

# Onderzoek kosten van beleggingsdienstverlening

Bevindingen en aanbevelingen



## **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

---

Inhoudsopgave	3
Samenvatting	4
1 Inleiding	6
1.1 Aanleiding voor het onderzoek	6
1.2 Scope en aanpak onderzoek	7
1.3 Voor wie is dit rapport bedoeld?	8
1.4 Vervolgstappen	8
2 Samenvatting bevindingen	10
3 Aanbevelingen	13
3.1 Aanbevelingen kostentransparantie	13
3.1.1 Openbare informatie beschikbaar voorafgaand aan de dienstverlening	13
3.1.2 Informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten	17
3.2 Aanbevelingen tariefstructuur	18
3.3 Aanbevelingen hoogte van de kosten	20
3.4 Total cost of ownership (TCO)	21
Bijlage 1 Opzet AFM onderzoek	22
Scope van het onderzoek	22
Aanpak van het onderzoek	22
Afwegingen in de aanpak van het onderzoek	23
Bijlage 2 Bevindingen	25
Bevindingen kostentransparantie	25
Openbare informatie voorafgaand aan de dienstverlening	25
Informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten	28
Bevindingen tariefstructuur	28
Bevindingen hoogte van de kosten	30
Bevindingen beoogde doelgroep	34
Bijlage 3 Grafische weergave samenstelling en hoogte van de kosten	35
Bijlage 4 Begrippenlijst	39

## Samenvatting

---

### **Conclusies onderzoek**

Uit onderzoek dat de AFM van januari 2012 tot en met november 2012 heeft uitgevoerd naar de informatieverstrekking over de kosten van beleggen en naar de hoogte van de kosten van beleggen blijkt dat eenvoudig inzicht in de totale kosten van beleggingsdienstverlening ontbreekt. Hierdoor kan de consument niet eenvoudig de dienstverlening beoordelen of een goede prijs-/kwaliteitsvergelijking maken. De AFM vindt dit gebrek aan inzicht in de kosten problematisch omdat kosten een grote impact kunnen hebben op het rendement en daarom voor iedere consument belangrijk zijn. Met de totale kosten van beleggingsdienstverlening bedoelen we in dit rapport zowel de directe kosten van de beleggingsdienstverlening, zoals transactiekosten en adviesvergoeding, als de indirecte kosten van beleggingsproducten zoals de 'lopende kosten' van beleggingsfondsen. In bijlage 4 is een begrippenlijst opgenomen begrippen worden toegelicht die in dit rapport worden gebruikt.

### **Aanbevelingen onderzoek**

In dit rapport presenteert de AFM de aanbevelingen die voortkomen uit een onderzoek van de AFM naar de kosten van beleggingsdienstverlening. De aanbevelingen zijn een advies van de AFM en hebben betrekking op het bevorderen van het inzicht van de consument in de kosten van de beleggingsdienstverlening. Het inzicht van de consument wordt onder meer bevorderd door duidelijke en volledige informatie. Daarnaast hebben de aanbevelingen betrekking op de tariefstructuur van de beleggingsdienstverlening. De tariefstructuur is in het belang van de klant als de tariefstructuur het inzicht in de te verwachten kosten niet belemmert, de kosten voor de consument uitlegbaar zijn, de kosten in verhouding staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning en de tariefstructuur ervoor zorgt dat de belangen van de consument in evenwicht zijn met de belangen van de beleggingsonderneming. Tot slot hebben de aanbevelingen betrekking op de hoogte van de kosten. De hoogte van de kosten is naar de opvatting van de AFM in het belang van de klant als de kosten van beleggen voor de beoogde doelgroep in verhouding staan tot het verwachte rendement gegeven het risico en daarmee de dienstverlening vanuit kostenooipunt voor de beoogde doelgroep interessant is. De dienstverlening is niet voldoende in het belang van een klant als de kosten een zodanige invloed hebben op het resultaat dat de doelstelling van de klant niet of niet met een redelijke waarschijnlijkheid kan worden bereikt. De AFM verwacht van beleggingsondernemingen dat zij hun dienstverlening, waarmee ook de informatieverstrekking wordt bedoeld, aan de hand van de relevante wettelijke verplichtingen in dit rapport zullen beoordelen en, indien nodig, zullen aanpassen. De AFM juicht het daarnaast toe als beleggingsondernemingen hun dienstverlening aan de hand van de aanbevelingen in dit rapport beoordelen en, waar zij dat raadzaam achten, aanpassen.

### **Bevindingen onderzoek**

Uit het onderzoek zijn bij de onderzochte beleggingsondernemingen mogelijkheden voor verbetering geconstateerd zowel ten aanzien van de transparantie over de kosten als ten aanzien van de hoogte van de kosten. Uit het onderzoek naar de kosten transparantie bleek onder meer dat de volledigheid, vindbaarheid, overzichtelijkheid en begrijpelijkheid van de openbare informatie over de kosten in veel gevallen sterk verbeterd kan worden. Daarnaast bleek in de openbare informatie de beoogde doelgroep niet altijd voldoende toegelicht te zijn. Tot slot bleek de informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten over de kosten in veel gevallen niet duidelijk.

Uit het onderzoek naar de tariefstructuur bleek dat de hoogte van de kosten voor de consument moeilijk vergelijkbaar is tussen bedieningsconcepten en beleggingsondernemingen. Daarnaast bleek het in een aantal gevallen niet zeker of de kosten voor de consument in verhouding staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning. Opvallend is dat de hoogte van de kosten sterk uiteenloopt tussen de verschillende bedieningsconcepten. Met bedieningsconcept, ook wel propositie genoemd, wordt in dit rapport een wijze waarop de consument via een beleggingsonderneming zijn vermogen kan beleggen bedoeld. In veel gevallen hebben de fondskosten een grote impact op de hoogte van de kosten. Tot slot bleek naar het oordeel van de AFM een aantal bedieningsconcepten voor een deel

van de beoogde doelgroep hoge kosten te hebben ten opzichte van het verwachte brutorendement. Hierdoor bestaat de kans dat het nettorendement als gevolg van de kosten niet opweegt tegen het risico.

***Total cost of ownership als oplossing voor gebrek aan inzicht in totale kosten***

De concrete aanbevelingen in dit rapport kunnen beleggingsondernemingen ondersteunen om een stap te zetten naar eenvoudig inzicht in de kosten van beleggingsdienstverlening. Het opvolgen van deze aanbevelingen leidt echter niet direct tot een eenvoudig inzicht in de totale kosten van beleggingsdienstverlening. De consument kan namelijk niet op eenvoudige wijze het volledige inzicht krijgen in de totale kosten van zowel de beleggingsdienstverlening (de directe kosten) als de beleggingsproducten waarin eventueel wordt belegd (de indirecte kosten). Eenvoudig inzicht in de totale kosten van beleggingsdienstverlening is voor de consument belangrijk om een goede prijs/kwaliteitsvergelijking tussen beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten te kunnen maken en om een beoordeling van de dienstverlening te kunnen maken. Dit is voor de consument zowel belangrijk om een geïnformeerde keuze te kunnen maken op het moment dat hij gaat beleggen als om een geïnformeerde keuze te kunnen maken gedurende de dienstverlening. De AFM vindt dit gebrek aan inzicht in de kosten problematisch omdat kosten een grote impact kunnen hebben op het rendement en daarom voor iedere consument belangrijk zijn. De beleggingsonderneming heeft daarnaast ook profijt van inzicht in de totale kosten. Inzicht in de totale kosten ondersteunt de beleggingsonderneming namelijk in zijn beoordeling of de kosten voor de beoogde doelgroep en de kosten voor een specifieke klant in verhouding staan tot het verwachte rendement gegeven het risico. De AFM stelt daarom, in het verlengde van de aanbevelingen in dit rapport, de weergave van kosten middels de 'total cost of ownership' (TCO) voor als oplossing voor dit gebrek aan inzicht in de totale kosten van beleggen. In het discussiedocument 'Total cost of ownership in beleggingsdienstverlening' licht de AFM toe wat zij hiermee voor ogen heeft en nodigt zij de markt uit om hier verder over mee te denken, hierover in discussie te gaan en mee te helpen de TCO verder vorm te geven. Dit discussiedocument is niet alleen relevant voor beleggingsondernemingen, maar onder andere ook voor de aanbieders van beleggingsfondsen, de aanbieders van andere beleggingsproducten en de aanbieders van vermogensopbouwproducten met een beleggingscomponent.

