigheden bekend maken op haar website.

### Wat is een closed-end belegginginstelling?

Een closed-end beleggingsinstelling mag wel deelnemingsrechten inkopen, maar heeft geen verplichting om in te kopen. Het aanbieden van dergelijke deelnemingsrechten valt onder de regels van artikel 5:2 Wft, waardoor in de regel een door de AFM goedgekeurd prospectus algemeen verkrijgbaar moet zijn dat voldoet aan de eisen van artikel 5:9 Wft en de prospectusrichtlijn. Alleen als de deelnemingsrechten van een closed-end beleggingsinstelling *niet* verhandelbaar zijn, stelt de beleggingsinstelling een prospectus op conform artikel 4:49 Wft dat voldoet aan de eisen van artikel 118 en Bijlage E Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen ('Bgf').

Verhandelbaarheid wordt in de parlementaire geschiedenis ruim geïnterpreteerd. Van verhandelbaarheid is sprake bij gestandaardiseerde participaties<sup>3</sup> die aan een derde overdraagbaar zijn. Als de participaties door de deelnemer alléén overgedragen kunnen worden aan de belegginginstelling, zijn zij niet verhandelbaar. Als de participaties echter met toestemming van de beheerder kunnen worden overgedragen aan een derde, dan zijn de participaties naar de mening van de AFM wel verhandelbaar.

### Wat gaat de AFM verder doen?

In 2010 zal de AFM actief beoordelen of de bij haar als open-end geregistreerde beleggingsinstelling ook echt zijn te beschouwen als open-end beleggingsinstellingen. De AFM zal dit beoordelen aan de hand van de wet- en regelgeving en de criteria die in 2008 op haar website zijn gepubliceerd en hierboven zijn herhaald. Indien een als open-end geregistreerde beleggingsinstelling de facto niet doorlopend en verplicht deelnemingsrechten inkoopt, zal de AFM overwegen toezichtmaatregelen te nemen.

---

3 *Hiermee wordt bedoeld dat de rechten en plichten van de participaties gelijk-luidend zijn, waardoor de participaties te vereenzelvigen zijn.*



## 3 INTRINSIEKE WAARDE BEREKENING

---

### Inleiding

De berekening van de IW is voor open-end beleggingsinstellingen een kernproces. Elke keer dat een open-end beleggingsinstelling nieuwe deelnemingsrechten uit geeft of deelnemingsrechten inkoopt dient namelijk een actuele IW te worden bepaald. Een incorrecte berekening van de IW kan ertoe leiden dat het vertrouwen in deze beleggingsinstellingen, maar ook in de financiële sector als geheel wordt ondermijnd.

Vanwege het belang van een goede IW berekening, werden tot 2004 door de AFM (en voorheen door De Nederlandsche Bank N.V.) regelmatig IW onderzoeken bij beleggingsinstellingen uitgevoerd. In 2003 en 2004 heeft de AFM marktbreed onderzoek verricht bij beleggingsinstellingen wat heeft geleid tot het generieke rapport 'Zicht op Beleggingsinstellingen'. Naar aanleiding van dit marktbrede onderzoek is de Commissie Winter ingesteld. Haar aanbevelingen hebben onder meer geleid tot een nieuwe handelssystematiek voor open-end beleggingsinstellingen, te weten Euronext Fund Services. Dankzij de nieuwe systematiek (orders inleggen vóór 16:00 uur – IW berekening in de avond of vroege ochtend – afgifte van de nieuwe IW – handel en afrekening van de orders om 10:00 uur) zijn de risico's ten aanzien van bijvoorbeeld late trading geminimaliseerd.

In de afgelopen jaren heeft de AFM het uitvoeren van IW onderzoeken minder prioriteit gegeven. Met name vanwege het gegeven dat de AFM gedurende enkele jaren weinig IW onderzoeken heeft uitgevoerd en het feit dat de financiële markten in 2008 volatiele bewegingen hebben laten zien wat heeft geleid tot verschillende incidenten en signalen op het gebied van IW, heeft de AFM besloten in 2009 de processen rondom de IW berekening marktbreed te onderzoeken.

### Wat heeft de AFM gedaan?

De AFM heeft de afgelopen periode onderzoeken uitgevoerd bij veertien (beheerders van) open-end beleggingsinstellingen. In een aantal gevallen zijn ook onderzoekswerkzaamheden verricht bij externe administrateurs aan wie de IW berekening is uitbesteed. De AFM heeft bij haar onderzoeken getoetst of de IW conform de wettelijke bepalingen betrouwbaar, juist, consistent en tijdig wordt bepaald. Daarnaast heeft de AFM zich op een aantal specifieke onderwerpen binnen het IW proces gericht.

#### *Selectie beleggingsinstellingen*

De geselecteerde beheerders vormen een dwarsdoorsnede van de markt. Van elke beheerder is één beleggingsinstelling geselecteerd waarvan de IW berekening en de daarmee samenhangende processen zijn gecontroleerd. Waar mogelijk zijn

van deze beheerders beleggingsinstellingen geselecteerd met minder liquide beleggingen, zoals beleggingen in hedge funds, warrants en 'alternatieve' vast-rentende beleggingen. De voorkeur van de AFM voor deze categorie beleggingsinstellingen is gelegen in het feit dat waardering van de beleggingen, de belangrijkste factor voor de hoogte van de IW, voor deze beleggingsinstellingen een complex(er) proces is. De AFM heeft geen onderzoeken uitgevoerd bij open-end beleggingsinstellingen die direct of indirect beleggen in vastgoed.

#### *Wettelijk kader*

In de regelgeving waarop de AFM op grond van haar wettelijke bevoegdheden toeziet is niet in detail uitgewerkt op welke wijze een (beheerder van een) open-end beleggingsinstelling de IW moet berekenen. De regelgeving inzake de IW berekening bestaat uit enkele zogenoemde 'open normen' die in de Wft en het Bgfo zijn opgenomen.

In artikel 4:46a Wft is bepaald dat de beheerder van een (open-end) beleggingsinstelling de IW 'telkens' wanneer de beleggingsinstelling rechten van deelneming aanbiedt, verkoopt, inkoopt of terugbetaalt dient vast te stellen en onverwijld op zijn website dient te publiceren. Daarnaast volgt uit artikel 4:11 en 4:14 Wft dat de bedrijfsvoering zodanig moet zijn ingericht dat een beheerste en integere bedrijfsvoering wordt gewaarborgd. Op grond van artikel 17 Bgfo dienen de beheerder, beleggingsinstelling en bewaarder er voor zorg te dragen dat het beleid (van de onderneming) zijn weerslag vindt in procedures en maatregelen. Ook volgt uit artikel 34, eerste lid, Bgfo dat de procedures moeten waarborgen dat een betrouwbare, juiste en consistente IW van de beleggingsinstelling wordt bepaald. Tenslotte staan in artikel 118, eerste lid jo Bijlage E Bgfo enkele in het prospectus op te nemen zaken aangaande de IW berekening vermeld.

Op grond van het wettelijk kader hebben (beheerders van) open-end beleggingsinstellingen enige ruimte om het IW proces naar eigen inzicht in te vullen mits de IW betrouwbaar, juist, consistent en tijdig wordt bepaald. De AFM toetst IW processen op voornoemde uitgangspunten. Daarnaast hanteert de AFM als additioneel uitgangspunt dat gehandeld dient te worden in het belang van de (zittende) deelnemers in de beleggingsinstelling op grond van artikel 4:25, eerste lid Wft jo artikel 83 Bgfo.

#### *Aandachtspunten AFM*

Bij de onderzoeken heeft de AFM zich, naast een controle op de rekenkundige juiste berekening van de IW, met name op de volgende punten gericht:

- de frequentie van IW-berekening en de juiste en tijdige publicatie van de IW;
- de waardering van de beleggingen. Hierbij heeft de AFM zich met name gericht op de controles die worden verricht op ingelezen koersen, de waardering van illiquide beleggingen, invloed van wisselkoersveranderingen en fair value pricing;

- de governance van de beleggingsinstelling. Dit betreft met name de betrokkenheid van de directie van de beheerder bij het IW proces en de directe betrokkenheid van het management van het bedrijfs onderdeel dat de IW berekening uitvoert;
- de verdeling van de kosten waaronder het inschatten van kosten, doorbelasting van de kosten en volledigheid en juistheid van de in rekening gebrachte kosten;
- de aanwezigheid van een drietal analyses en vastleggingen ('logboeken'):
  - fouten en correcties op de waardering van de beleggingen;
  - onderbouwing van de afwijking van de IW t.o.v. de dag ervoor;
  - alle andere correcties en fouten in de IW-berekening en hoe hiermee is omgegaan;
- het aantal uitstaande deelnemingsrechten: aansluiting tussen de gegevens die in de IW berekening worden gebruikt en gegevens van de bewaarplaats;
- de risico's ten aanzien van late trading;
- de aansluiting van de IW en de handelskoers waartegen de deelnemers zijn afgerekend. Onderdeel hiervan is of de gehanteerde op- en afslag conform het prospectus is en op welke wijze de in rekening gebrachte op- en afslag wordt bepaald.

De uitkomsten van de onderzoeken heeft de AFM schriftelijk aan de betrokken beheerders voorgelegd. In voorkomende gevallen heeft de AFM hierbij (dringend) verzocht om onderdelen van het proces te verbeteren.

