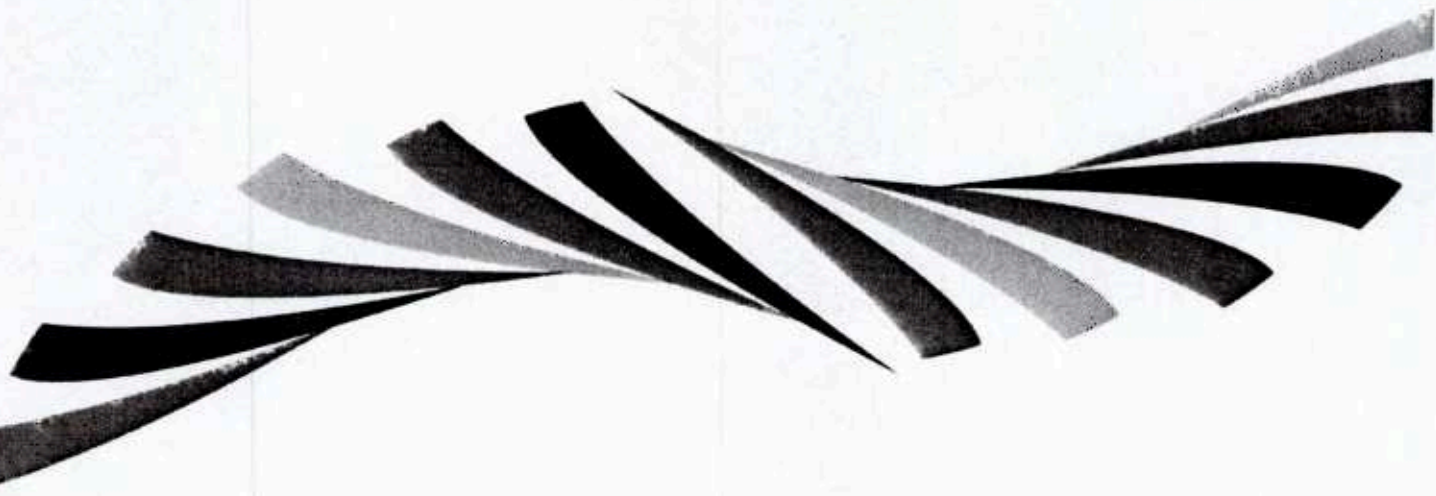




AFM

Doorrekening van beschikbare premieovereenkomsten



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

A.	Wat zijn de belangrijkste bevindingen van de doorrekening?	4
B.	Waarom maakt de AFM zich zorgen over beschikbare premieovereenkomsten?	5
C.	Wat moet er volgens de AFM nu gebeuren?	5
D.	Hoe is dit onderzoek vormgegeven?	7
E.	De bevindingen: een nader uitwerking	7

De AFM heeft beschikbare premieovereenkomsten (op basis van beleggingen) doorgerekend. Beschikbare premieregelingen op basis van beleggingen hebben de kans op een hoog pensioen maar de pensioenhoogte is ongeveer door forse onzekerheden. Bij beschikbare premieregelingen op basis van garanties ligt zowel de verwachte opbrengst als de mate van onzekerheid lager. Sociale partners moeten een afweging maken wat voor hen belangrijk is: zekerheid of de kans op een hoger pensioen. Dit rapport gaat in op de consequenties van de onzekerheden die samengaan met de keuze voor een beschikbare premieovereenkomst op basis van beleggingen. Naar beschikbare premieregelingen op basis van garanties is in de doorrekening niet gekeken.

De doorrekening geeft een *indicatie* van de hoogte van de kosten, verzekeringspremies en de risico's van dit type pensioenproduct bij een gegeven inleg en de impact hiervan op het pensioeninkomen in uiteenlopende omstandigheden.