# 1 Inleiding

---

De AFM heeft in de periode januari 2012 tot en met november 2012 onderzoek gedaan naar de kosten van beleggingsdienstverlening. Met kosten van beleggingsdienstverlening bedoelen we in dit rapport zowel de directe kosten van de beleggingsdienstverlening, zoals transactiekosten en adviesvergoeding, als de indirecte kosten van beleggingsproducten zoals de 'lopende kosten' van beleggingsfondsen. In dit rapport presenteert de AFM de aanbevelingen die voortkomen uit dit onderzoek.<sup>1</sup> Deze aanbevelingen zien op de belangrijkste verbeterpunten die tijdens het onderzoek zijn geconstateerd. Dat betekent dat op een deel van de aanbevelingen wet- en regelgeving van toepassing is en een deel van de aanbevelingen adviezen van de AFM zijn. Bij iedere aanbeveling in hoofdstuk 3 is dit onderscheid aangegeven. In bijlage 4 is een begrippenlijst opgenomen waarin begrippen worden toegelicht die in dit rapport worden gebruikt.

## 1.1 Aanleiding voor het onderzoek

### ***Signalen en verkennende analyse duiden op gebrek aan kosten transparantie***

De AFM heeft de afgelopen jaren signalen ontvangen over verborgen en te hoge kosten in de beleggingsdienstverlening. De AFM heeft daarom in 2011 een verkennende analyse uitgevoerd naar de transparantie en de hoogte van de kosten in de beleggingsdienstverlening. Uit de verkenning bleek dat de consument niet eenvoudig inzicht kan krijgen in de kosten die samenhangen met beleggen. Daarnaast bleek uit de verkennende analyse dat er mogelijk bedieningsconcepten zijn die hoge kosten hebben voor de beoogde doelgroep en daardoor niet in het belang van de klant zijn. Met bedieningsconcept (ook wel propositie genoemd) bedoelt de AFM in dit rapport een wijze waarop de consument via de desbetreffende beleggingsonderneming zijn vermogen kan beleggen. Binnen de verschillende typen dienstverlening (execution only, beleggingsadvies en vermogensbeheer) kan de beleggingsonderneming verschillende bedieningsconcepten aanbieden met bijvoorbeeld een ander doelgroep (bijvoorbeeld op basis van belegd vermogen), een andere manier van bedienen of een andere manier van beleggen.

### ***Vermogensopbouw en de kosten van beleggen belangrijk voor de consument***

Vermogensopbouw wordt steeds belangrijker voor consumenten. Niet alleen kunnen zij afhankelijk zijn van het rendement op vermogensopbouwproducten voor het aflossen van hun hypotheekschuld, ook voor het pensioen verschuiven de beleggingsrisico's richting de consument. De consument zal naar verwachting steeds meer behoefte hebben aan het opbouwen van vermogen om lacunes in zijn pensioenvoorziening aan te vullen. Beleggen – als één van de mogelijkheden voor het opbouwen van vermogen - wordt daardoor steeds meer een noodzaak voor de gemiddelde consument. Het verbeteren van producten voor en advies over vermogensopbouw is daarom één van de thema's van de AFM voor 2012, zie voor een toelichting het kader 'Thema Vermogensopbouw' op pagina 7.

Kosten kunnen een groot effect hebben op het nettorendement en zijn daarom voor iedere consument belangrijk. Vooral op de lange termijn kan het effect groot zijn, zoals in figuur 2 op pagina 12 wordt aangetoond.

Kosten verlagen het rendement van de consument. De AFM realiseert zich dat sommige kosten, zoals transactiekosten, worden gemaakt om de kans op een goed rendement voor de consument te verhogen. De AFM beseft dat naast kosten ook andere zaken belangrijk zijn voor de consument, zoals de kwaliteit van de dienstverlening, het risicomanagement en het rendement.

### ***Kostenbewustzijn van consumenten voorafgaand en gedurende de beleggingsdienstverlening laag***

---

<sup>1</sup> Een Engelse versie van dit rapport (*Research into the costs of investment services*) is beschikbaar op [www.afm.nl](http://www.afm.nl).

Uit consumentenonderzoek van de AFM uit 2012<sup>2</sup> blijkt dat consumenten de kosten van beleggen belangrijk vinden, maar zich voorafgaand en gedurende de dienstverlening zeer beperkt in de kosten verdiepen. Vrijwel alle ondervraagde consumenten (270 van de 283) vinden kosten een (zeer) belangrijk aspect van de dienstverlening. Slechts 55 procent van de consumenten heeft zich echter voorafgaand aan het beleggen verdiept in de kosten ervan. Consumenten die gebruik maken van execution only-dienstverlening hebben zich er vaker in verdiept (64 procent), consumenten die via een vermogensbeheerder beleggen, minder vaak (36 procent).

Het kostenbewustzijn van consumenten gedurende de beleggingsdienstverlening is eveneens laag. Bijna de helft van de consumenten (45 procent) kan uit zichzelf geen enkele kostensoort opnoemen die hij of zij betaalt voor de beleggingsdiensten. Met name consumenten die met behulp van een beleggingsadviseur (62 procent) of vermogensbeheerder (58 procent) beleggen, kunnen uit zichzelf geen kosten noemen. Een vijfde (18 procent) heeft ook met hulp geen idee welke kosten men betaalt. De helft van de consumenten (50 procent) weet niet hoe hoog de kosten zijn die hij of zij gemiddeld per jaar betaalt. Vooral consumenten die met behulp van een beleggingsadviseur (73 procent) of vermogensbeheerder (62 procent) beleggen, zijn niet op de hoogte van de jaarlijkse kosten.

### **Thema Vermogensopbouw**

De AFM wil vooral daar aanwezig zijn waar de risico's het grootst zijn. De AFM gebruikt de geïnterviewde risico's om de prioriteiten in haar toezicht te bepalen. De AFM kiest op basis van een analyse van de markt de thema's in het toezicht. Het thema Vermogensopbouwproducten en de advisering daarover worden verbeterd (thema Vermogensopbouw) is één van de thema's van de AFM voor 2012. Dit onderzoek naar de kosten van beleggingsdienstverlening komt voort uit het thema Vermogensopbouw. Zie voor een verdere toelichting op het thema Vermogensopbouw de [Conceptagenda AFM 2013](#), september 2012.

De effecten die de AFM binnen het thema Vermogensopbouw wil realiseren:

- De consument is zich meer bewust van het belang van vermogensopbouw voor later en is kritischer over het advies en de producten die hem in dat kader worden aangereikt.
- Beleggingsondernemingen (banken en zelfstandig vermogensbeheerders) zetten stappen richting een duurzaam bedrijfsmodel. De kosten van de dienstverlening staan in verhouding tot de toegevoegde waarde. Beleggingsondernemingen zullen vanaf 1 januari 2014 geen provisies meer ontvangen, maar direct door de klant worden betaald.
- Aanbieders van vermogensopbouwproducten hanteren uitgangspunten voor de ontwikkeling en distributie van producten die borgen dat deze producten toegevoegde waarde hebben voor de consument en enkel terecht komen bij de consumenten voor wie ze bedoeld zijn.
- In de ontwikkeling van nieuwe bedieningsconcepten wordt het belang van de consument als uitgangspunt genomen. Nieuwe en bestaande bedieningsconcepten hebben toegevoegde waarde voor de consument. Bedieningsconcepten zonder toegevoegde waarde worden uitgefaseerd.

## **1.2 Scope en aanpak onderzoek**

In vervolg op de verkennende analyse heeft de AFM in de periode januari 2012 tot en met november 2012 bij vijftien beleggingsondernemingen een diepgaander onderzoek uitgevoerd naar de kosten van de beleggingsdienstverlening. In dit onderzoek zijn de belangrijkste kosten<sup>3</sup> betrokken die verbonden zijn aan de beleggingsdienstverlening en het rendement van de consument verlagen. Het onderzoek beperkt zich niet tot de kosten die direct door de beleggingsonderneming bij de consument in rekening worden gebracht, maar heeft ook betrekking op de kosten die

<sup>2</sup> *AFM Consumentenmonitor: kosten van beleggen belangrijk, maar veelal onbekend, voorjaar 2012.*

<sup>3</sup> *De kosten die in het onderzoek betrokken zijn staan vermeld in bijlage 4, onder 'kostensoort'.*

anderen, zoals een depotbank, fondsbeheerder en andere productaanbieders, bij de consument in rekening brengen. Het onderzoek heeft betrekking op de drie typen beleggingsdienstverlening: execution only (de consument bepaalt volledig zelf waarin hij wil beleggen), beleggingsadvies (de consument krijgt advies, maar neemt zelf de beleggingsbeslissing) en vermogensbeheer (een vermogensbeheerder neemt namens de consument de beleggingsbeslissing). Uiteraard kunnen de verschillen binnen de drie typen dienstverlening substantieel zijn, bijvoorbeeld over de beoogde doelgroep, het beleggingsbeleid en de wijze waarop de klant wordt bediend. In het onderzoek zijn alle door de onderzochte beleggingsondernemingen aangeboden bedieningsconcepten betrokken waarvan het minimum belegd vermogen lager dan 500.000 euro is.