#### Wat heeft de AFM vastgesteld?

Op grond van het uitgevoerde onderzoek is de AFM van oordeel dat de processen rondom de IW berekening – in zijn algemeenheid – redelijk zijn ingericht en werken. De AFM is bij haar onderzoek niet gestuit op structurele fouten in de systematiek van de IW berekening. Wel heeft de AFM vastgesteld dat in veel gevallen bij het proces van IW berekening fouten worden gemaakt. Vaak worden fouten als gevolg van goed ingerichte controles tijdig ontdekt. De AFM heeft echter ook bij verschillende beheerders vastgesteld dat fouten pas zijn ontdekt na het moment dat de IW feitelijk al was afgegeven en transacties op basis van deze IW waren uitgevoerd. Dit heeft in de praktijk niet altijd geleid tot compensatie voor de beleggingsinstelling en de toe- of uitgetreden beleggers, omdat bij deze fouten de door de beheerder zelf vastgestelde norm waarbij zij tot compensatie overgaat niet is overschreden. De AFM is van mening dat deze norm niet op een zodanig hoog niveau gelegd mag zijn dat van daadwerkelijke compensatie bij gemaakte fouten in de praktijk nooit sprake zal zijn, met name omdat kan worden betwijfeld of de beheerder op dat punt dan handelt in het belang van de deelnemers in de beleggingsinstelling, als bedoeld in artikel 83 Bgfo.

Om het risico op fouten tot een minimum te beperken dient de beheersing van de processen voor de IW op een voldoende niveau te liggen. De uitgevoerde IW onderzoeken laten zien dat bij vrijwel alle beheerders acties wenselijk zijn om deze beheersing (verder) te verbeteren.

Daarnaast heeft de AFM bij haar onderzoek vastgesteld dat een aantal voor (potentiële) deelnemers belangrijke onderwerpen niet of onvoldoende in het prospectus van de beleggingsinstelling zijn opgenomen. Dit betreft bijvoorbeeld adequate informatie over de systematiek en problematiek bij de waardering van (illiquide) beleggingen, de hoogte van de op- en afslagen en de compensatie bij fouten in de IW berekening.

Ondanks het feit dat in de wetgeving de wijze van IW berekening niet in detail is uitgewerkt, geeft de Wft wel concrete aanwijzingen hoe dit dient te gebeuren. Voor de onderdelen waarvan de AFM heeft vastgesteld dat bij meerdere partijen verbeteringen gewenst zijn, heeft de AFM dit vooralsnog de vorm gegeven van aanbevelingen.

Deze aanbevelingen hebben betrekking op de volgende onderwerpen:

- Waardering van beleggingen: methodiek, controles en overige zaken;
- Kosten: kostentoerekening en evaluatie budgetten;
- Logboeken;
- Op- en afslagen: bepaling van de hoogte en evaluatie van de op- en afslagen;
- Governance: betrokkenheid directie bij en accordering van de IW.

### Waardering van beleggingen

Een belangrijk onderdeel van het proces van IW berekening is de waardering van de activa van de beleggingsinstelling: de beleggingen.

#### *Methodiek*

Voor de waardering van illiquide beleggingen worden verschillende methodes gebruikt, afhankelijk van de aard van de beleggingen. Bij de IW onderzoeken heeft de AFM vastgesteld dat beheerders in het algemeen goed over de betreffende systematiek hebben nagedacht en deze steeds verder verfijnen.

De AFM heeft verder geconstateerd dat voor de waardering van illiquide beleggingscategorieën veelal één databron wordt gebruikt. Door het ontbreken van een alternatieve databron kunnen koersmutaties van de beleggingen vrijwel niet op juistheid worden gecontroleerd. Ook is het systeem van IW berekening kwetsbaar als de enige databron op een bepaald moment geen (actuele) koersen levert. De AFM beveelt aan om adequate maatregelen te implementeren voor de gevallen dat geen alternatieve databron beschikbaar is om de risico's die hierdoor bestaan te mitigeren.

Om risico's op het gebied van market timing te voorkomen dient het uitgangspunt te zijn dat bij de bepaling van de IW gebruik wordt gemaakt van 'forward pricing'. Dat wil zeggen dat in de IW gebruikte koersen van de beleggingen tot

stand moeten zijn gekomen ná het moment dat deelnemers hun orders hebben kunnen inleggen (de 'cut off time'). Deze cut off time is voor via Euronext Fund Services verhandelde beleggingsinstellingen 16:00 uur. Voor beleggingen die genoteerd zijn aan Europese of Amerikaanse beurzen levert dat geen problemen op, omdat in de IW berekening in het algemeen de na 16:00 uur tot stand gekomen slotkoersen worden gebruikt. Voor beleggingen die genoteerd zijn aan bijvoorbeeld Aziatische beurzen ligt dat anders, omdat deze beurzen reeds voor cut off time sluiten. Zowel de AFM als Dufas hebben begin 2007 aan alle vergunninghouders, respectievelijk leden, aangegeven hoe de waarde in dit soort gevallen moet worden bepaald. Om market timing uit te sluiten, dient een systematiek te worden gekozen waarbij ook voor deze beleggingen een waarde wordt gebruikt die ná cut off time is bepaald. Dit kan bijvoorbeeld door 's morgens vroeg, als de nieuwe beursdag voor Aziatische beleggingen is begonnen, een 'snap shot' te nemen van de actuele koersen van deze beleggingen en deze koersen te gebruiken in de IW berekening. Ook andere methodes om een actuele waarde te bepalen zijn denkbaar. De AFM wijst u erop dat de gebruikte methode systematisch en consistent moet worden toegepast.

In de gevallen waarbij géén actuele koersen beschikbaar zijn – bijvoorbeeld als gevolg van het wegvallen van de databron of door het illiquide karakter van beleggingen – wordt voor de waardebepaling vaak gebruik gemaakt van schattingen of van oude koersen. Het blijft echter de verantwoordelijkheid van de beheerder om een IW af te geven die de actuele waarde van de beleggingsinstelling weergeeft. Als op alternatieve wijze de IW wordt bepaald, dient de beheerder naar de mening van de AFM – zodra de betreffende koersen alsnog beschikbaar zijn – een herberekening van de IW te maken om te bepalen of de eerder afgegeven IW 'juist' is geweest, zoals artikel 34, eerste lid, onder d, Bgfo eist. Als deelnemers tegen een materieel onjuiste IW hebben gehandeld, verwacht de AFM dat zij worden gecompenseerd conform het beleid zoals omschreven in het prospectus van de beleggingsinstelling.

#### *Controles*

Koersen van met name beursgenoteerde beleggingen worden veelal verkregen via 'datavendors' als Bloomberg, Telekurs of Reuters en automatisch ingelezen in de systemen van de beheerder (of de administrateur). Vanwege het feit dat de ingelezen koersen fouten kunnen bevatten, dienen zij op juistheid te worden gecontroleerd. De AFM heeft geconstateerd dat bij veel marktpartijen verbeteringen mogelijk zijn op dit gebied.

Aangezien veel beheerders een groot aantal beleggingsinstellingen met grote beleggingsportefeuilles beheren, is het in de praktijk vaak niet mogelijk alle koersen te controleren. Daarom beperken veel beheerders zich tot het controleren van koersmutaties boven een grens van een bepaald percentage. Koersveranderingen

die kleiner zijn dan dit percentage worden bij deze systematiek niet gesignaleerd en gecontroleerd, ondanks dat ook fouten hierin een grote impact kunnen hebben op de IW. Dat is met name het geval bij (relatief) grote posities in de portefeuille van de beleggingsinstelling. De AFM acht het raadzaam dat beheerders voor de controle op de juistheid van de koersen van dit soort beleggingen niet rigide vasthouden aan vaste percentages, maar waar nodig separate controles uitvoeren.

Omdat de IW, vanwege bijvoorbeeld de verhandeling via Euronext Fund Services, voor een bepaald tijdstip moet zijn berekend, is voor de controle op de koersen van de beleggingen vaak beperkt tijd beschikbaar. De AFM heeft vastgesteld dat tijdsdruk kan leiden tot het niet volledig uitvoeren van controles en het niet tijdig verwerken van correcties. Ook heeft de AFM vastgesteld dat verschillende beheerders de afgelopen periode het percentage hebben verhoogd waarboven koersmutaties worden gecontroleerd, vanwege volatiele markten en de daaruit voortvloeiende langere lijsten met te controleren koersen. De AFM acht het ongewenst dat voornoemde controles als gevolg van tijdsdruk onvolledig, in aangepaste of in beperkte vorm worden uitgevoerd, omdat hierdoor het risico bestaat dat significant foutieve koersen niet worden gesignaleerd en onjuiste IW's worden afgegeven. De AFM verzoekt u – indien van voornoemde problematiek sprake is – dringend om maatregelen te nemen om het risico op fouten in de afgegeven IW als gevolg van te grote tijdsdruk te mitigeren, bijvoorbeeld door het inzetten van meer personeelscapaciteit.

#### *Overige zaken*

In veel gevallen blijken de AO/IC beschrijvingen en (werk) procedures voor de waardering van de beleggingen verouderd of niet consistent te zijn. Dit kan leiden tot onduidelijkheden of niet consistente werkmethodes. De AFM wijst u erop dat AO/IC beschrijvingen (en werkprogramma's) te allen tijde actueel, juist en volledig dienen te zijn.

Tenslotte blijkt uit de onderzoeken dat in de prospectussen van de geselecteerde beleggingsinstellingen vaak niet of slechts in hoofdlijnen wordt ingegaan op de gebruikte waarderingssystematiek. Omdat (potentiële) deelnemers zich op basis van het prospectus een beeld moeten kunnen vormen over het aanbod van de beleggingsinstelling, acht de AFM het noodzakelijk dat de gebruikte waarderingssystematiek voldoende in het prospectus is omschreven, met name in de gevallen dat gebruik wordt gemaakt van alternatieve waarderingssystematiek.