De beschikbare premieovereenkomst is een soort beleggingsverzekering en wordt voornamelijk uitgevoerd door verzekeraars en in zeer beperkte mate door pensioenfondsen. Dit soort producten stelt consumenten in staat om vermogen op te bouwen en bepaalde financiële risico's af te dekken. De gemiddelde consument kan deze typen producten niet eenvoudig op waarde schatten.

Het Verbond van Verzekeraars heeft eerder dit jaar een *toetsnorm* voor de kosten van dit soort overeenkomsten gepubliceerd. De toetsnorm is een maximum aan kosten voor contracten gesloten in de jaren voor 2010. Het Verbond adviseert verzekeraars om de consequenties van kosten hoger dan de toetsnorm te compenseren. De toetsnorm geldt niet voor nieuwe contracten.

A. Wat zijn de belangrijkste bevindingen van de doorrekening?

De bevindingen van de doorrekening van beschikbare premieovereenkomsten zijn als volgt:

1. De uitkomsten van dit type pensioen variëren sterk;
2. Hoge kosten en verzekeringspremies zetten het ouderdomspensioen sterk onder druk;
3. Bij een vlakke staffel (de inleg is lager dan de fiscale ruïnte) kan het ouderdomspensioen meer dan halveren ten opzichte het ouderdomspensioen bij een fiscaal maximale inleg;
4. De risico's die deelnemers lopen zijn fors, lastig af te dekken en hebben grote invloed op het pensioen.

De bevindingen bevestigen het belang dat dit soort overeenkomsten met zorg afgesloten worden. Werkgevers die hun werknemers een beschikbare premieovereenkomst als pensioen aanbieden dienen zich goed te laten informeren en adviseren over kosten, rendementen, risico's en inleg. De aard en werking van dit soort producten verhogen het risico op een teleurstellend pensioen voor de deelnemer, terwijl die juist belang heeft bij een zeker pensioen.

De bevindingen worden nader uitgewerkt in deel E van deze rapportage.

B. Waarom maakt de AFM zich zorgen over beschikbare premieovereenkomsten?

Deze doornkening volgt op eerdere onderzoeken naar beschikbare premieovereenkomsten. De AFM heeft onlangs de volgende rapporten gepubliceerd:

- Kostentransparantie bij Premieovereenkomsten
- Kwaliteit Advies Tweedepijler Pensioenen
- Geef Nederlanders Pensioeninzicht
- Zorgplicht bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid 2009

Het totaalbeeld dat is ontstaan naar aanleiding van deze onderzoeken biedt reden tot zorg. Beschikbare premieovereenkomsten kennen veelal aanzienlijke risico's voor de deelnemer, zijn niet eenvoudig te doorgronden en kunnen daarom voor de deelnemer een teleurstellend pensioen opleveren. De informatie over kosten is onvoldoende duidelijk. De kwaliteit van het advies aan de werkgever over de te sluiten verzekerde pensioenregeling is ver onder de maat. Deelnemers aan pensioenovereenkomsten hebben onvoldoende inzicht in de mate van onzekerheid van hun toekomstig pensioen en bovendien veelal te hoge verwachtingen.

In hoeverre de risico's zich daadwerkelijk manifesteren en de consequenties als deze risico's zich manifesteren is nog onduidelijk en weinig zichtbaar. In Nederland domineren uitkeringsovereenkomsten. Het aandeel van premieovereenkomsten is pas de laatste jaren toegenomen. Er zijn nog maar weinig huishoudens met gepensioneerden die grotendeels afhankelijk zijn van beschikbare premieovereenkomsten.

Het risico bestaat dus dat groepen werknemers er te laat achter kunnen dat zij een voor hen teleurstellend laag pensioen krijgen. Verergering van die situatie kan aan de orde zijn als die werknemers door bijvoorbeeld tegenvallende beleggingsresultaten hun hypotheek niet kunnen aflossen.