In het onderzoek heeft de AFM per bedieningsconcept de kosten transparantie beoordeeld, de hoogte en de samenstelling van de kosten berekend en de hoogte van de kosten in combinatie met de beoogde doelgroep beoordeeld. Het onderzoek naar kosten transparantie heeft zowel betrekking op de openbare informatie voorafgaand aan de dienstverlening als op de informatieverstrekking aan klanten gedurende de dienstverlening. Met openbare informatie wordt bedoeld de informatie van de beleggingsonderneming die voor alle potentiële klanten direct beschikbaar is, zoals informatie op een website. De hoogte en de samenstelling van de kosten is berekend aan de hand van de tariefstructuur van het betreffende bedieningsconcept en voorbeeldbeleggers. Onder de tariefstructuur verstaat de AFM de samenstelling van alle kosten die door de beleggingsonderneming bij de consument in rekening worden gebracht gedurende de dienstverlening. De voorbeeldbeleggers zijn gebaseerd op aannames over de verdeling van de portefeuille, het aantal titels in de portefeuille, het aantal transacties, de gemiddelde omvang per transactie, de plaats van verhandeling, etc. Deze voorbeeldbeleggers zijn voor alle onderzochte bedieningsconcepten gelijk. De AFM heeft drie 'standaard' voorbeeldbeleggers opgesteld met een belegd vermogen van €25.000, €100.000 en €400.000. In het onderzoek is gebruik gemaakt van aannames over de fondskosten om de hoogte van de kosten te berekenen. Deze aannames over de fondskosten zijn voor alle onderzochte bedieningsconcepten gelijk. Voor alle bedieningsconcepten en voorbeeldbeleggers zijn de totale kosten voor de dienstverlening per jaar berekend (in euro's en als percentage van het gemiddelde belegd vermogen). Tot slot is beoordeeld of het kostenniveau (als percentage van het belegd vermogen) van de verschillende bedieningsconcepten aansluit bij de beoogde doelgroep van het bedieningsconcept. De AFM heeft op basis van de berekende kosten onderzocht in hoeverre de beleggingsonderneming voldoende rekening houdt met de kosten bij het bepalen van de beoogde doelgroep en de informatieverstrekking hierover. In bijlage 1 wordt de scope en aanpak van het onderzoek verder toegelicht.

### 1.3 Voor wie is dit rapport bedoeld?

Dit rapport is bedoeld voor financiële ondernemingen die beleggingsdiensten verlenen, zoals banken en beleggingsondernemingen die execution only-dienstverlening, beleggingsadvies en/of vermogensbeheer aanbieden aan cliënten, financiële dienstverleners die onder de reikwijdte van het nationaal regime vallen en beleggingsondernemingen die fungeren als depotbank. Met consumenten worden in dit rapport particuliere klanten bedoeld. Met particuliere klanten worden dus zowel retailklanten als private banking klanten bedoeld. De bevindingen van het onderzoek hebben geen betrekking op beheerders van beleggingsinstellingen en aanbieders van beleggingsproducten, maar het rapport is wel relevant voor hen, omdat een deel van de aanbevelingen ziet op het inzicht dat beleggingsondernemingen aan consumenten geven in de kosten van bijvoorbeeld fondsen. Beheerders van beleggingsinstellingen en aanbieders van beleggingsproducten spelen een belangrijke rol om de consument inzicht in de totale kosten te geven.

### 1.4 Vervolgstappen

#### ***Vervolgstappen beleggingsondernemingen***

De betrokken beleggingsondernemingen hebben veelal aangegeven dat zij voorstander zijn van het inzichtelijk maken van de kosten aan de consument en de doelstelling om dit inzicht te vergroten van harte ondersteunen. Daarnaast hebben de beleggingsondernemingen die in dit onderzoek zijn betrokken al aanpassingen in hun dienstverlening



doorgevoerd en hebben zij aangegeven dat ze nog verdere aanpassingen zullen doorvoeren op basis van de aanbevelingen in dit rapport. De doorgevoerde aanpassingen hebben veelal betrekking op aanpassingen in de informatieverstrekking over de kosten. Daarnaast heroverwogen veel beleggingsondernemingen op dit moment hun tariefstructuren of hebben dit reeds gedaan. De AFM ziet hierin een positieve ontwikkeling naar eenvoudigere tariefstructuren. De AFM zal de uitvoering van deze verdere aanpassingen belangstellend volgen. De AFM juicht het toe dat beleggingsondernemingen het belang om kosten inzichtelijk te maken voor de consument onderkennen en onderschrijven en reeds stappen hebben gezet om dit inzicht te verbeteren.

De AFM juicht het toe als beleggingsondernemingen hun dienstverlening aan de hand van de wettelijke verplichtingen en niet verplichte aanbevelingen in dit rapport beoordelen en waar het wettelijke verplichtingen betreft hun dienstverlening aanpassen en waar het niet verplichte aanbevelingen betreft hun dienstverlening aanpassen als zij dat raadzaam achten. Een dergelijke beoordeling vraagt bij voorkeur een beoordeling of de beleggingsonderneming de consument voldoende inzicht in de kosten van de beleggingsdienstverlening geeft en of de kosten voor de beoogde doelgroep en de klanten niet te hoog zijn. Een suggestie ten aanzien van de informatieverstrekking over de kosten is dat beleggingsondernemingen onder hun (potentiële) klanten toetsen in hoeverre (potentiële) klanten op basis van de informatie op eenvoudige wijze inzicht in de kosten van de beleggingsdienstverlening krijgen. Een dergelijke beoordeling wordt bij voorkeur niet eenmalig maar periodiek uitgevoerd.

De concrete aanbevelingen in dit rapport ondersteunen beleggingsondernemingen om een stap te zetten naar eenvoudig inzicht in de kosten van beleggingsdienstverlening. Het opvolgen van deze aanbevelingen leidt echter niet direct tot een eenvoudig inzicht in de totale kosten van beleggingsdienstverlening. De AFM ziet daarom aanleiding na te denken over een uniforme kostenmaatstaf die consumenten eenvoudig inzicht geeft in de totale kosten en het mogelijk maakt de totale kosten van verschillende diensten met elkaar te vergelijken. De AFM stelt een total cost of ownership (TCO) voor als mogelijke oplossing voor het gebrek aan eenvoudig inzicht in de totale kosten van beleggen. In het discussiedocument 'Total cost of ownership in beleggingsdienstverlening' licht de AFM toe wat zij hiermee voor ogen heeft en nodigt zij de markt uit om hier verder over mee te denken, hierover in discussie te gaan en mee te helpen de TCO verder vorm te geven.

### ***Vervolgstappen AFM***

De AFM zal een vervolgonderzoek starten naar de transparantie en de hoogte van de kosten van beleggingsfondsen. Uit het onderzoek is gebleken dat de impact van de fondskosten (bestaande uit de lopende kosten, transactiekosten binnen het fonds en op- en afslagen) op de totale kosten voor de consument veelal erg groot is (als volledig in fondsen wordt belegd, bedragen de fondskosten in de berekeningen van de AFM veelal meer dan 80% van de totale kosten), terwijl de aanbieders van beleggingsfondsen niet alle kosten van beleggingsfondsen (eenvoudig) inzichtelijk maken. Zij zijn verplicht in ieder geval de 'lopende kosten' te vermelden in de Essentiële Beleggersinformatie, maar deze kostenmaatstaf omvat niet alle kosten van het fonds. Een voorbeeld van kosten die niet in de 'lopende kosten' zijn inbegrepen, zijn de transactiekosten binnen het fonds. Dit gebrek aan eenvoudig inzicht in de totale fondskosten leidt er toe dat consumenten de fondsen niet goed kunnen beoordelen en dat zij de fondsen niet goed onderling kunnen vergelijken. Dit kan er vervolgens toe leiden dat de klant een niet-geïnformeerde en potentieel verkeerde beleggingsbeslissing neemt.

Uit het eerder genoemde consumentenonderzoek van de AFM is gebleken dat consumenten de kosten van beleggen belangrijk vinden, maar zich voorafgaand en gedurende de dienstverlening zeer beperkt in de kosten verdiepen. De AFM zal daarom in haar communicatie richting consumenten, onder meer via de AFM website, extra aandacht besteden aan het belang van kosten en mogelijkheden om het inzicht in de kosten van beleggingsdienstverlening te verhogen.