#### **Kosten**

Aan beleggingsinstellingen worden verschillende kostensoorten in rekening gebracht. De grootste kostenpost is in het algemeen de beheervergoeding (management fee), andere kosten betreffen bijvoorbeeld een administratie-

vergoeding, accountantskosten en toezichtkosten. De hoogte van de meeste kostencomponenten is vooraf goed in te schatten en moet in de kostenparagraaf van het prospectus zijn omschreven, waarbij onder andere moet worden voldaan aan artikel 118 Bgfo jo Bijlage E 6 bij het Bgfo.

#### *Kostentoerekening*

Om fluctuaties in de IW door in rekening gebrachte kosten te voorkomen, is het ongewenst dat deze kosten in één keer ten laste van de IW worden gebracht. In plaats daarvan is het raadzaam deze kosten gedurende het hele jaar pro rata over de IW 'uit te smeren'. Bij een beleggingsinstelling die dagelijks een IW afgeeft betekent dit dat elke dag een deel van de (geschatte) kosten in de IW wordt meegenomen. Bij haar onderzoeken heeft de AFM vastgesteld dat dit 'uitsmeren' in het algemeen wel gebeurt, maar dat er in een aantal gevallen substantiële kostencomponenten zijn die niet of met een lagere frequentie over de IW worden uitgesmeerd.

#### *Evaluatie budgetten*

In de praktijk kunnen de werkelijke kosten afwijken van de eerder gebudgetteerde kosten. De AFM acht het raadzaam om minimaal eens per half jaar het budget te vergelijken met de werkelijke kosten en om naar aanleiding daarvan te beoordelen of het budget dient te worden bijgesteld. Daarnaast dient tenminste maandelijks een aansluiting gemaakt te worden tussen de in de IW opgenomen kosten (op basis van het budget) en de werkelijk in rekening gebrachte kosten volgens het grootboek, zoals volgt uit artikel 34, tweede lid, Bgfo.

#### **Logboeken**

Om het proces van IW-berekening te verbeteren door fouten uit het proces te filteren zijn naar de mening van de AFM een drietal analyses en bijbehorende vastleggingen in een soort 'logboek' wenselijk. Deze analyses (en vastleggingen) hebben tot doel over langere tijd een beeld te krijgen van ontwikkelingen en daardoor trends (of 'rode draden') en verbeterpunten te onderkennen.

#### *1 Correcties en problemen bij de waardering van de onderliggende beleggingen.*

Hierbij wordt een vastlegging gemaakt van de uitkomsten van de controles van de waarderingen van beleggingen. Als hieruit bijvoorbeeld blijkt dat in een bepaalde periode vanwege tijdsdruk niet alle koersmutaties boven een bepaald percentage adequaat gecontroleerd konden worden, kan het management op basis van dit logboek de beslissing nemen om de capaciteit op de betreffende afdeling te vergroten. Verder kan men bijvoorbeeld op basis van dit logboek signaleren en kwantificeren dat voor bepaalde beleggingscategorieën vaak foutieve koersen worden aangeleverd; dit kan leiden tot de beslissing om andere datavendors in te schakelen.

- 2 *Analyse en verklaring van de afwijking van de IW ten opzichte van de vorige dag, uitgesplitst naar bijvoorbeeld koersverschillen en valutaverschillen.* Dit betreft een kwalitatieve analyse / onderbouwing van de (mutatie van de) IW ten opzichte van de vorige IW. Door het uitsplitsen van de verschillen wordt inzicht verkregen in de 'exposure' die er is voor verschillende componenten waaraan de IW bloot staat. Daarnaast is dit een middel om te controleren of bij de IW berekening geen fouten zijn gemaakt.
- 3 *Alle correcties, fouten en problemen die zijn ontstaan bij het berekenen van de IW.* Hierbij kan gedacht worden aan overschrijdingen van (interne) tijdslijnen, storingen in systemen, foutief afgegeven IW's et cetera. Dit logboek biedt over langere tijd een beeld van waar zich binnen het IW proces problemen voordoen en op welke onderdelen verbeteringen kunnen worden doorgevoerd. Met name voor het management van het onderdeel dat de IW berekening uitvoert en voor de directie van de beheerder biedt dit logboek, de zogenaamde 'rode draad', veel inzicht.

Bij haar onderzoek heeft de AFM beoordeeld of voornoemde logboeken dan wel andere vastleggingen met soortgelijke informatie aanwezig waren. Slechts in een enkel geval waren alle drie de logboeken aanwezig. Daarnaast waren in veel gevallen op onderdelen wel vastleggingen aanwezig, maar boden deze niet volledig inzicht of waren ze onvoldoende geformaliseerd of toegankelijk. Omdat de hiervoor omschreven logboeken op een relatief makkelijke en inzichtelijke manier verbeterpunten in het IW proces zichtbaar maken en een belangrijke bijdrage leveren aan de beheersing van de beleggingsinstelling, beveelt de AFM aan dat marktpartijen voornoemde of soortgelijke logboeken in hun bedrijfsvoering implementeren.

### Op- en afslagen

Ten tijde van de komst van een nieuw handelssysteem voor open-end beleggingsinstellingen op Euronext Amsterdam in 2007 heeft de AFM alle beheerders van beleggingsinstellingen schriftelijk geïnformeerd (referentie: BEL-GAVE-07010329) over een aantal implicaties hiervan. In deze brief van 8 januari 2007 heeft de AFM aangegeven dat deelnemingsrechten van open-end beleggingsinstellingen dienen te worden uitgegeven respectievelijk ingenomen tegen de intrinsieke waarde vermeerderd met een opslag dan wel verminderd met een afslag. Deze op- of afslag mag alleen dienen ter dekking van de kosten die door de beleggingsinstelling moeten worden gemaakt voor het toe- of uittreden van beleggers. Dit zijn de aan- en verkoopkosten van onderliggende beleggingen en in sommige gevallen, zoals bij illiquide beleggingen, de kosten die verband houden met de 'market impact' als gevolg van het uitvoeren van de orders. Marketing- en distributiekosten mogen niet uit de opslag betaald worden. Een eventueel positief of negatief resultaat moet worden verrekend met de beleggingsinstelling. De gehanteerde



op- en afslag dient uiteraard overeen te komen met de op- en afslag zoals vermeld in het prospectus.

#### *Bepaling van de hoogte van de op- en afslagen*

Als de in rekening gebrachte op- en afslagen te laag zijn, althans lager zijn dan de reële kosten, wordt de beleggingsinstelling (en daarmee de zittende deelnemer) benadeeld. In het geval van te hoge op- en afslagen worden de toe- of uittredende deelnemers benadeeld. Om deze reden is het belangrijk dat de berekende op- en afslagen in lijn liggen met de reële aan- en verkoopkosten van de beleggingen en de kosten die verband houden met de 'market impact'. Dit betekent bijvoorbeeld dat de berekende op- en afslagen voor beleggingsinstellingen met directe beleggingen in de praktijk niet (nagenoeg) nihil kunnen zijn. Voorgaande geldt uiteraard niet alleen voor beleggingsinstellingen die verhandeld worden via Euronext Fund Services, maar ook voor open-end beleggingsinstellingen waar op een andere wijze toe- of uitgetreden wordt.

Een speciale situatie doet zich voor in het geval van master-feeder constructies. Hierbij bestaan de beleggingen van de feeder (vrijwel) alleen uit deelnemingen in andere beleggingsinstellingen (masters). De master heeft in het algemeen zelf wel een beleggingsportefeuille en is vaak in Nederland niet vergunningplichtig. Door de aard van haar deelneming(en) worden door de feeder in de praktijk geen transactiekosten en kosten in verband met marktimpact gemaakt, maar liggen deze kosten geheel op het niveau van de master. Naar de mening van de AFM dienen deze masters de reële transactiekosten en kosten vanwege marktimpact als op- en afslag mee te nemen bij het toe- of uittreden van de feeder (en andere deelnemers in de master). Het valt binnen de verantwoordelijkheden van de beheerder van de feeder om zich ervan te vergewissen dat dit het geval is. De feeder dient, naar de mening van de AFM, de door de master berekende op- en afslagen als uitgangspunt te nemen bij het bepalen van de hoogte van de op- en afslagen die zij in rekening brengt bij deelnemers die toe- of uittreden bij de feeder.

#### *Evaluatie van de op- en afslagen*

De AFM heeft vastgesteld dat een aantal marktpartijen de op- en afslagen, die door henzelf begin 2007 zijn vastgesteld, tot op heden nooit heeft geëvalueerd. De AFM is van mening dat het een beheerste en integere bedrijfsvoering ten goede komt als beheerders van beleggingsinstellingen minimaal elk jaar de hoogte van de gehanteerde op- en afslagen evalueren en in lijn brengen met de kosten van aan- en verkoop van beleggingen en marktimpact. In het geval dat deze kosten sterk fluctueren, zoals recent bij veel illiquide beleggingscategorieën het geval is geweest, zou deze frequentie hoger moeten zijn om benadeling van zittende dan wel toe- of uittredende deelnemers te voorkomen.

## Governance

Het proces van IW berekening is het kernproces van (open-end) beleggingsinstellingen. De berekende IW bepaalt immers tegen welke prijs deelnemingsrechten door de beleggingsinstelling worden uitgegeven en ingenomen. De directie van de beheerder van de beleggingsinstelling is er voor verantwoordelijk dat dit proces adequaat verloopt en dat een juiste IW wordt afgegeven. Dit geldt ook wanneer de IW berekening is uitbesteed aan (de backoffice van) een asset manager of een externe administrateur.