C. Wat moet er volgens de AFM nu gebeuren?

Pensioen is een arbeidsvoorwaarde die wordt overeengekomen tussen werkgevers en werknemers. De uitkomsten van een beschikbare premieovereenkomst zijn onzeker. Deze kunnen meevallen maar ook teleurstellen. Sociale partners zijn verantwoordelijk voor de vormgeving van een beschikbare premieovereenkomst en moeten goed weten wat de kosten, rendementen, risico's en inleg zijn bij de gekozen regeling en wat de consequenties zijn van de keuzes die ze gemaakt hebben. Werkgevers, betrokken werknemers en adviseurs zouden uit de productinformatie de kernelementen (zoals rendement, kosten, risico's en beperkingen) van een beschikbare premieovereenkomst moeten kunnen zien en beoordelen. Dit is een noodzakelijke randvoorwaarde voor een goedwerkende financiële markt. Kunnen werkgevers en werknemers op het moment van afsluiten van de overeenkomst vaststellen wat de kwaliteit van de overeenkomst is en wat de implicaties hiervan zijn voor het pensioen van de werknemers? De AFM vraagt zich dit sterk af. De beoordeling van de kwaliteit van een individuele regeling is complexe materie en de vergelijkbaarheid van regelingen onderling is voor individuele werkgevers lastig.

Aanbreiders van dit soort pensioenproducten en bemiddelaars dienen mede hierom hun bijzondere positie en verantwoordelijkheid te realiseren. Dit gaat om pensioenen van werknemers die bovendien moeite hebben om weloverwogen keuzes te maken. De uitkomsten van dit type pensioen variëren sterk.

De afgelopen jaren hebben aanbieders en sociale partners verbeteringen voorgesteld in de informatievoorziening over producten. Het is van groot belang dat deze verbetering nu ook daadwerkelijk worden doorgevoerd. We roepen aanbieders daarnaast op om hun beschikbare pensioenproducten en de distributie ervan kritisch te toetsen op de mate waarin de belangen van de klant (werkgever en deelnemers) centraal staan. Een aanbieder zou hierbij kunnen denken aan onder andere de volgende vragen:

1. Zijn de gevolgen van het product in alle scenario's acceptabel voor en goed uitlegbaar aan de doelgroep?
2. Is de product- en distributie-informatie overduidelijk duidelijk?
3. Kan een klant of adviseur uit de productinformatie de kernelementen (zoals rendement, kosten, risico en restricties) verwerkt in scenario's van het product zien en beoordelen?
4. Zijn de adviseurs in staat (gesteld) het product goed te adviseren?
5. Zijn er geen sterke prikkels die ingaan tegen de belangen van de klant?

Met betrekking tot de advisering verwijzen wij naar het rapport *Kwaliteit Advies Tweedepijler Pensioenen* voor specifieke aanbevelingen. De AFM blijft zich richten op de kwaliteit van informatieverstrekking en advisering.

D. Hoe is dit onderzoek vormgegeven?

Wij hebben beschikbare premieovereenkomsten op basis van beleggingen onderzocht. Garantiecontracten, waarbij een minimumrendement wordt gegarandeerd, vallen buiten de reikwijdte van deze doorrekening. We beperken ons in de rapportage tot het ouderdomspensioen. Implicaties van kosten en risico's voor het partnerpensioen zijn wel doorgerekend, maar worden niet getoond in deze rapportage.

De aanpak van de doorrekening is als volgt geweest:

- De AFM heeft een model aan de hand waarvan verschillende gestileerde producten voor verschillende maatmensen en scenario's doorgerekend zijn.
- Het model is een cashflow model waarbij stortingen en onttrekkingen worden nagehoort.
- De gestileerde producten zijn gebaseerd op producten zoals die in de markt worden aangeboden.
- De gebruikte maatmensen en scenario's zijn indicatief voor dit type overeenkomsten en bieden inzicht in de werking en gevoeligheid van de producten.
- Er is gericht input van denken gevraagd om het model, aannames en hypothesen te testen.
- Dit heeft geresulteerd in 170 doorrekeningen. In deze rapportage tonen wij er enkele van.