## 2 Samenvatting bevindingen

---

Uit het onderzoek zijn bij de onderzochte beleggingsondernemingen aandachtspunten geconstateerd over de transparantie over de kosten, de tariefstructuur en de hoogte van de kosten.

- Uit het onderzoek naar de kosten transparantie blijkt dat de duidelijkheid en volledigheid van de openbare informatie over de kosten in veel gevallen sterk verbeterd kan worden. Beleggingsondernemingen geven bijvoorbeeld vaak weinig uitleg over de kosten die bij de consument in rekening worden gebracht. Zo worden de kosten die samenhangen met het beleggen in fondsen vaak niet vermeld. Dit terwijl er in veel bedieningsconcepten in fondsen wordt belegd en de fondskosten een groot deel van de totale kosten uitmaken. Daarnaast bleek in de openbare informatie de beoogde doelgroep van bedieningsconcepten niet altijd voldoende toegelicht te zijn. Tot slot bleek de informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten over de kosten van de beleggingsdienstverlening in veel gevallen niet duidelijk.
- Uit het onderzoek naar de tariefstructuur blijkt dat de hoogte van de kosten tussen bedieningsconcepten onderling moeilijk vergelijkbaar is en daarom voor de consument ook moeilijk vergelijkbaar is. Dit komt onder meer doordat de tariefstructuren onderling sterk verschillen en in een aantal gevallen een sterk gedifferentieerde tariefstructuur er voor zorgt dat het berekenen van (een inschatting van) de hoogte van de kosten zeer moeilijk is. Een tariefstructuur die uit veel verschillende kostensoorten bestaat wordt in dit rapport een gedifferentieerde tariefstructuur genoemd. Daarnaast blijkt het in een aantal gevallen niet zeker of de kosten voor de consument in verhouding staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning.
- Opvallend is dat de hoogte van de kosten sterk uiteenlopen tussen bedieningsconcepten en beleggingsondernemingen en in veel gevallen de fondskosten een grote impact op de hoogte van de kosten hebben. Daarnaast blijkt een aantal bedieningsconcepten voor een deel van de beoogde doelgroep hoge kosten te hebben ten opzichte van het verwachte brutorendement. Hierdoor bestaat de kans dat het nettorendement als gevolg van de kosten niet opweegt tegen het risico.

In figuur 1 is per type dienstverlening (execution only, beleggingsadvies en vermogensbeheer) aangegeven welke kostensoorten in rekening worden gebracht en in hoeverre de consument inzicht krijgt in deze kosten. In het onderzoek zijn de volgende twaalf kostensoorten berekend en geschat: inlegkosten, beheervergoeding, adviesvergoeding, all-in tarief, abonnementskosten, performance fee, transactiekosten, bewaarloon, beheerhandelingen, fondskosten door 'lopende kosten', fondskosten door transactiekosten in het fonds en op- en afslagen fondsen. In de praktijk kan de consument nog te maken krijgen met aanvullende kostensoorten, zoals kosten die samenhangen met het beleggen in alternatieve beleggingen zoals hedge funds en private equity. De berekende hoogte van de totale kosten is zichtbaar door de hoogte van het staafdiagram en is af te lezen op de linkeras van de figuur. De kleuren in de figuur geven de mate aan waarin de consument inzicht krijgt in de verschillende delen van de totale kosten:

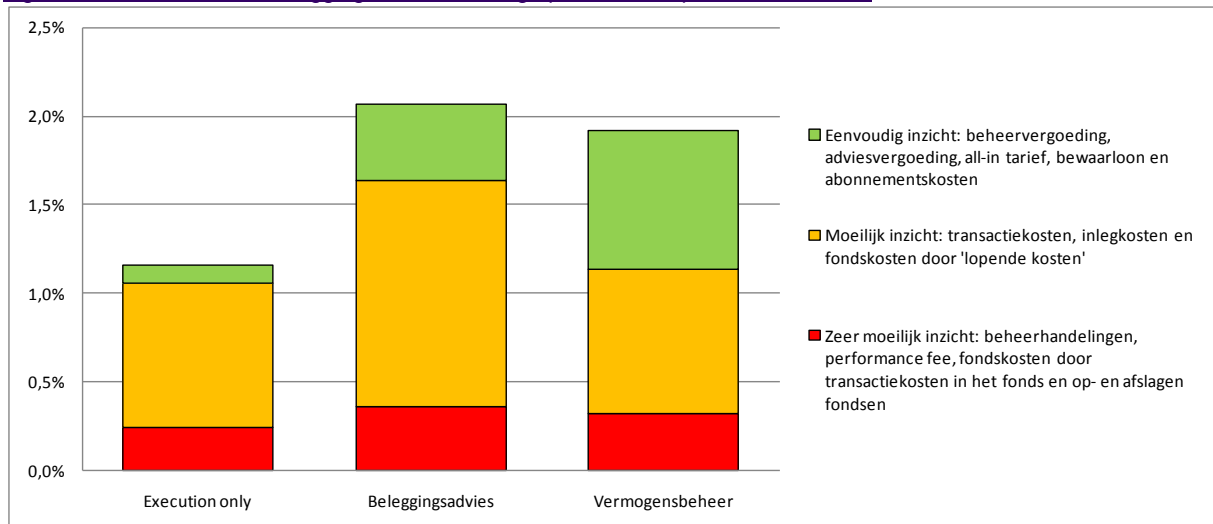
- Kostensoorten die in rood zijn weergegeven, zijn voor de consument zeer moeilijk om inzicht in te krijgen. Dit kan komen doordat de berekening van (of een inschatting van) de hoogte van de kosten zeer complex is, bijvoorbeeld omdat de hoogte van deze kosten wordt bepaald door omstandigheden waar de consument zelf geen invloed op heeft. Een voorbeeld hiervan zijn de kosten die in rekening worden gebracht voor beheerhandelingen, zoals uitkeringen van dividend of coupons. De kosten zijn onder meer afhankelijk van de hoogte van de uitkering en de consument heeft hier geen invloed op. Ook blijkt dat de beleggingsondernemingen consumenten onvoldoende faciliteren om deze kostensoorten inzichtelijk te maken. Een andere reden dat consumenten zeer moeilijk inzicht in deze kostensoorten krijgen, is dat deze kostensoorten voor de consument onbekend zijn. Informatie over deze kostensoorten wordt niet of onvoldoende beschikbaar gesteld, zoals informatie over de transactiekosten in fondsen. Met transactiekosten in fondsen worden de kosten van de door de fondsmanager uitgevoerde transacties in het fonds bedoeld.
- De kostensoorten die in geel zijn weergegeven, zijn voor de consument moeilijk om inzicht in te krijgen. Dit komt bijvoorbeeld doordat informatie over deze kostensoorten niet in de openbare informatie van de

beleggingsonderneming is opgenomen of omdat de berekening van (of een inschatting van) de hoogte van deze kosten complex is. Een voorbeeld van informatie over kostensoorten die over het algemeen niet in de openbare informatie van de beleggingsonderneming is opgenomen, is informatie over de 'lopende kosten' van beleggingsfondsen. De 'lopende kosten' van beleggingsfondsen geven de kosten weer die in de loop van één jaar aan het fonds worden onttrokken en zijn opgenomen in onder meer de Essentiële Beleggersinformatie. Een voorbeeld van een complexe berekening is de berekening van door de beleggingsonderneming in rekening gebrachte transactiekosten, die afhankelijk is van meerdere variabelen, waaronder het aantal transacties, de transactiegrootte en de plaats van uitvoering.

- De kostensoorten die in groen zijn weergegeven, zijn voor de consument eenvoudig om inzicht in te krijgen, bijvoorbeeld omdat inzicht in deze kosten geen of een relatief eenvoudige berekening vraagt. Een voorbeeld hiervan zijn abonnementskosten die als vast bedrag periodiek in rekening worden gebracht. De informatie over deze kosten wordt door de beleggingsonderneming ook meestal duidelijk beschikbaar gesteld in openbare informatie.

Uit de figuur blijkt dat het voor de consument moeilijk is om inzicht te krijgen in een groot deel van de totale kosten. Voor een klein deel van de totale kosten is het voor de consument zelfs zeer moeilijk of niet mogelijk om inzicht te krijgen in de totale kosten.