### *Betrokkenheid directie bij de IW*

Bij de IW onderzoeken heeft de AFM vastgesteld dat met name bij veel middelgrote en grote marktpartijen de betrokkenheid van de directie van de beheerder bij de dagelijkse gang van zaken rondom het IW proces beperkt is. Vaak wordt de directie alleen geïnformeerd bij grote fouten of andere incidenten. De AFM is van mening dat de directie van de beheerders meer dan nu veelal het geval is, betrokken moet zijn bij de ‘dagelijkse’ gang van zaken rondom de IW berekening, vanuit het oogpunt van een beheerste en integere bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 4:11 en 4:14 Wft. Dat betekent onder meer dat de directie een goed beeld moet hebben hoe de processen rondom de IW berekening lopen en waar zich zwakke plekken en andere risico's bevinden, maar ook dat de directie inzicht heeft in actuele waarderingproblemen, ontwikkelingen in de IW en de mate van inname en uitgifte van deelnemingsrechten.

### *Accordering van de IW*

Uit de uitgevoerde onderzoeken blijkt dat de controle en accordering van de berekende IW veelal laag in de organisatie is belegd. Dit is vooral het geval bij middelgrote en grote asset managers en externe administrateurs. In veel gevallen worden de door een medewerker uitgevoerde werkzaamheden rondom de IW berekening door een (senior) medewerker gecontroleerd en wordt de berekende IW door hem voor akkoord geparafeerd. De AFM is van mening dat de accordering van de IW vóór afgifte aan de beurs (of ander handelskanaal) minimaal op management niveau binnen de organisatie moet worden gelegd. Bij ‘kleinere’ beheerders is het naar de mening van de AFM wenselijk dat de directie de afgegeven IW controleert en voor akkoord parafeert.

## Samenvatting

### **Wat beveelt de AFM aan?**

In deze publicatie heeft de AFM diverse aanbevelingen gegeven die beheerders van beleggingsinstellingen kunnen gebruiken om het IW-proces te verbeteren. De (belangrijkste) aanbevelingen worden hierna samengevat weergegeven. Per aanbeveling wordt aangegeven hoe u de aanbeveling moet lezen en wat de wettelijke

grondslag is. De AFM acht het noodzakelijk dan wel wenselijk dat beheerders deze aanbevelingen implementeren, voor zover relevant gegeven de aard en structuur van de beleggingsinstelling, om te voldoen aan de in het Bgfo gestelde eisen.

#### Waardering

- 1 In het geval dat een 'alternatieve' databron voor de koersen van de beleggingen ontbreekt, worden adequate maatregelen getroffen om hieruit voortkomende risico's te mitigeren, zoals het risico dat koersen van de beleggingen moeilijk gecontroleerd kunnen worden en dat een alternatief ontbreekt als de enige databron op een bepaald moment geen (actuele) koersen aanlevert.

*De AFM ziet deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 34, eerste lid, onderdeel d, Bgfo dat de IW van een beleggingsinstelling betrouwbaar, juist en consistent wordt bepaald en/of artikel 83 Bgfo waarin is bepaald dat de beheerder handelt in het belang van de deelnemers van de beleggingsinstelling.*

- 2 Ter voorkoming van market timing wordt een systematiek gekozen waarbij voor de beleggingen een waarde wordt gebruikt die na cut off time is bepaald.

*De AFM ziet deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 34, eerste lid, onderdeel d, Bgfo dat de IW van een beleggingsinstelling betrouwbaar, juist en consistent wordt bepaald en/of artikel 83 Bgfo waarin is bepaald dat de beheerder handelt in het belang van de deelnemers van de beleggingsinstelling.*

- 3 Als de IW (deels) gebaseerd is op niet actuele koersen van de beleggingen, wordt zodra de betreffende koersen wel beschikbaar zijn een herberekening van de IW uitgevoerd om te bepalen of de afgegeven IW juist is geweest.

*Deze aanbeveling volgt niet expliciet uit wettelijke bepalingen en wordt door middel van dit document voor het eerst aan marktpartijen algemeen kenbaar gemaakt. De AFM ziet deze aanbeveling als een wenselijke maatregel die eraan bijdraagt dat de kwaliteit van de IW berekening en de beheersing van daarmee samenhangende processen verbetert.*

- 4 Bij de controle op de juistheid van de koersen van de beleggingen wordt niet rigide vastgehouden aan vaste (mutatie)percentages, maar wordt ook rekening gehouden met de impact van koersmutaties van beleggingen die een relatief groot deel van de portefeuille uitmaken.

*De AFM ziet deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 34, eerste lid, onderdeel d, Bgfo dat de IW van een beleggingsinstelling betrouwbaar, juist en consistent wordt bepaald en/of artikel 83 Bgfo waarin is bepaald dat de beheerder handelt in het belang van de deelnemers van de beleggingsinstelling.*

- 5 Als door (bijvoorbeeld) volatiele markten een volledige en adequate controle op de koersen van de beleggingen onder druk staat, worden tijdig maatregelen getroffen om risico's op hieruit voortkomende fouten te mitigeren. *Deze aanbeveling volgt niet expliciet uit wettelijke bepalingen en wordt door middel van dit document voor het eerst aan marktpartijen algemeen kenbaar gemaakt. De AFM ziet deze aanbeveling als een wenselijke maatregel die eraan bijdraagt dat de kwaliteit van de IW berekening en de beheersing van daarmee samenhangende processen verbetert.*

#### Kosten

- 6 Substantieel op de beleggingsinstelling rustende kosten worden gedurende het jaar pro rata in de IW opgenomen. *De AFM ziet deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 34, eerste lid, onderdeel d, Bgfo dat de IW van een beleggingsinstelling betrouwbaar, juist en consistent wordt bepaald en/of artikel 83 Bgfo waarin is bepaald dat de beheerder handelt in het belang van de deelnemers van de beleggingsinstelling.*
- 7 Minimaal eens per half jaar wordt het kostenbudget van de beleggingsinstelling vergeleken met de werkelijke kosten. *Deze aanbeveling volgt niet expliciet uit wettelijke bepalingen en wordt door middel van dit document voor het eerst aan marktpartijen algemeen kenbaar gemaakt. De AFM ziet deze aanbeveling als een wenselijke maatregel die eraan bijdraagt dat de kwaliteit van de IW berekening en de beheersing van daarmee samenhangende processen verbetert.*
- 8 Maandelijks wordt een aansluiting gemaakt tussen de in de IW opgenomen kosten en de werkelijk in rekening gebrachte kosten volgens het grootboek. *Deze aanbeveling is een verplichting die rechtstreeks volgt uit artikel 34, tweede lid, Bgfo.*

#### Logboeken

- 9 De volgende drie analyses worden in een soort logboek vastgelegd om over een langere tijd een beeld te krijgen van ontwikkelingen en trends en verbeterpunten te onderkennen:
- Correcties en problemen bij de waardering van de onderliggende beleggingen;
  - De afwijking van de IW ten opzichte van de vorige dag uitgesplitst naar bijvoorbeeld koers- en valutaverschillen;
  - Alle correcties, fouten en problemen die zich hebben voorgedaan bij de IW berekening.
- Deze aanbeveling volgt niet expliciet uit wettelijke bepalingen en wordt door middel van dit document voor het eerst aan marktpartijen algemeen kenbaar*

*gemaakt. De AFM ziet deze aanbevelingen als wenselijke maatregelen die eraan bijdragen dat de kwaliteit van de IW berekening en de beheersing van daarmee samenhangende processen verbetert.*

#### *Uitgifte en inname van deelnemingsrechten*

- 10 De berekende op- en afslagen liggen in lijn met de reële aan- en verkoopkosten van de beleggingen en de kosten die verband houden met marktimpact.  
*De AFM ziet deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 34, eerste lid, onderdeel d, Bgfo dat de IW van een beleggingsinstelling betrouwbaar, juist en consistent wordt bepaald en/of artikel 83 Bgfo waarin is bepaald dat de beheerder handelt in het belang van de deelnemers van de beleggingsinstelling.*
  
- 11 De hoogte van de aan toe- en uittredende deelnemers in rekening gebrachte op- en afslagen wordt tenminste jaarlijks geëvalueerd en waarnodig aangepast.  
*Deze aanbeveling draagt bij aan een beheerste en integere bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 4:11 en 4:14 Wft.*

#### *Governance*

- 12 De directie van de beheerder is betrokken bij de dagelijkse gang van zaken van de IW berekening (kennis van o.a. actuele waarderingsproblemen, ontwikkelingen in de IW, mate van inname en uitgifte van deelnemingsrechten) en heeft een goed beeld van de hierbij relevante processen, zwakke plekken en risico's.  
*Deze aanbeveling draagt bij aan een beheerste en integere bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 4:11 en 4:14 Wft.*
  
- 13 De accordering van de IW (voordat deze wordt afgegeven) ligt bij kleinere beheerders op directieniveau en bij grotere beheerders minimaal op managementniveau.  
*Deze aanbeveling draagt bij aan een beheerste en integere bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 4:11 en 4:14 Wft.*

#### Wat verwacht de AFM van u?

De AFM verzoekt u om het proces van IW-berekening in uw eigen organisatie aan de hand van bovengenoemde bevindingen, opmerkingen en aanbevelingen te evalueren.