De AFM doet in deze rapportage generieke, op feiten gebaseerde uitspraken over overeenkomsten die van geval tot geval sterk kunnen verschillen. Deze rapportage geeft een indicatie van de hoogte van kosten en de impact van risico's op het pensioen.

E. De bevindingen: een nader uitwerking

In dit deel van de rapportage worden de belangrijkste bevindingen toegelicht.

E.1 De uitkomst van dit type pensioen varieert sterk

De uitkomst van dit type ouderdomspensioen varieert sterk en hangt af van onder andere: de hoogte van de inleg, de hoogte van de kosten en de gekozen risicodekkingen, de looptijd van de overeenkomst, de inflatie, beleggingsresultaten en de levensverwachting en deelnemersspecifieke kenmerken zoals leeftijd, salaris en loopbaanontwikkeling.

De beschikbare premieovereenkomst is een overeenkomst die gesloten wordt tussen de aanbieder (bijvoorbeeld een verzekeraar) en de werkgever, al dan niet met behulp van een adviseur. De overeenkomst is gebaseerd op een bestaand pensioenproduct. Het pensioenproduct biedt een raamwerk van mogelijkheden en opties. De nadere invulling van de overeenkomst is onder meer afhankelijk van de wensen van de werkgever.

De uitkomsten van het ouderdomspensioen zijn voor een deel afhankelijk van de keuzes die de werkgever maakt over bijvoorbeeld de hoogte van de inleg en de wijze van financieren van het partnerpensioen. Net zo belangrijk zijn ontwikkelingen waar de werkgever geen controle over heeft, zoals beleggingsrendementen, markttrentes, de levensverwachting en persoonlijke omstandigheden van werknemers. Dit maakt het lastig voor werkgevers en werknemers om een inschatting te maken van de uitkomsten van het ouderdomspensioen. Ook moeten werkgevers en werknemers een afweging maken tussen de gewenste zekerheid, inleg en potentiële hoogte van het ouderdomspensioen.

Elke aanbieder heeft zijn eigen pensioenproducten. Producten verschillen onderling, bijvoorbeeld in de kostenstructuur en hoogte van kosten of in de beleggingsmogelijkheden die geboden worden.

Naast de verschillen tussen aanbieders kunnen ook bij dezelfde aanbieder en hetzelfde pensioenproduct verschillende kosten in rekening gebracht worden. De kosten zijn overeenkomstafhankelijk en hangen onder meer af van het aantal deelnemers per contract, de afgesproken provisie, de onderhandelingspositie van de werkgever of adviseur en de beleggingen die worden aangeboden.

Per deelnemer aan een overeenkomst kunnen de kosten variëren indien een andere keuze wordt gemaakt in de beleggingsmix. De pensioenopbouw is voor elke deelnemer anders door verschillen o.a. in salaris, afgesloten risicodekkingen en het individuele beleggingsresultaat.

E.2 Hoge kosten en premies zetten het ouderdomspensioen sterk onder druk

De kosten en verzekeringspremies kunnen op het niveau van aanbieder, regeling en deelnemer variëren. Uit onze doorrekeningen blijkt dat de hoogte van de kosten uitgedrukt in eurocenten van een euro betaalde inleg varieert van circa 12 cent tot circa 42 cent. De premie voor premievrijstelling bij arbeidsongeschiktheid varieert tussen de 5 cent en 8 cent. We illustreren dit aan de hand van een voorbeeld voor een alleenstaande man van 25 jaar (zie voor toelichting bij de doorrekeningen Box 1). Omdat er geen nabestaandenpensioen verzekerd hoeft te worden, wordt bonuspremie uitgekeerd die direct belegd wordt. Bij lage kosten is de bonuspremie 7 cent per ingelegde euro; bij hoge kosten is dit 3 cent. Hierdoor blijft er 53 tot 90 cent over om te beleggen (zie Doorrekening 1).