**Figuur 1: Inzicht in kosten beleggingsdienstverlening op basis van openbare informatie**

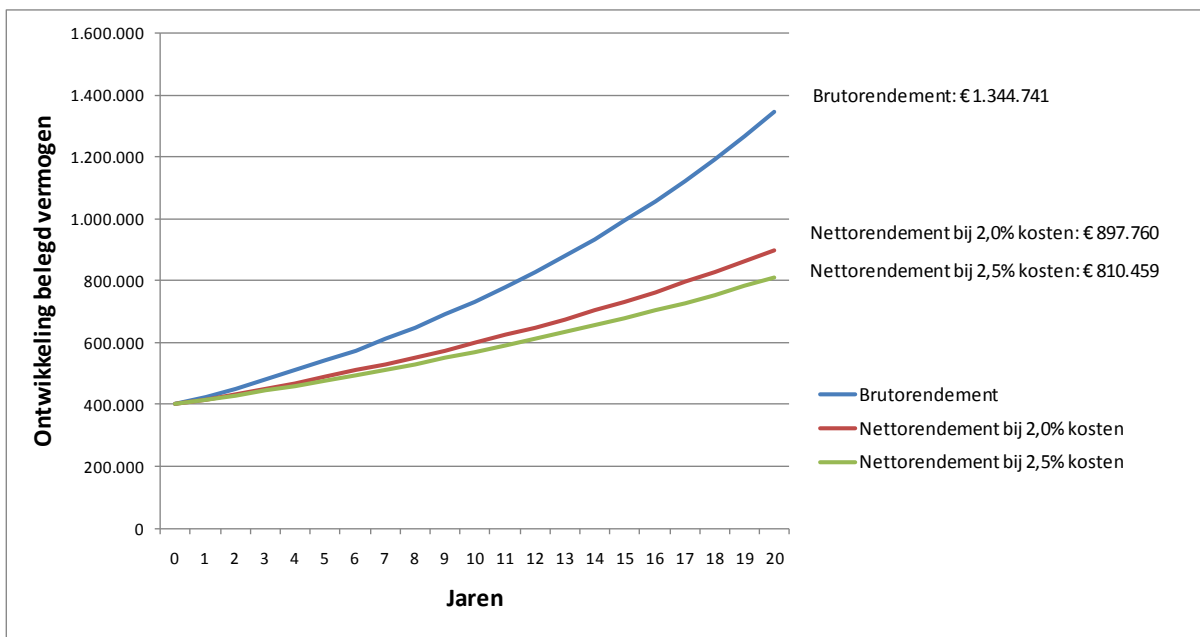


*Bron: AFM (de genoemde kostensoorten zien op kosten die de consument aan de beleggingsonderneming betaalt, tenzij is aangegeven dat het om fondskosten gaat)*

De figuur geeft de gemiddelde hoogte van de kosten per type dienstverlening weer. De hoogte van de kosten is een optelling van de directe kosten van de beleggingsdienstverlening, zoals transactiekosten en adviesvergoeding, en de indirecte kosten van beleggingsproducten zoals de 'lopende kosten' van beleggingsfondsen. Beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten hebben in de praktijk echter sterk afwijkende hoogten van de kosten. De mate waarin de consument inzicht krijgt in de specifieke kostensoorten is ook een gemiddelde inschatting. Individuele beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten verschillen hierin onderling sterk. Een voorbeeld van deze onderlinge verschillen is dat de consument in sommige bedieningsconcepten zeer moeilijk inzicht krijgt in de transactiekosten, terwijl de consument in andere bedieningsconcepten eenvoudig inzicht in de transactiekosten krijgt. Deze verschillen tussen individuele beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten worden veroorzaakt doordat de opbouw van de tariefstructuur verschilt, bijvoorbeeld in het aantal verschillende tariefstructuren. Deze verschillen worden ook veroorzaakt doordat de duidelijkheid van de informatieverstrekking verschilt, bijvoorbeeld het wel of niet op de website beschikbaar stellen van de tarieven. De bevindingen zijn nader toegelicht in bijlage 2.

In onderstaande figuur 2 is het effect van kosten op het rendement van consumenten inzichtelijk gemaakt. Kosten hebben een grote impact op het nettorendement en vooral voor langetermijnbeleggers. Als de jaarlijkse kosten van de consument bijvoorbeeld worden verlaagd van 2,5% naar 2,0% van het belegd vermogen, levert dat de consument na tien jaar beleggen ongeveer €30.000 meer rendement op, bij een initiële inleg van €400.000 en een jaarlijks brutorendement van 6,25%. Na twintig jaar beleggen levert dezelfde kostenverlaging ongeveer €87.000 op. Het effect van een kostenverlaging is groter naarmate de beleggingshorizon van de consument langer is. Uiteraard zijn naast kosten ook andere zaken belangrijk voor de consument, zoals de kwaliteit van de dienstverlening en het risicomanagement en het brutorendement.

**Figuur 2: Effect van kosten op het nettorendement**



Bron: AFM

## 3 Aanbevelingen

---

In dit hoofdstuk worden de aanbevelingen die voortkomen uit het onderzoek naar de kosten van beleggingsdienstverlening weergegeven. De aanbevelingen zijn, indien relevant, teruggekoppeld aan de onderzochte beleggingsondernemingen. Deze aanbevelingen vloeien voort uit de bevindingen en zijn ook interessant voor beleggingsondernemingen die niet zijn onderzocht, daarom worden de aanbevelingen middels dit rapport aan alle beleggingsondernemingen kenbaar gemaakt. In dit hoofdstuk worden achtereenvolgens de aanbevelingen over de kostentransparantie, de tariefstructuur en de hoogte van de kosten weergegeven.

### **Status aanbevelingen**

Vanuit haar rol als toezichthouder kijkt de AFM breder dan enkel naar de verplichtingen die uit wet- en regelgeving voortvloeien. Daarom zijn in dit rapport ook aanbevelingen opgenomen die niet zijn gebaseerd op wet- en regelgeving. Bij deze aanbevelingen is opgenomen 'bij voorkeur'. Beleggingsondernemingen zijn niet verplicht deze aanbevelingen waarin 'bij voorkeur' is opgenomen over te nemen. De AFM ziet deze aanbevelingen als goede voorbeelden die kunnen helpen om het klantbelang centraal te stellen.

Er is ook een aantal wettelijke verplichtingen van toepassing, die in dit hoofdstuk zijn weergegeven. Wanneer een beleggingsonderneming niet aan de wettelijke norm voldoet kan de AFM daarom overwegen handhavend op te treden. Of een beleggingsonderneming voldoet aan de wettelijke norm beoordeelt de AFM per individueel geval.

### **3.1 Aanbevelingen kostentransparantie**

Eenvoudig inzicht in de kosten van beleggingsdienstverlening is voor de consument belangrijk om een goede prijs/kwaliteitsvergelijking tussen beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten te kunnen maken. Maar ook om een beoordeling van de dienstverlening te kunnen maken. Dit is voor de consument zowel belangrijk om een geïnformeerde keuze te kunnen maken op het moment dat hij gaat beleggen als om een geïnformeerde keuze te kunnen maken gedurende de dienstverlening. In dit hoofdstuk worden ten eerste de aanbevelingen over de openbare informatie voorafgaand aan de dienstverlening en ten tweede de aanbevelingen over de informatieverstrekking gedurende de dienstverlening toegelicht. De aanbevelingen zijn bedoeld voor banken, beleggingsondernemingen en depotbanken. Depotbanken zijn verantwoordelijk voor de informatieverstrekking over de kosten die zij zelf in rekening brengen, maar de AFM juicht het daarnaast toe als beleggingsondernemingen de verantwoordelijkheid nemen om, voor zover nodig, depotbanken waar ze mee samenwerken te verzoeken om aanpassingen in de informatieverstrekking door te voeren.

#### **3.1.1 Openbare informatie beschikbaar voorafgaand aan de dienstverlening**

In het onderzoek is beoordeeld of de openbare informatie een goed beeld geeft van de kosten van de beleggingsdienstverlening. Met openbare informatie wordt bedoeld de informatie van de beleggingsonderneming die voor alle potentiële klanten direct beschikbaar is, zoals informatie op een website. Informatie die door potentiële klanten wordt opgevraagd bij de beleggingsonderneming of informatie die de potentiële klant rechtstreeks ontvangt van de beleggingsonderneming worden in dit rapport niet beschouwd als openbare informatie. Openbare informatie is in dit rapport dus niet gelijk aan alle beschikbare precontractuele informatie.