De AFM is zich er terdege van bewust dat beheerders en beleggingsinstellingen zeer uiteenlopend kunnen zijn voor wat betreft omvang, inrichting van de organisatie, aard van de beleggingen, systematiek van toe- en uittreden et cetera. De door de AFM gegeven aanbevelingen zullen om deze redenen dan ook niet voor elke beheerder en beleggingsinstelling even relevant of toepasbaar zijn. Ook in dat geval verwacht de AFM dat u kennis neemt van deze aanbevelingen en hier waar mogelijk en opportuun in uw organisatie navolging aan geeft.

Wij verzoeken u waar nodig en waar mogelijk op de kortst mogelijke termijn maatregelen te treffen om tekortkomingen te verhelpen of verbeteringen door te voeren.

#### Wat gaat de AFM verder doen?

Als onderdeel van haar reguliere controlestrategie op (open-end) beleggingsinstellingen, zal de AFM in 2010 een aantal IW onderzoeken uitvoeren. Zowel beheerders waar niet recent een IW onderzoek is uitgevoerd als beheerders waar ook in 2009 al een IW onderzoek is uitgevoerd, kunnen in de IW onderzoeken worden betrokken. Bijzonder aandachtspunt bij deze IW onderzoeken zal zijn in hoeverre beheerders de aanbevelingen die in deze publicatie zijn opgenomen ter harte hebben genomen en welke maatregelen zij hebben genomen om de beheersing van hun IW proces te verbeteren. In het geval dat de AFM vaststelt dat een IW berekening niet betrouwbaar, juist en consistent plaatsvindt, zal de AFM overwegen toezichtmaatregelen te treffen.

## 4 PROSPECTUS

---

### Inleiding

Het prospectus is voor een beleggingsinstelling een belangrijk document. Potentiële deelnemers worden geacht op basis van dit prospectus de beslissing te nemen om al dan niet in de beleggingsinstelling deel te nemen. Om die reden is het belangrijk dat het prospectus adequate en actuele informatie bevat, vooral ook in turbulente tijden.

Voor september 2005 waren beheerders van beleggingsinstellingen verplicht wijzigingen in het prospectus vooraf aan de AFM voor te leggen. Vanwege een wijziging van de toenmalige Wet toezicht beleggingsinstellingen toetst de AFM sinds die tijd achteraf of de wettelijke voorschriften van 4:49 Wft worden nageleefd<sup>4</sup>. In het algemeen verricht de AFM een dergelijke toets met name risico georiënteerd en op basis van signalen. Vanwege de turbulentie waarmee beleggingsinstellingen de afgelopen periode te maken hebben gehad, heeft de AFM besloten om in 2009 in brede zin te onderzoeken hoe open-end beleggingsinstellingen invulling geven aan hun wettelijke informatie-eisen voor het prospectus.

Hieronder zal achtereenvolgens worden ingegaan op:

- de inhoud van het onderzoek van de AFM en het toepasselijke wettelijke kader;
- de uitkomsten van het onderzoek en de visie van de AFM op de regels;
- aanbevelingen om de informatie in het prospectus te verbeteren.

### Wat heeft de AFM gedaan?

De AFM heeft de prospectussen van negentien beleggingsinstellingen beoordeeld. Het onderzoek is uitgevoerd onder een brede groep van open-end beleggingsinstellingen, die niet onder de ICBE-regels vallen, en closed-end beleggingsinstellingen met niet verhandelbare rechten van deelneming. Naast een controle of de geselecteerde prospectussen inhoudelijk voldoen aan de op grond van de Wft gestelde eisen, heeft de AFM zich specifiek gericht op een aantal hieronder genoemde aandachtspunten.

### Wettelijk kader

In artikel 4:49 Wft is bepaald dat een beheerder van een open-end beleggingsinstelling of een closed-end beleggingsinstelling met niet verhandelbare deelnemingsrechten op zijn website een prospectus beschikbaar dient te hebben. Het prospectus van een closed-end beleggingsinstelling met verhandelbare rechten

---

4 *Het prospectus ex 5:2 Wft wordt sinds 1 juli 2005 nog wel vóórafgaand aan de aanbieding door de AFM getoetst.*

van deelneming valt onder de regels van artikel 5:2 Wft en de prospectusrichtlijn.

Het prospectus van een open-end beleggingsinstelling of een closed-end beleggingsinstelling met niet verhandelbare deelnemingsrechten<sup>5</sup> dient onder meer de gegevens te bevatten die voor beleggers noodzakelijk zijn om zich een oordeel te kunnen vormen over de beleggingsinstelling en de daaraan verbonden kosten en risico's. Dit prospectus dient volgens artikel 4:49, derde lid, Wft geactualiseerd te worden zodra daartoe aanleiding bestaat.

Verder is in artikel 118 Bgfo bepaald dat in het prospectus in afzonderlijke paragrafen gegevens moeten worden opgenomen over de kosten van de beleggingsinstelling (en de wijze waarop deze in rekening worden gebracht bij beleggers) en de aan de beleggingsinstelling verbonden risico's. In artikel 118 Bgfo is ook bepaald dat het prospectus de gegevens moet bevatten die zijn omschreven in Bijlage E Bgfo.

In Bijlage E Bgfo is vrij gedetailleerd aangegeven welke specifieke gegevens verder nog in het prospectus opgenomen dienen te zijn.

#### *Aandachtspunten AFM*

De AFM heeft de prospectussen vooral beoordeeld op de volgende punten:

- het prospectus bevat alle gegevens die voor beleggers noodzakelijk zijn om zich een goed oordeel te kunnen vormen over de beleggingspropositie;
- vermelding van eventuele gevolgen van de kredietcrisis voor de beleggingsinstelling;
- het prospectus voldoet aan de eisen van Bijlage E Bgfo;
- formulering en prioritering van de risico's;
- vermelding van alle kosten in één paragraaf.

Bij haar aanbevelingen heeft de AFM beoogd enige consistentie te bereiken met het regime voor prospectussen van closed-end beleggingsinstellingen op basis van artikel 5:2 Wft en de (Europese) prospectusrichtlijn.

#### **Wat heeft de AFM vastgesteld?**

Een belangrijke uitkomst van het onderzoek is dat bijna 40% van de onderzochte prospectussen dateerden uit 2006 of 2007. Hierdoor bestaat het risico dat de in

---

5 *Waar in het vervolg van deze publicatie het woord 'prospectus' wordt genoemd wordt steeds bedoeld op het prospectus van open-end beleggingsinstellingen en van closed-end beleggingsinstellingen met niet verhandelbare deelnemingsrechten. Bij het gebruik van het woord 'beleggingsinstelling' wordt eveneens alleen bedoeld op voornoemde soorten beleggingsinstellingen.*



het prospectus opgenomen gegevens verouderd zijn. Bepaling 9 van Bijlage E Bgfo vereist immer dat het prospectus voor beleggers inzichtelijk maakt hoe de beleggingsinstelling de laatste jaren heeft gepresteerd. Daarnaast kunnen de risicofactoren in deze prospectussen niet meer actueel zijn gelet op recente marktontwikkelingen.

Uit het onderzoek is ook gebleken dat veel van de onderzochte prospectussen niet volledig voldoen aan de in of bij de Wft gestelde eisen. De meeste gebreken werden daarbij geconstateerd in de risico's en het kostenoverzicht. Daarnaast komen de accountantsverklaringen vaak niet overeen met de standaardverklaring.

De AFM zal hierna een aantal aanbevelingen geven om deze punten te verbeteren en deze door middel van voorbeelden toelichten.

### Volledig beeld

Een prospectus is de schriftelijke informatiebron voor beleggers om zich een beeld te vormen van de aangeboden beleggingspropositie. De wet bepaalt dan ook dat het prospectus *tenminste* de gegevens bevat die voor beleggers noodzakelijk zijn om zich een oordeel te vormen over de beleggingsinstelling en de daaraan verbonden kosten en risico's. Het prospectus moet daartoe in elk geval de gegevens genoemd in Bijlage E Bgfo bevatten. De bepalingen van Bijlage E Bgfo vermelden regelmatig dat de gegevens alléén moeten worden opgenomen in het prospectus als de bepaling op de beleggingsinstelling van toepassing is.

De bedoeling van deze systematiek is dat beleggers door de informatie in het prospectus op het goede been worden gezet over de beleggingspropositie. Dat betekent dat aanbieders kritisch moeten kijken naar het aangeboden product en zich moeten vergewissen dat het prospectus *alle relevante* informatie bevat, ook als deze informatie niet expliciet in de wet en regelgeving is benoemd. Het aangeboden product is ook leidend voor de wijze waarop de verplichte informatie op grond van Bijlage E Bgfo in het prospectus beschreven wordt.

De specifieke kenmerken van het aangeboden product kunnen bijvoorbeeld met zich brengen dat bepaalde in Bijlage E Bgfo genoemde informatie wordt weggelaten, omdat die informatie voor dit product niet relevant is. Dit geldt bijvoorbeeld voor de beschrijving van de risico's en factoren die samenhangen met de beleggingen van de beleggingsinstelling genoemd in bepaling 8.2 van Bijlage E Bgfo. Als de beleggingen van de beleggingsinstelling zeer gediversificeerd zijn, zodat er geen sprake is van een grote concentratie van beleggingen in bepaalde soorten of markten, dan hoeft het concentratierisico niet in het prospectus beschreven te worden. Als er andere risico's zijn die voortvloeien uit het beleggingsbeleid, die niet expliciet in bepaling 8.2 van Bijlage E zijn genoemd, dan moet dit risico wel worden beschreven voor zover dit risico wezenlijk is.