Doorrekening 1

	Lage kosten	Hoge kosten	Toetsnorm
Betaald aan kosten verzekeraar & advies	€ 0,05	€ 0,25	€ 0,26
Betaald aan beleggingskosten	€ 0,07	€ 0,17	
Betaald aan verzekeringspremie	€ 0,05	€ 0,08	€ 0,08
Ontvangen aan bonuspremie	€ 0,07	€ 0,03	€ 0,05
Belegd	€ 0,90	€ 0,53	€ 0,71

Noot. Als we scenario's doorrekenen van de ontwikkeling van het pensioenkapitaal, dan kunnen we vervolgens terugrekenen hoe een gemiddelde ingelegde euro gedurende de looptijd is besteed. De kostensoorten, verzekeringspremie en het gedeelte dat ten bate van de klant belegd wordt, kunnen worden uitgedrukt in eurocenten van één ingelegde euro.

Het effect van dit verschil in kosten op het ouderdomspensioen is groot. Indien 37 cent per euro minder belegd wordt, dan leidt dit tot een 41% lager ouderdomspensioen (€9.653 in plaats van €16.384). Met de door de verzekeraars overeengekomen toetsnorm zijn de kosten lager en de opbrengst hoger dan in het hoge-kosten-scenario. Indien de kosten worden gemaximeerd op de toetsnorm, dan leidt dit tot een 21% lager ouderdomspensioen (exclusief AOW) ten opzichte van overeenkomsten met lage kosten (€12.945 in plaats van €16.384) maar 34% hoger dan bij hoge kosten. Bij lage kosten is het totale pensioen 66% van het eindloon en bij hoge kosten is dit 51%.

Doorrekening 2

Kosten	Lage kosten	Hoog kosten	Footsnorm
OP	€ 16.384	€ 9.653	€ 12.945
AOW	€ 19.056	€ 19.056	€ 19.056
Pensioen	€ 35.440	€ 28.709	€ 32.001
Eindloon	€ 54.094	€ 54.094	€ 54.094
% pensioen/eindloon	66%	53%	59%
% AOW/pensioen	54%	57%	60%

Nota: alle bedragen zijn in euro's van 2010

E.3 Bij een vlakke staffel kan het ouderdomspensioen meer dan halveren

Werkgevers en werknemers spreken idealiter samen – in overleg met een adviseur – de hoogte van de inleg af. Deze is de facto gebonden aan een fiscaal maximum per leeftijdshorizont. Het maximum is vastgesteld op basis van vergelijking met een middelloonregeling.

Er zijn veel werkgevers die om uiteenlopende redenen de maximale fiscale ruimte niet benutten. De AFM schat op basis van eigen gegevens (meer dan zestigduizend overeenkomsten die de afgelopen jaren zijn afgesloten) dat in niet meer dan 15% van de overeenkomsten de fiscale ruimte maximaal benut wordt. In ongeveer 10% van overeenkomsten wordt een vlakke staffel (de inleg neemt als % van het loon niet toe met de leeftijd) gehanteerd. De overige 75% van overeenkomsten kennen een staffel waarbij de inleg als percentage van het loon wel toeneemt met de leeftijd, maar achterblijft bij de maximale fiscale staffel.

Een lagere inleg leidt uiteraard tot een lager pensioen voor de werknemer. Bij een vlakke staffel kan het totale pensioen voornamelijk uit AOW bestaan en is er bijna geen aanvullend pensioen opgebouwd. Dat een lagere inleg een fors negatieve impact heeft op het ouderdomspensioen wordt in onderstaand voorbeeld getoond. We vergelijken een ouderdomspensioen dat gebaseerd is op een maximale staffel en een die gebaseerd is op een vlakke staffel van 6,9%. Bij een vlakke staffel komt het ouderdomspensioen 60% lager uit.