Uitgangspunt van de beoordeling van de openbare informatie is op de eerste plaats het inzicht in de kosten voor de consument geweest. In het onderzoek is er van uit gegaan dat de consument zich in de oriëntatiefase alleen een goed beeld kan vormen van de kosten van beleggingsdienstverlening als de door de beleggingsonderneming verstrekte openbare informatie over de kosten voorafgaand aan de dienstverlening duidelijk is. De informatie is duidelijk als deze onder meer vindbaar, waaronder overzichtelijk, en begrijpelijk is. In het onderzoek is er daarnaast van uit gegaan dat de

consument zich in de oriëntatiefase alleen een goed beeld kan vormen van de kosten van beleggingsdienstverlening als de informatie volledig is.

In het onderzoek is de openbare informatie over de kosten beoordeeld omdat de openbare informatie over de kosten het mogelijk maakt dat de consument direct in de oriëntatiefase informatie over de kosten tot zich neemt. Volledige openbare informatie over de kosten maakt het voor de consument mogelijk in de oriëntatiefase al een totaaloverzicht van de kosten te krijgen. Duidelijke openbare informatie maakt het voor de consument eenvoudiger om in de oriëntatiefase inzicht te krijgen in de kosten, de kosten van verschillende beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten te vergelijken en motiveert de consument om deze informatie tot zich te nemen. De consument heeft er bijvoorbeeld baat bij om al in de oriëntatiefase op basis van openbare informatie in te kunnen schatten of een bedieningsconcept mogelijk wel of niet voor interessant is voor hem. De consument hoeft zich dan niet te verdiepen in bedieningsconcepten die niet interessant zijn voor hem en kan extra alert zijn op bedieningsconcepten die mogelijk wel interessant voor hem zijn.

#### **Wettelijke verplichtingen ten aanzien van de informatie over de kosten voorafgaand aan de dienstverlening**

- Op grond van artikel 4:19, tweede lid, Wet op het financieel toezicht (Wft) moet alle door een financiële onderneming aan cliënten verstrekte of beschikbaar gestelde informatie ter zake van een financieel product, financiële dienst of nevendienst correct, duidelijk en niet misleidend zijn. De AFM is van oordeel dat informatie duidelijk en niet misleidend is, als de informatie begrijpelijk en vindbaar is. Naar het oordeel van de AFM dient de informatie evenwichtig te zijn teneinde te voorkomen dat de consument wordt misleid dan wel de informatie niet begrijpt. Indien bijvoorbeeld een beleggingsonderneming op haar website uitgebreid wijst op de voordelen van een product, dan verwacht de AFM dat de beleggingsonderneming tevens wijst op bepaalde risico's. Deze interpretatie van artikel 4:19, Wft zal later dit jaar worden geconsulteerd. De aanbevelingen die hieronder zijn gedaan hebben overlap met de wettelijke norm 4:19, tweede lid. Een beleggingsonderneming dient dan ook na te gaan of wordt voldaan aan de eisen van artikel 4:19, tweede lid.
- Een beleggingsonderneming of financiële dienstverlener moet op grond van artikel 4:20 Wft voorafgaand aan het adviseren, het verlenen van een beleggingsdienst, het verlenen van een nevendienst of de totstandkoming van een overeenkomst inzake een financieel product niet zijnde een financieel instrument de consument of, als het een financieel instrument of verzekering betreft, de cliënt informatie verstrekken voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor een adequate beoordeling van die dienst of dat product. De beleggingsonderneming of financiële dienstverlener is niet verplicht deze informatie openbaar te maken.
- Op grond van artikel 58a, eerste lid, en artikel 58e, eerste lid, Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo) moet de beleggingsonderneming voorafgaand aan het verlenen van een beleggingsdienst of nevendienst aan een niet-professionele consument informatie verstrekken over de totale prijs van de dienstverlening met inbegrip van alle bijbehorende kosten en als geen exacte prijs kan worden gegeven de grondslag voor de berekening van de totale prijs. De beleggingsonderneming is niet verplicht deze informatie openbaar te maken.
- Een aanbieder van rechten van deelneming in een beleggingsinstelling of degene die beleggingsdiensten verleent met betrekking tot rechten van deelneming in een beleggingsinstelling moet op grond van artikel 65a BGfo geruime tijd voorafgaand aan een inschrijving op de rechten van deelneming in een beleggingsinstelling kosteloos de essentiële beleggersinformatie aan de cliënt verstrekken. De beleggingsinstelling of degene die beleggingsdiensten verleent is niet verplicht deze informatie openbaar te maken.

#### **Adviezen ten aanzien van de openbare informatie over de kosten**

Deze adviezen zien op de openbare informatie over de kosten. De meeste aanbevelingen kunnen ook toegepast worden op het geheel van precontractuele informatie.

### ***Maak de informatie over de kosten bij voorkeur beschikbaar in de openbare informatie***

- In de openbare informatie zoals informatie op een website is bij voorkeur de informatie over de kosten van de beleggingsdienstverlening opgenomen. Ook is deze informatie op de website bij voorkeur gemakkelijk vindbaar voor de consument, door bijvoorbeeld een concrete verwijzing of het gebruik van concrete kopjes.
- In de openbare informatie zoals informatie op een website is bij voorkeur de informatie opgenomen over de kosten die door de depotbank(en) in rekening worden gebracht. Depotbanken zijn verantwoordelijk voor de informatieverstrekking over de kosten die zij zelf in rekening brengen, maar het opnemen van deze informatie op de website van de beleggingsonderneming verbetert het inzicht van de consument in de kosten.
- In de openbare informatie zoals informatie op een website is bij voorkeur de informatie over de indirecte kosten, zoals de kosten die door productaanbieders in rekening worden gebracht opgenomen.
- Wanneer niet alle informatie over de kosten wordt opgenomen in openbare informatie, is een duidelijke verwijzing opgenomen naar de vindplaats van deze informatie. Dat (een deel van) de informatie over de kosten niet openbaar beschikbaar is, mag er niet toe leiden dat de openbare informatie niet evenwichtig is.

### ***Geef de openbare informatie over de kosten bij voorkeur overzichtelijk weer***

- De openbare informatie over de kosten is bij voorkeur overzichtelijk weergegeven door bijvoorbeeld gebruik te maken van tussenkopjes.
- De openbare informatie over de kosten is bij voorkeur bij elkaar weergegeven bijvoorbeeld op één webpagina of in één brochure.
- Wanneer een beleggingsonderneming ervoor kiest om de informatie van verschillende bedieningsconcepten in één brochure weer te geven en de kosten die voor meerdere bedieningsconcepten gelden slechts één keer te benoemen, neemt de beleggingsonderneming bij voorkeur bij de bedieningsconcepten duidelijke verwijzingen op naar deze informatie. De consument behoudt hierdoor het overzicht welke kosten op het bedieningsconcept van toepassing zijn en kan zich een beeld vormen van de totale kosten.

### ***Geef de openbare informatie over de kosten bij voorkeur begrijpelijk weer***

- In de openbare informatie over de kosten wordt in ieder geval vermeld of de tarieven inclusief of exclusief BTW zijn weergegeven en bij voorkeur worden de tarieven inclusief BTW weergegeven.
- In de openbare informatie over de kosten is bij voorkeur opgenomen hoe de kosten worden berekend, bijvoorbeeld als percentage van het belegd vermogen. Bij voorkeur wordt aanvullende informatie verstrekt over hoe en op welk moment het belegd vermogen precies wordt vastgesteld, waardoor de consument zelf de kosten kan berekenen.
- In de openbare informatie over de kosten is bij voorkeur opgenomen op welk moment de kosten worden berekend en bij de consument in rekening worden gebracht.
- In de openbare informatie over de kosten is het gebruik van jargon bij voorkeur beperkt. Overigens moeten begrippen in de openbare informatie die mogelijk moeilijk te begrijpen zijn voor de gemiddelde consument op grond van artikel 4:19, tweede lid Wft begrijpelijk zijn uitgelegd.
- In de openbare informatie over de kosten is bij voorkeur uitgelegd welke kosten de consument moet betalen en waarvoor de consument deze kosten moet betalen. Een voorbeeld hiervan is bewaarloon: het wordt niet altijd toegelicht waarvoor de consument het tarief voor bewaarloon betaalt.
- De beleggingsonderneming zal bij voorkeur extra inspanningen verrichten om de consument uitleg te geven over de kosten, zoals een toelichting met welke (directe en indirecte) kosten de consument in beleggingsdienstverlening te maken krijgt, het toelichten van begrippen die in de beleggingsdienstverlening worden gebruikt en het gebruik van video en andere communicatiemiddelen dan tekst om de consument uitleg te geven.