De specifieke kenmerken van het aangeboden product kunnen ook met zich brengen dat er meer of andersoortige informatie in het prospectus opgenomen moet worden dan de informatie die in Bijlage E Bgfo wordt genoemd. Als een beleggingsinstelling bijvoorbeeld gebruik maakt van alternatieve beleggingsstrategieën of bijzondere beleggingsconstructies geeft het prospectus een duidelijke toelichting aan beleggers wat die strategie of constructie inhoudt. Naar de mening van de AFM is een dergelijke uitleg noodzakelijk om beleggers een volledig beeld te geven over de beleggingspropositie en de daaraan verbonden risico's.

### Actueel beeld

Het prospectus is een levend document dat gedurende de aanbidding dient te worden bijgewerkt om een juist en actueel beeld van de beleggingspropositie te blijven geven. Artikel 4:49, derde lid, Wft verplicht de beheerder dan ook om het prospectus te actualiseren zodra daartoe aanleiding bestaat. Bij open-end belegginginstellingen worden de deelnemingsrechten doorlopend aan beleggers aangeboden en moet het prospectus dus regelmatig worden bijgewerkt.

Uit het onderzoek van de AFM is gebleken dat 40% van de prospectussen gedateerd waren van vóór 2008 en dus meer dan een jaar oud waren. Daardoor bestaat het risico dat deze prospectussen geen actueel beeld schetsen, waardoor beleggers hun beleggingsbeslissing mogelijk baseren op verouderde informatie. De AFM is van mening dat een beheerste en integere bedrijfsvoering met zich brengt dat beheerders minimaal één keer per jaar moeten beoordelen of het prospectus geactualiseerd zou moeten worden. De publicatie van het jaarverslag van de beleggingsinstelling lijkt daarvoor het meest geëigende moment, aangezien bepaling 9.2 van Bijlage E Bgfo eist dat het prospectus een vergelijkend overzicht geeft van de ontwikkeling van het vermogen en de baten en lasten van de afgelopen drie boekjaren.

Sommige aanbieders actualiseren het prospectus door te verwijzen naar het meest actuele jaarverslag of door de bijlage met tijdsgebonden informatie bij het prospectus te vervangen door een nieuwe bijlage met de meest actuele informatie. Vaak is echter sprake van een grote verwevenheid van de informatie in de bijlage of jaarverslag met de informatie in het prospectus zelf. Door de inhoud van de rest van het prospectus niet consistent te houden met de bijlage of jaarverslag voldoet het prospectus niet meer aan haar hoofddoel van het leidende informatiedocument voor de belegger waarin alle informatie naast elkaar te lezen is. De AFM is van mening dat deze samenvoeging van informatie nu juist de toegevoegde waarde van het prospectus is voor een oriënterende belegger. Belegginginstellingen mogen daarom als het gaat om relevante en verplichte informatie niet volstaan met verwijzingen in het prospectus naar separate documenten zoals een jaarverslag als dit ten koste gaat van een juist en volledig beeld van de beleggingsinstelling.

Belangrijke nieuwe ontwikkelingen in de informatie in het prospectus, zoals drastisch veranderde marktomstandigheden of een bijzonderheid die de beleggingsinstelling zelf aangaat, dienen te leiden tot actualisatie van het prospectus als het prospectus daardoor bijvoorbeeld niet meer een juist beeld geeft van de beleggingspropositie. De AFM is van mening dat een beheerste en integere bedrijfsvoering met zich brengt dat beheerders procedures hebben die waarborgen dat het prospectus te allen tijde actueel is. Een voorbeeld is de omstandigheid dat een open-end belegginginstelling de inkoop van deelnemingsrechten heeft opgeschort met een beroep op de bijzondere voorwaarden. De AFM vindt dat het prospectus in die gevallen duidelijk zou moeten vermelden dat de inkoop tijdelijk is opgeschort en welke omstandigheden dat rechtvaardigen, zodat beleggers geïnformeerd zijn over het feit dat ze niet meer kunnen uitstappen door verkoop van hun deelnemingsrechten aan de beleggingsinstelling. Bovendien kunnen dergelijke omstandigheden nopen tot aanpassing van de risico's in het prospectus, zowel voor de inhoud als de volgorde.

Het spreekt voor zich dat het prospectus ook moet worden aangepast als de beheerder constateert dat de informatie in het prospectus onjuistheden of materiële vergissingen bevat die beleggers op het verkeerde been kunnen zetten.

### Kosten

De AFM vindt dat de informatie over kosten in het prospectus verbeterd kan worden. Centraal thema in deze is 'inzicht door overzicht'.

*Alle informatie over de kosten is terug te vinden in één paragraaf*

Alle kosten dienen op grond van artikel 118, tweede lid, Bgfo in één paragraaf te zijn opgenomen. Bij ruim een kwart van de onderzochte prospectussen zijn de kosten verspreid binnen het prospectus of zelfs daarbuiten weergegeven. Het gaat zowel om de omschrijving van de kosten als de kwantificering daarvan<sup>6</sup>. De kwalitatieve omschrijving en de kwantificering zijn één onlosmakelijk geheel en dienen bij elkaar te staan om goed inzicht te geven aan de potentiële belegger. De belegger mag dus bijvoorbeeld niet worden geleid naar bijlages om inzicht te krijgen in de kwantificering van de kosten.

Kostenratio's zoals de total expense ratio (TER) verrijken het 'inzicht door overzicht'. De TER geeft de potentiële deelnemer eenvoudig en reconstrueerbaar het geheel aan kosten in beeld. In deze kostenratio zijn ook de kosten van eventuele onderliggende deelnemingen in andere beleggingsinstellingen of beleggingsconstructies opgenomen.

---

<sup>6</sup> Hieronder wordt ook begrepen eventuele exploitatieprognoses van vastgoedbeleggingen.

### *De kosten zijn afdoende verbijzonderd*

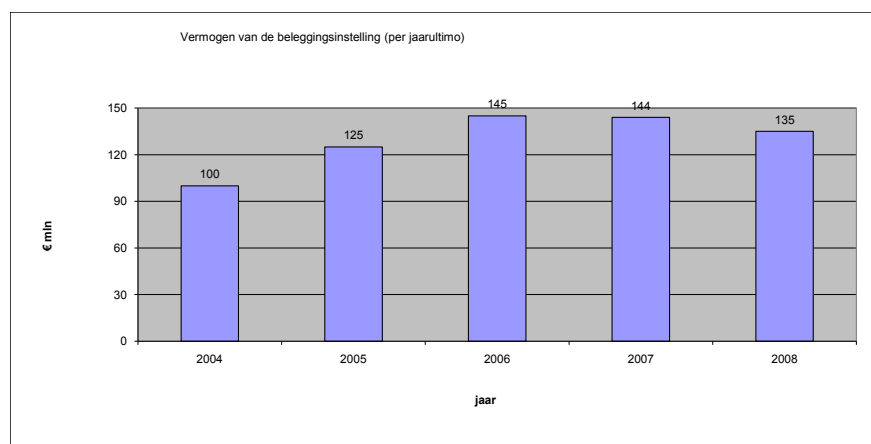
In een meerderheid van de onderzochte prospectussen zijn de kosten niet afdoende verbijzonderd. Zo moet de post 'algemene kosten' nader worden uitgesplitst naar bijvoorbeeld marketingkosten, kosten van toezicht, accountantskosten, et cetera, zoals bepaling 6.10 van Bijlage E Bgfo voorschrijft. Een beleggingsinstelling die bovendien (direct of indirect) belegt in andere beleggingsinstellingen heeft ook te maken met de kosten (en risico's) van de onderliggende deelnemingen. Deze kosten dienen ook inzichtelijk te zijn gemaakt en in dezelfde kostenratio opgenomen<sup>7</sup>. Als het niet mogelijk is deze kosten te vermelden, moet dit feit in het prospectus worden vermeld met de reden waarom het niet mogelijk is deze kosten te vermelden.

### *Meerjarig vergelijkend overzicht*

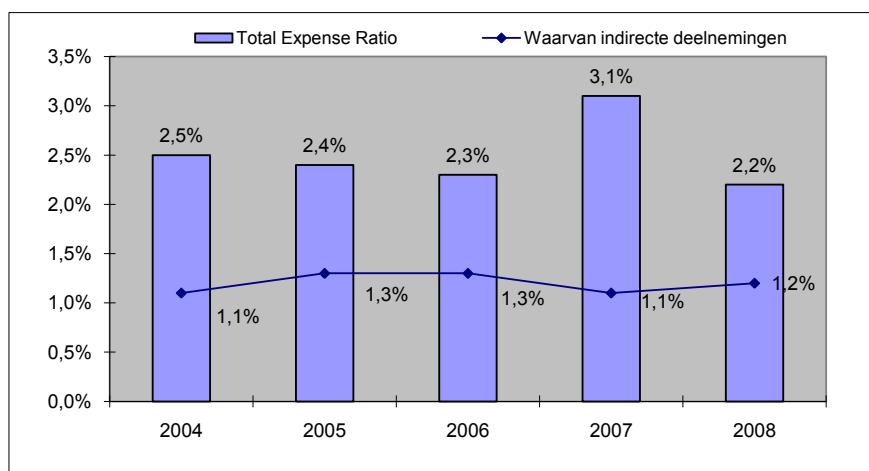
Het is verplicht om het kostenniveau per boekjaar weer te geven op grond van bepaling 6.10 van Bijlage E Bgfo. De AFM beveelt aan om in het prospectus meerjarige vergelijkende overzichten in de kostenparagraaf op te nemen, waarin – op basis van één en dezelfde grondslag – informatie wordt gegeven over:

- a het kostenniveau op jaarbasis gerelateerd aan de intrinsieke waarde;
- b het behaalde rendement van de beleggingsinstelling;
- c het vermogen van de beleggingstelling.