Doorrekening 3¹

Staffel	vlak	maximaal
OP (excl. AOW)	€ 5.108	€ 12.866
OP afwijking tov max	-60%	0%
% pensioen/eindloon (incl. AOW)	46%	60%

Nota: alle bedragen zijn in euro's van 2010

¹ Het gaat hier om de aanname voor het in het onder 'staffelbedrag van 2007' (besluit van 24 oktober 2007, nr. C/P/2007-33254, Stree. nr. 242). Het nieuwe staffelbedrag (besluit van 15 oktober 2009, nr. C/P/2009-33254, Stree. nr. 242) is gebaseerd op de nieuwe pensioenregelingen en premies en bijdraken van 21 december 2009. Nr. C/P/2009-146736, besluit van 2009, staffels en doet geen aanname meer met betrekking tot de kosten.

E.4 De risico's die deelnemers lopen zijn fors, lastig af te dekken en hebben grote invloed op het pensioen

Deelnemers aan beschikbare premieovereenkomsten lopen grote, uiteenlopende risico's over de opbouw van het pensioenkapitaal en bij de aankoop van het pensioeninkomen. Zij worden onder meer blootgesteld aan beleggingsrisico, langlevensrisico, renterisico, inflatierisico en looptijdrisico. Dit betekent dat het pensioen significant anders kan uitvallen dan aanvankelijk verwacht werd en dat deelnemers dit beperkt kunnen beïnvloeden. De risico's kunnen, indien gewenst, voor een deel beheerst worden, maar dat kost geld. Dit kan in de vorm van meer inleg of een lager maar zekerder rendement. Alle hieronder genoemde risico's kunnen tegelijk optreden, waardoor het effect op het ouderdomspensioen versterkt kan worden.

Ook deelnemers aan andere typen regelingen lopen risico. Inflatie wordt bij middelloonregelingen bijvoorbeeld niet altijd gecompenseerd (voorswaardelijke indexatie). Bij andere regelingen is de kans dat de risico's zich manifesteren wel kleiner dan bij beschikbare premieovereenkomsten. Dit komt doordat bij collectieve regelingen risico's verspreid worden onder alle deelnemers en omdat de werkgever extra kan bijstorten.

- a. Ten eerste draagt de deelnemer het volledige beleggingsrisico. Zo kan het jaarlijks beleggingsrendement op het pensioenkapitaal meevallen maar ook tegenvallen. Indien het beleggingsrendement 1% lager (lager) uitkomt, dan neemt het ouderdomspensioen volgens onze berekeningen met ongeveer 12% af (14% toe). De aankoop van beleggingsrisico kost veel geld. Het realiseren van een vrijwel zeker pensioenkapitaal vergt al snel tweemaal zoveel inleg².
- b. Ten tweede loopt de deelnemer langlevensrisico. Hoe hoger de levensverwachting ten tijde van de inkoop van pensioeninkomen, des te lager het pensioeninkomen gaat uitvallen. Het opgebouwde potje pensioenkapitaal moet namelijk over meer jaren worden uitgesmeerd. Dat we ouder worden is dus een risico. Het heeft als gevolg dat de bekostiging van het pensioen duurder wordt of dat een lager pensioen verwacht moet worden. De sterfteprognosetafel van het Actuarieel Genootschap voor 2020 die uitgaat van een hogere levensverwachting, leidt tot een 8% lager ouderdomspensioen (in vergelijking met de huidige sterftetafel van het Actuarieel Genootschap voor 2005).
- c. Ten derde loopt de deelnemer een markrenterisico. De verzekeraar laat de hoogte van de pensioenuitkering afhangen van de hoogte van de markrente. Hoe lager de markrente op het moment dat het pensioen wordt ingekocht door de deelnemer, des te lager de rente-inkomsten van verzekeraar op het beschikbare kapitaal en dus ook des te lager de pensioenuitkering voor de deelnemer. Indien de markrente bij aankoop van het pensioen 1% lager uitkomt (3% in plaats van 4%), dan valt het ouderdomspensioen ongeveer 8% lager uit.
- d. Een vierde loopt de deelnemer het risico dat zijn pensioen minder waard blijkt door koopkrachtverlies, het zogenoemde inflatierisico. Indien de prijsinflatie niet gecompenseerd wordt door extra inleg of beleggingsrendementen dan is het toekomstig pensioen minder waard. Dit betekent dat de deelnemer minder kan kopen met hetzelfde aantal euro's. Uit een eenvoudig voorbeeld blijkt de impact van geldontwaarding. Een euro is over 40 jaar en met een prijsinflatie van 2% per jaar minder dan de helft waard. Dit risico is belangrijk vanuit het perspectief van deelnemers, maar geldt niet alleen voor dit type pensioen. Ook bij een