### ***Maak de informatie over de kosten bij voorkeur volledig beschikbaar in openbare informatie***

- De informatie over de indirecte kosten, zoals de kosten die door de aanbieders van beleggingsproducten in rekening worden gebracht, is bij voorkeur volledig beschikbaar in openbare informatie van de beleggingsonderneming. Dit betekent onder meer:
  - De openbare informatie van de beleggingsonderneming over de kosten benoemt bij voorkeur het bestaan van alle kosten van beleggingsproducten. Dit houdt bijvoorbeeld bij fondsen in dat niet alleen de 'lopende kosten' worden benoemd. De 'lopende kosten' van beleggingsfondsen geven de kosten weer die in de loop van één jaar aan het fonds worden onttrokken en zijn opgenomen in onder meer de Essentiële Beleggersinformatie. De lopende kosten omvatten echter niet alle kosten van fondsen. Andere kosten die in de Essentiële Beleggersinformatie worden genoemd zijn bijvoorbeeld de eenmalige kosten die vóór of na de belegging worden berekend (zoals in- en uitstapvergoeding) en de kosten die onder bepaalde specifieke voorwaarden aan het fonds worden onttrokken (zoals prestatievergoeding). Kosten van fondsen die niet in de Essentiële Beleggersinformatie worden genoemd zijn bijvoorbeeld de transactiekosten binnen het fonds.
  - De openbare informatie over de kosten bevat bij voorkeur een inschatting van de gemiddelde totale kosten voor de verschillende type beleggingsproducten. Daarnaast geeft de beleggingsonderneming bij voorkeur een bandbreedte aan waarbinnen de kosten vallen onder reguliere marktomstandigheden. Bij fondsen kan er bijvoorbeeld onderscheid worden gemaakt tussen aandelen- versus obligatiebeleggingsfondsen en actief versus passief beheerde beleggingsfondsen.
  - De beleggingsonderneming maakt bij voorkeur de hoogte van de kosten per beleggingsproduct, volledig beschikbaar in de openbare informatie aan de hand van de door de aanbieder van het beleggingsproduct verstrekte informatie over de kosten. Voor fondsspecifieke informatie kan bijvoorbeeld worden doorverwezen naar een applicatie van een database waarin de kosten per fonds zoals in de Essentiële Beleggersinformatie is opgenomen zijn weergegeven.

### ***Licht de beoogde doelgroep van bedieningsconcepten bij voorkeur toe in de openbare informatie***

- De beleggingsonderneming licht bij voorkeur in de openbare informatie toe voor welke consument een bedieningsconcept uit kosten oogpunt wel en niet geschikt is. Een bedieningsconcept kan bijvoorbeeld vanuit kosten oogpunt wel interessant zijn voor een consument met een belegd vermogen dat groter is dan 100.000 euro en niet interessant zijn voor een consument met een kleiner belegd vermogen. De reden hiervoor is bijvoorbeeld dat de beleggingsonderneming een hoog vast bedrag in rekening brengt, zoals een abonnementsvergoeding uitgedrukt in euro's, waardoor de consument met een laag belegd vermogen hoge kosten ten opzichte van zijn belegd vermogen heeft.
- De informatie over de beoogde doelgroep staat bij voorkeur op een voor de consument toegankelijke en eenvoudig vindbare plaats, zoals op de website. De beleggingsonderneming beperkt zich bij voorkeur niet tot het weergeven van de minimale omvang van het belegd vermogen als het bedieningsconcept ook op andere gronden vanuit kosten oogpunt waarschijnlijk niet interessant is voor bepaalde consumenten. Voorbeelden hiervan zijn het uitvoeren van (zeer) veel transacties als de transactiekosten in het bedieningsconcept relatief hoog zijn en een defensief risicoprofiel van de consument als de totale kosten in het bedieningsconcept relatief hoog zijn.
- Wanneer de consument een keuze wordt geboden tussen verschillende tariefstructuren binnen een bedieningsconcept, draagt de beleggingsonderneming er zorg voor dat de informatieverstrekking hierover duidelijk is. Duidelijke informatieverstrekking betekent onder meer dat het onderscheid tussen de verschillende tarieven wordt toegelicht en dat uit de informatieverstrekking blijkt voor welke consumenten een tariefstructuur wel en niet geschikt is.
- Wanneer er verschillende tariefstructuren worden aangeboden binnen een bedieningsconcept, spant de beleggingsonderneming zich bij voorkeur in om de consument initieel en doorlopend de voor de consument



meest gunstige tariefstructuur te laten kiezen. De beleggingsonderneming kan bijvoorbeeld met een applicatie de voor de consument meest gunstige tariefstructuur inzichtelijk maken.

### ***Ondersteun de consument bij voorkeur om voorafgaand aan de dienstverlening de te verwachten kosten inzichtelijk te maken***

Beleggingsondernemingen zullen bij voorkeur extra inspanningen verrichten om de consument te ondersteunen door de te verwachten kosten inzichtelijk te maken, zoals:

1. Met rekenvoorbeelden de berekeningswijze van specifieke tarieven aan de consument inzichtelijk maken;
2. De gemaakte kosten van de afgelopen jaren representatief inzichtelijk maken, bijvoorbeeld per modelportefeuille;
3. De verwachte kosten inzichtelijk maken, bijvoorbeeld voor maatmensen en in verschillende scenario's; en
4. Met applicaties de consument de mogelijkheid geven om inzicht te krijgen in de hoogte van de totale kosten en hoe de hoogte van de verwachte kosten verandert als het beleggingsgedrag verandert.

### **3.1.2 Informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten**

In het onderzoek is beoordeeld of de informatie gedurende de dienstverlening een goed beeld geeft van de kosten van de beleggingsdienstverlening aan de klant. Uitgangspunt van deze beoordeling is op de eerste plaats het inzicht in de kosten voor de klant geweest. In het onderzoek is er vanuit gegaan dat de consument zich een goed beeld kan vormen van de kosten van beleggingsdienstverlening als de door de beleggingsonderneming verstrekte informatie over de kosten gedurende de dienstverlening duidelijk en volledig is en de klant van de beleggingsonderneming gedurende de dienstverlening periodiek informatie ontvangt waaruit blijkt welke kosten in rekening zijn gebracht.

#### **Wettelijke verplichtingen ten aanzien van de informatie over de kosten gedurende de dienstverlening**

- Op grond van bijvoorbeeld artikel 4:19, tweede lid, Wet op het financieel toezicht (Wft) moet de door een financiële onderneming aan cliënten verstrekte of beschikbaar gestelde informatie, waaronder reclameuitingen, ter zake van een financieel product, financiële dienst of nevendienst correct, duidelijk en niet misleidend zijn.
- Een beleggingsonderneming of financiële dienstverlener moet op grond van artikel 4:20, derde lid Wft gedurende de looptijd van een overeenkomst inzake een financieel product, financiële dienst of nevendienst de consument, of, indien het een financieel instrument of verzekering betreft, de cliënt tijdig informatie verstrekken over wezenlijke wijzigingen in de relevante informatie, bedoeld in het eerste lid van artikel 4:20 Wft. Dit is de informatie die in artikel 58a en artikel 58e, BGfo is vastgelegd, zoals eerder toegelicht.
- Op de wederzijdse rechten en verplichtingen van de beleggingsonderneming en de cliënt is artikel 4:89 Wft juncto artikel 168 en 168a BGfo van toepassing. Hierin is opgenomen dat een beleggingsonderneming met iedere cliënt een overeenkomst sluit die schriftelijk of anderszins op een duurzame drager wordt vastgelegd. Deze overeenkomst bevat in ieder geval de wederzijdse rechten en verplichtingen van de cliënt en de beleggingsonderneming. Onderdeel hiervan zijn de naar soort onderscheiden kosten die aan de cliënt in rekening worden gebracht alsmede de aan die kosten ten grondslag liggende berekeningen. Ook geldt dat aan de cliënt op uitvoerige, accurate en begrijpelijke wijze mededeling dient te worden gedaan van het bestaan, de aard en het bedrag van provisies of, indien het bedrag niet kan worden achterhaald, de wijze van berekening van de provisie, voordat de desbetreffende dienst wordt verleend.
- Een beleggingsonderneming die voor rekening van een cliënt een order met betrekking tot een financieel instrument heeft uitgevoerd voor een niet-professionele belegger die niet strekt ter uitvoering van een beslissing in verband met het beheren van een individueel vermogen geeft op grond van artikel 69 BGfo de cliënt onverwijld en uiterlijk op de eerste werkdag na de uitvoering van de order kennis van de uitvoering van de order. Deze kennisgeving bevat onder andere informatie over de totale kosten die in rekening zijn gebracht, en een specificatie daarvan indien de niet-professionele belegger daarom verzoekt.