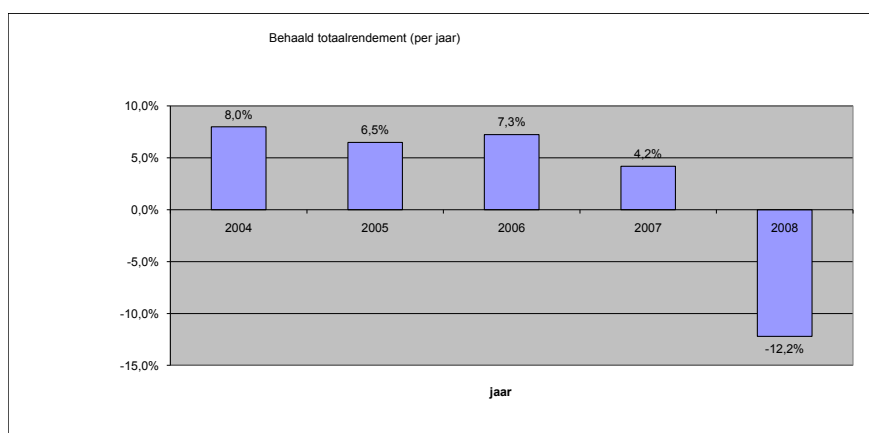
Deze overzichten geven in één oogopslag de benodigde informatie over het verleden. In een kwalitatief goed prospectus is één en ander zelfs visueel weergegeven door middel van grafieken en staat de methodiek duidelijk toegelicht. Een meerjarig vergelijkend overzicht impliceert dat bij iedere afsluiting van een boekjaar een nieuwe toevoeging aan het vergelijkend overzicht in het prospectus moet worden gemaakt. Hieronder treft u een voorbeeld aan van een dergelijk overzicht.



<sup>7</sup> Dit vloeit voort uit 6.9 van Bijlage E Bgfo.



\* = totale kosten in verhouding tot de intrinsieke waarde, voor de systematiek zie artikel 3:23 NRGfo



### BTW

Uit het prospectus moet duidelijk blijken of de kosten in- of exclusief BTW zijn. Door dit te vermelden krijgen (potentiële) beleggers een reëel beeld van wat zij kunnen verwachten en komen zij niet voor verrassingen te staan. In meer dan de helft van de onderzochte prospectussen is niet aangegeven of de kosten in- of exclusief BTW zijn.

### Risicofactoren

De AFM heeft in het onderzoek geconstateerd dat veel prospectussen gebreken vertonen in de beschreven risico's en niet volledig voldoen aan artikel 118 Bgfo jo bepaling 8 Bijlage E Bgfo. Het gaat zowel om het ontbreken van relevante risico's als het onvoldoende uitwerken of toespitsen van de wél genoemde risico's op de specifieke situatie van de beleggingsinstelling.

### Ontbreken van risico's

Alle risico's die beleggers kunnen lopen met hun deelneming in de beleggingsinstelling moeten in het prospectus worden beschreven. Alleen risico's die (i) niet van wezenlijk belang zijn of (ii) risico's waarvan de beleggingsinstelling zich niet

bewust is, hoeven niet in het prospectus te worden vermeld. De belangrijkste en grootste risico's dienen het eerst te worden vermeld. Regelmatig dient te worden bekeken of de risicofactoren in het prospectus nog volledig zijn. Specifieke ontwikkelingen in de economie of voor de beleggingsinstelling kunnen nieuwe risico's voor beleggers met zich brengen. Een goed voorbeeld is de kredietcrisis, waardoor nieuwe risico's kunnen zijn ontstaan of bestaande risico's belangrijker kunnen zijn geworden. In dat geval zouden deze risico's ook moeten worden opgenomen of prominenter moeten worden vermeld in het prospectus door de volgorde van de risico's aan te passen. In 95% van de onderzochte prospectussen zijn de nieuwe risico's als gevolg van de kredietcrisis niet benoemd. Daarnaast worden in veel prospectussen niet de belangrijkste en grootste risico's als eerste in de aparte risicoparagraaf vermeld.

In bepaalde situaties moeten de risico's altijd in het prospectus worden beschreven ook al vindt de beheerder het risico niet materieel. Het gaat hier om de volgende situaties:

- de beleggingsinstelling bestaat uit diverse subfondsen, waarbij beleggers in het ene subfonds ook risico lopen over het vermogen van de andere subfondsen (bepaling 8.5 Bijlage E Bgfo);
- de beleggingsinstelling leent financiële instrumenten in of uit (bepaling 8.6 Bijlage E Bgfo);
- de beleggingsinstelling belegt met geleend geld (bepaling 8.7 Bijlage E Bgfo).

#### *Toespitsen van risico's op beleggingsinstelling*

Onder bepaling 8.2 van Bijlage E Bgfo moeten alle risico's die beleggers met hun deelname in de beleggingsinstellingen kunnen lopen, worden beschreven. Bepaling 8.3 van Bijlage E Bgfo noemt daarbij een aantal factoren die bij de beschrijving van die risico's bijzondere aandacht verdienen. De beschrijving van de risico's moet een korte en begrijpelijke uitleg bevatten over ieder specifiek risico. In dit verband merkt de AFM op dat de beschrijving van het risico vaak bestaat uit een letterlijke vermelding van de tekst uit Bijlage E in het prospectus. De AFM kan zich in deze praktijk niet vinden. De risicofactoren moeten toegespitst worden op de situatie van de beleggingstelling en uitleggen wat de gevolgen kunnen zijn voor de belegger als een risicofactor zich verwezenlijkt.

#### *Specifieke bevindingen*

Tijdens het onderzoek is gebleken dat de risico's vaak onvoldoende of niet ingaan op de factoren genoemd in bepaling 8.3 van Bijlage E Bgfo. De AFM vraagt hiervoor uw aandacht. Hieronder wordt toegelicht hoe de AFM deze specifieke risico's ziet.

### **1 het rendementsrisico (bepaling 8.3 onder a van Bijlage E Bgfo)**

De investeringskeuzes van de beheerder vormen een risico voor beleggers, omdat deze keuzes verkeerd uit kunnen pakken of achteraf gebaseerd blijken te zijn op foute assumpties. De beschrijving van deze risicofactor in het prospectus moet duidelijk maken welke keuzes de beheerder kan maken op basis van het beleggingsbeleid en wat de gevolgen kunnen zijn voor beleggers. Daarbij moet worden aangegeven of dit risico enigszins wordt beperkt door een garantie van bijvoorbeeld de beheerder of een andere gelieerde partij, de structuur van de beleggingen of andere factoren, zoals hedging.<sup>8</sup> In veel van de onderzochte prospectussen is het rendementsrisico niet of onvoldoende beschreven.

### **2 het vermogensrisico (bepaling 8.3 onder b van Bijlage E Bgfo)**

Indien een specifiek risico een (nadelig) effect kan hebben op het vermogen van de beleggingsinstelling, dan moet de beschrijving van het risico hieraan expliciet aandacht besteden. Bij sommige risico's ligt dit voor de hand, omdat zij een direct effect op het vermogen van de beleggingsinstelling hebben. Denk hierbij aan het risico dat de waarde van de beleggingen kan dalen. Andere risico's, zoals het tegenpartij risico, kunnen als bijkomstig effect hebben dat het vermogen van de beleggingsinstelling aangetast wordt. Het vermogensrisico moet ook in die gevallen expliciet worden genoemd. Daarnaast moet worden ingegaan op het risico dat beleggers lopen in verband met de erosie van de liquide middelen van de beleggingsinstelling door het uitkeren van rendement of door het inkopen van deelnemingsrechten dan wel anderszins. Door de erosie van haar vermogen als gevolg van deze uitkeringen, kan een beleggingsinstelling onvoldoende liquide middelen overhouden voor nieuwe beleggingen en/of voor het inkopen van participaties. In het prospectus moet voor beleggers duidelijk zijn beschreven in welke gevallen dit risico zich zou kunnen verwezenlijken en wat de mogelijke gevolgen voor beleggers kunnen zijn. In veel van de onderzochte prospectussen is het vermogensrisico niet of onvoldoende beschreven.

### **3 de afhankelijkheid van de prestaties van een aanbieder of een garantiegiver (bepaling 8.3 onder c van Bijlage E Bgfo)**

Dit risico is voornamelijk van toepassing als een belegginginstelling wordt gebruikt als financieringsconstructie voor de aanbieder in bijvoorbeeld onroerend goed of schepen. Ook is het risico van toepassing als sprake is van (indirecte) beleggingen in andere soorten producten van de aanbieder zoals leningen of gestructureerde producten. De kern van dit risico is dat het prospectus beleggers dient te attenderen als het rendement van de beleggers vooral afhankelijk is van

---

<sup>8</sup> Deze omschrijving mag echter het daadwerkelijke risico niet helemaal uithollen. Duidelijk moet blijven wat het echte risico is dat de belegger loopt.

de prestaties van de aanbieder en niet van een portefeuille van beleggingen waarbij de aanbieder geen invloed kan uitoefenen op het rendement.