² Zie ESB van 21 augustus 2009 "De prijs van pensioenen".

middelbaarregeling kan dit spelen; alleen hier is vaak sprake van (voorwaardelijke) indexatie waardoor de uitkeringen (kunnen) worden aangepast aan de inflatie.

- e. Ten vijfde loopt de deelnemer risico als zijn deelname aan de premieovereenkomst kort is (indien hij geen vermogen meebrengt uit een eerdere pensioenregeling). Bij een korte deelname kan het zijn dat het rendement niet voldoende is om de kosten te compenseren. Dit komt voor een groot deel omdat pensioen meer afhankelijk is van het vermogen dat is opgebouwd dan van de inleg. Bij een korte looptijd is nog geen vermogen opgebouwd, waardoor het pensioen afhankelijk wordt van de inleg. Dit betekent dat na een periode van bijvoorbeeld vijf jaar er meer is ingelegd dan dat er aan kapitaal is opgebouwd. Dit kan voorkomen bij de deelnemer die pas op latere leeftijd in een beschikbare premieregeling participeert of die na een korte periode van baan en daarmee van pensioenregeling wisselt. Een man van 60 met een modaal salaris bouwt in vijf jaar – bij lage kosten – ongeveer net zoveel kapitaal op als de inleg die hij heeft betaald. Bij hoge kosten bouwt hij 4% tot 10% minder kapitaal op dan hij heeft ingelegd.

Box 1: toelichting op doorrekening

Om het effect van kosten, premies en risico's op het pensioeninkomen te bepalen zijn scenario's gebruikt. Deze scenario's zijn gedefinieerd aan de hand van kenmerken van een regeling (bv inleg en kosten), persoonskenmerken (bv leeftijd, wel/geen partner) en macro-economische ontwikkelingen (bv beleggingsrendement, loonontwikkeling, inflatie). In deze rapportage laten we een deel van de resultaten en scenario's zien. De resultaten die we laten zien representatief voor alle resultaten. Het mechanisme werkt hetzelfde, alleen de exacte hoogte kan verschillen. Het scenario dat we gebruiken in deze rapportage gaat uit van een alleenstaande man van 25 jaar met een modaal salaris. Hij krijgt jaarlijks een loonsverhoging conform een CAO van 3%. De aannames met betrekking tot loonsverhoging en prijsinflatie volgen de aanbevelingen van de commissie Don (evaluatie FTK). Daarnaast krijgt hij een individuele (prestatiegedreven) loonsverhoging (3% tussen 25 en 35, 2% tussen 36 en 45, 1% tussen 46 en 55, 0% tussen 56 en 65). De jaarlijkse prijsinflatie is 2%. We gaan uit van een bruto beleggingsrendement van 5,5%. We gebruiken drie kostenscenario's: lage kosten, hoge kosten en de kosten bij de toesnorm opgesteld door het Verbond van Verzekeraars. Deze kostenscenario's zijn opgesteld aan de hand van offertes van verzekeraars. Daarnaast gebruiken we twee inlegscenario's: maximaal mogelijke inleg en een vaste inleg van 6,9% van de pensioengrondslag (zie voetnoot 1). De gebruikte sterfletafel is GJM/V2000-2005 en de marktrente 4%.

Antoriteit Financiële Markten
T 020 797 2000 F 020 797 3800
Postbus 11723 1001 GS AMSTERDAM

www.afm.nl

De tekst in deze brochure is niet zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlenu. 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, mei 2007