#### **4 het inflexibiliteitsrisico (bepaling 8.3 onder d van Bijlage E Bgfo)**

Inflexibiliteit van het product kan een risico vormen voor beleggers wanneer ze hun participaties willen verkopen of anderszins te gelde maken. Het moet duidelijk voor beleggers zijn onder welke omstandigheden dit risico zich zou kunnen verwezenlijken. Inflexibiliteit wordt bijvoorbeeld veroorzaakt door het toepasselijke fiscale regime, beperkingen in het tijdstip waarop participaties ingekocht worden, het niet ontvangen van bepaalde rendementen bij vervroegde uittreding of betaling van substantiële fees in verband met de in- of verkoop van participaties en die het totale rendement voor de belegger nadelig beïnvloeden. In veel van de onderzochte prospectussen is het inflexibiliteitsrisico niet of onvoldoende beschreven.

#### **5 het bijstortrisico (bepaling 8.7 onder b van Bijlage E Bgfo)**

Als een beleggingsinstelling belegt met geleend geld moeten de risico's hiervan worden beschreven. Daarbij moet ook worden ingegaan op een eventueel bijstortrisico voor beleggers. Het bijstortrisico houdt in dat een belegger additionele geldsommen – boven zijn initiële inleg – moet betalen om verliezen van de beleggingsinstelling te dekken. Het kan dan gaan om een bijstortverplichting aan de beleggingsinstelling zelf, maar ook om een rechtstreekse verplichting van beleggers aan de leninggever om tekorten aan te vullen. In vrijwel alle onderzochte prospectussen waarin sprake blijkt te zijn van beleggingen met geleend geld, wordt niet of onvoldoende op een eventueel bijstortrisico ingegaan.

Ook als beleggers geconfronteerd kunnen worden met een bijstortrisico in een andere situatie – bijvoorbeeld bij subfondsen – vindt de AFM dat dit risico duidelijk moet worden benoemd. Een bijstorting kan immers grote gevolgen hebben voor de financiële positie van de individuele belegger. Beleggers moeten deze mogelijke gevolgen dan ook in hun beleggingsbeslissing kunnen betrekken.

#### **6 de risico's verbonden aan het in- of uitlenen van effecten (bepaling 8.6 onder d van Bijlage E Bgfo)**

Het in- en uitlenen van effecten door de beleggingsinstelling houdt risico's in omdat de tegenpartij in gebreke kan blijven. Daardoor kan de beleggingsinstelling zijn effecten kwijtraken en vermogensverlies lijden dat niet gecompenseerd wordt door de waarde van het onderpand. Bij veel beleggingsinstellingen die op basis van het beleggingsbeleid de mogelijkheid hebben om effecten in- of uit te lenen, worden de mogelijke risico's hiervan niet weergegeven in het prospectus.



Ook wordt het in- en uitlenen van effecten door de beleggingsinstelling in het algemeen vaak niet adequaat in het prospectus beschreven. Als de beleggingsinstelling effecten in- en uitleent verzoekt de AFM om alle informatie op te nemen in het prospectus.

## **7. de risico's in verband met de kredietcrisis**

In verband met de kredietcrisis zijn veel beleggingsinstellingen geconfronteerd met nieuwe risico's. Hierbij kan gedacht worden aan het risico dat de beleggingsinstelling geen (her)financiering kan krijgen, het risico van liquiditeitstekorten veroorzaakt door het plotseling incurant worden van de beleggingen of het risico dat de beheerder failliet gaat. De AFM verwacht dat beleggingsinstellingen die met deze nieuwe risico's door de kredietcrisis zijn geconfronteerd, deze risico's prominent vermelden en beschrijven.

### **Mededeling accountant**

Op grond van artikel 4:49, tweede lid onder c, Wft moet het prospectus een mededeling van de externe accountant bevatten dat het prospectus voldoet aan de wettelijke eisen.

Begin 2009 heeft de AFM overleg gevoerd met NIVRA/SBB over de inhoud van het assurance rapport van de accountant voor de inhoud van het prospectus. Naar aanleiding van dit overleg is de standaard assurance verklaring veranderd. Deze nieuwe standaard geeft duidelijker aan wat de verantwoordelijkheid is van de beheerder versus de accountant. De AFM beveelt aan dat deze nieuwe standaard bij actualisering van het prospectus opgenomen wordt.

Actualisering van het prospectus betekent ook een nieuwe controle van het prospectus door de accountant en een nieuwe assurance verklaring. Op deze wijze kan de belegger vertrouwen op actuele, volledige en gecontroleerde informatie in het prospectus.

## **Samenvatting**

### **Wat beveelt de AFM aan?**

In deze publicatie heeft de AFM een aantal aanbevelingen aangegeven om de informatie in de prospectussen van de door u beheerde beleggingsinstellingen te verbeteren. De (belangrijkste) aanbevelingen worden hierna samengevat weergegeven. Per aanbeveling wordt aangegeven hoe u de aanbeveling moet lezen en wat de wettelijke grondslag is.

- 1 Het prospectus bevat alle informatie die, gelet op de aard van het product, voor beleggers noodzakelijk is om zich een oordeel te kunnen vormen over de beleggingsinstelling, inclusief risico's en kosten. Het aangeboden product is leidend voor de wijze waarop de verplichte informatie van Bijlage E Bgfo in het prospectus beschreven wordt. De specifieke kenmerken van het product kunnen aanleiding geven om meer of andersoortige informatie in het prospectus op te nemen.

*Deze aanbeveling is een verplichting die rechtstreeks volgt uit artikel 118 Bgfo en/of Bijlage E Bgfo.*

- 2 Het prospectus is niet alleen bij aanvang actueel, maar wordt ook doorlopend actueel gehouden. Beheerders zouden minimaal één keer per jaar moeten beoordelen of het prospectus geactualiseerd zou moeten worden.

*De AFM ziet deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 4:49, derde lid, Wft dat het prospectus geactualiseerd wordt zodra daartoe aanleiding bestaat en de verplichting om een beheerste en integere bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 4:11 en 4:14 Wft te voeren.*

- 3 Alle kosten zijn in één paragraaf opgenomen en vermelden of zij in- of exclusief BTW zijn. De algemene kosten zijn voldoende uitgesplitst. Kosten van onderliggende deelnemingen in beleggingsinstellingen zijn eveneens opgenomen. De AFM beveelt aan om meerjarig vergelijkende overzichten op te nemen.

*Deze aanbeveling is een verplichting die rechtstreeks volgt uit artikel 118 Bgfo en/of Bijlage E Bgfo. De laatste zin van deze aanbeveling volgt niet expliciet uit wettelijke bepalingen. De AFM acht het wenselijk dat deze aanbeveling wordt opgevolgd, omdat meerjarige vergelijkende overzichten bijdragen aan een beter inzicht voor beleggers in het aanbod van de beleggingsinstelling en de op de beleggingsinstelling rustende kosten.*

- 4 Alle risico's die beleggers kunnen lopen met hun deelneming in de beleggingsinstelling zijn toegespitst op de beleggingsinstelling en helder en geordend naar belang weergegeven in een aparte paragraaf van het prospectus. De AFM wijst u hierbij op het feit dat Bijlage E Bgfo niet een limitatieve opsomming van de mogelijke risico's bevat. U dient zelf zorg te dragen voor onderkenning van de relevante risicofactoren en een complete beschrijving in het prospectus. Minimaal één keer per jaar dient u te beoordelen of de beschreven risico's nog volledig en actueel zijn.

*Deze aanbeveling is een verplichting die rechtstreeks volgt uit artikel 118 Bgfo en/of Bijlage E Bgfo. De AFM ziet de laatste zin van deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 4:49, derde lid, Wft dat het prospectus geactualiseerd wordt zodra daartoe aanleiding bestaat en de verplichting om een beheerste en integere bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 4:11 en 4:14 Wft te voeren.*

- 5 Bij actualisering van het prospectus wordt de nieuwe NIVRA standaard accountverklaring opgenomen.

*De AFM ziet deze aanbeveling als een adequate invulling van de verplichting van artikel 4:49, tweede lid, onder c, Wft dat het prospectus een mededeling van de accountant bevat.*

**Wat verwacht de AFM van u?**

De AFM verwacht dat u het prospectus van alle door u beheerde beleggingsinstellingen op alle in deze publicatie genoemde punten toetst en waar nodig aanpassingen doorvoert. Tevens verwacht de AFM dat u procedures implementeert die waarborgen dat het prospectus doorlopend aan de gestelde eisen voldoet en periodiek geactualiseerd wordt.

**Wat gaat de AFM verder doen?**

Als onderdeel van haar reguliere controlestrategie zal de AFM in 2010 een aantal prospectussen van bestaande open-end beleggingsinstellingen en closed-end beleggingsinstellingen zonder verhandelbare deelnemingsrechten toetsen aan de toepasselijke wet- en regelgeving voor prospectussen. Onderdeel van deze toetsing zal zijn in hoeverre de aanbevelingen van deze publicatie, voor zover relevant, door de betreffende beleggingsinstelling zijn overgenomen. De AFM zal hierbij in het bijzonder letten of de prospectussen nog voldoende actueel zijn en of de kosten en risico's adequaat en conform de wettelijke vereisten in de prospectussen zijn beschreven. In het geval dat wettelijke vereisten niet zijn nageleefd, zal de AFM overwegen toezichtmaatregelen te treffen.

**Autoriteit Financiële Markten**  
**T 020 797 2000 | F 020 797 3800**  
**Postbus 11723 | 1001 GS AMSTERDAM**

**[www.afm.nl](http://www.afm.nl)**

De tekst in deze brochure is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontleen. Door besluiten op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet langer actueel is wanneer u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – zoals bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door acties ondernomen naar aanleiding van deze brochure.

Amsterdam, oktober 2009