- Een beleggingsonderneming die een individueel vermogen beheert, verstrekt de cliënt op grond van artikel 70 BGfo een periodiek overzicht van de vermogensbeheeractiviteiten die namens hem zijn uitgevoerd, tenzij dit overzicht reeds door een derde is verstrekt. Voor zover dit periodieke overzicht betrekking heeft op het vermogen van een niet-professionele belegger, bevat het, voor zover van toepassing, onder andere het totale bedrag aan kosten over de rapportageperiode met een afzonderlijke specificatie van in elk geval de totale beheersvergoedingen en de totale uitvoeringskosten en, voor zover van toepassing, met de vermelding dat desgewenst een gedetailleerdere specificatie wordt verstrekt.

### **Adviezen ten aanzien van de informatie over de kosten gedurende de dienstverlening**

#### ***Verstrek aan alle klanten duidelijke en bij voorkeur periodieke informatie over de gemaakte kosten***

- In de informatie over de gemaakte kosten zijn de kosten bij voorkeur expliciet weergegeven. De kosten zijn bij voorkeur niet uitsluitend verwerkt in andere informatie en daardoor voor de klant herkenbaar als kosten. Een voorbeeld waarbij dit niet het geval is, is het verwerken van transactiekosten in het transactiebedrag zonder het expliciet noemen van de transactiekosten.
- De beleggingsonderneming verstrekt bij voorkeur periodiek en minimaal jaarlijks aan alle klanten informatie over alle gemaakte kosten in een bepaalde periode. Hierin is bij voorkeur voor de betreffende periode opgenomen:
  - welke kosten voor de beleggingsdienstverlening in rekening zijn gebracht, wat de hoogte van deze kosten is en wat de totale hoogte van de in rekening gebrachte kosten voor de beleggingsdienstverlening is.
  - welke kosten zijn voortgekomen uit het beleggen in beleggingsproducten, wat de hoogte van deze kosten is en wat de totale hoogte van de in rekening gebrachte kosten is.
  - een toelichting op de berekeningswijze van de kosten als de berekeningswijze van de kosten moeilijk te begrijpen is voor de gemiddelde consument.
- Wanneer een beleggingsonderneming klanten de mogelijkheid biedt om via het internet de portefeuille te bekijken, is op die plek bij voorkeur ook een actueel overzicht beschikbaar van de tot op dat moment gerealiseerde kosten in een bepaalde periode.

### **3.2 Aanbevelingen tariefstructuur**

Onder de tariefstructuur verstaan we de samenstelling van alle kosten die door de beleggingsonderneming bij de consument in rekening worden gebracht gedurende de dienstverlening. De tariefstructuur kan bijvoorbeeld bestaan uit een all-in tarief of uit veel verschillende kostensoorten. Een tariefstructuur die uit veel verschillende kostensoorten bestaat wordt in dit rapport een gedifferentieerde tariefstructuur genoemd. Een sterk gedifferentieerde tariefstructuur belemmert het inzicht van de consument in de verwachte en gemaakte kosten. Bovendien hebben bedieningsconcepten met een sterk gedifferentieerde tariefstructuur meer moeite om de informatie over de kosten voor de consument overzichtelijk weer te geven. De aanbevelingen in deze paragraaf hebben betrekking op de tariefstructuur en zijn bedoeld voor banken, beleggingsondernemingen en depotbanken. Depotbanken zijn verantwoordelijk voor de tariefstructuur van de kosten die zij zelf in rekening brengen. Daarnaast verwacht de AFM van beleggingsondernemingen die gebruikmaken van een depotbank dat zij een sterk gedifferentieerde tariefstructuur voor hun klanten proberen te vermijden. De AFM juicht het daarnaast toe als beleggingsondernemingen de verantwoordelijkheid nemen, voor zover nodig, depotbanken waar ze mee samenwerken te verzoeken om aanpassingen in de tariefstructuur door te voeren.

#### ***Vereenvoudig bij voorkeur een sterk gedifferentieerde tariefstructuur***

- De beleggingsonderneming vereenvoudigt bij voorkeur een sterk gedifferentieerde tariefstructuur zoveel mogelijk. Voorbeelden van manieren om de tariefstructuur te vereenvoudigen zijn:

- het beperken van het aantal verschillende regio's waarvoor een apart transactietarief in rekening wordt gebracht.
- de beheerhandelingen niet apart in rekening brengen. De tarieven voor beheerhandelingen bestaan vaak uit verschillende kostensoorten en samengestelde en gestaffelde tarieven en de hoogte van de kosten is afhankelijk van de hoogte van bijvoorbeeld coupon- en dividenduitkeringen. Het is voor consumenten daarom moeilijk om in te schatten wat de totale hoogte van de kosten voor de beheerhandelingen is. Uit het onderzoek blijkt dat deze kosten doorgaans slechts een klein deel van de totale kosten uitmaken. Beleggingsondernemingen zouden daarom kunnen overwegen om deze kostensoort in een ander tarief (zoals adviesvergoeding, beheervergoeding of bewaarloon) op te nemen.

***Zorg bij voorkeur dat de kosten uitlegbaar zijn en in verhouding staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning***

- De kosten die de consument betaalt, staan bij voorkeur in verhouding tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning waardoor de kosten voor de consument niet te hoog zijn. De kosten kunnen bijvoorbeeld te hoog zijn als de kosten voor de consument lineair toenemen met het belegd vermogen van de consument terwijl voor de beleggingsonderneming de gemaakte kosten en geleverde inspanning voor de verschillende consumenten (bijna) gelijk is. Als de tariefstructuur niet voor de gehele beoogde doelgroep geschikt is, kan de beleggingsonderneming bijvoorbeeld gebruik maken van staffels in de tarifiering of een maximum aan een variabele vergoeding stellen, zodat de kosten voor de consument in verhouding blijven staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning. De beleggingsonderneming waakt er bij voorkeur voor dat dit niet leidt tot een sterk gedifferentieerde kostenstructuur.
- De hoogte van de verschillende kostensoorten (zoals bewaarloon en transactiekosten) staan bij voorkeur in verhouding tot de gemaakte kosten en geleverde inspanning door de beleggingsonderneming. Wanneer bijvoorbeeld de adviesvergoeding of beheervergoeding zit verwerkt in de transactiekosten, kan de beleggingsonderneming de ongewenste prikkel hebben om de klant te adviseren extra transacties uit te voeren of voor de klant extra transacties uit te voeren. Wanneer bijvoorbeeld de beleggingsonderneming gunstigere tarieven (zoals transactiekosten en bewaarloon) bij de consument in rekening brengt voor producten die worden aangeboden door de financiële onderneming waar de beleggingsonderneming zelf onderdeel van uitmaakt dan voor andere producten, mag de consument verwachten dat dit wordt veroorzaakt door het verschil tussen de gemaakte kosten en geleverde inspanning door de beleggingsonderneming voor de beide producten. Als dit namelijk niet het geval is, bestaat er mogelijk een ongewenste prikkel de producten die worden aangeboden door de financiële onderneming waar de beleggingsonderneming zelf onderdeel van uitmaakt te bevoordelen ten opzichte van andere producten.
- In de keuze voor een depotbank, een productaanbieder of product betreft de beleggingsonderneming bij voorkeur de kosten. Deze kosten staan bij voorkeur in verhouding tot de geleverde dienst(en) en producten.
- De berekeningswijze van de kosten schaadt bij voorkeur het belang van de klant niet. Als een beleggingsonderneming bijvoorbeeld een performance fee hanteert zonder high watermark, is het mogelijk dat bij de consument over de lange termijn een performance fee in rekening wordt gebracht waar geen evenredig rendement tegenover staat. Een high watermark betekent dat de consument over een bepaalde periode alleen een performance fee hoeft te betalen als een eventueel verlies uit de voorgaande perioden eerst is goedgeemaakt. Een high watermark ondervangt dit risico, waarbij tegelijkertijd voorkomen moet worden dat na een periode van negatieve beleggingsresultaten de beleggingsonderneming geen prikkel meer heeft om het vermogen van de consument actief te beheren.

### ***Schaadt het klantbelang bij voorkeur niet door het moment waarop kosten in rekening worden gebracht***

- De beleggingsonderneming brengt bij voorkeur kosten over een lange periode niet vooraf in rekening bij de consument, omdat dit een ongewenste drempel kan vormen voor de consument om de dienstverlening te beëindigen.
- De beleggingsonderneming brengt bij voorkeur op slechts een paar verschillende momenten verschillende kosten in rekening omdat dit overzichtelijker is voor de consument.

### **3.3 Aanbevelingen hoogte van de kosten**

In deze paragraaf zijn de aanbevelingen opgenomen die voortkomen uit het onderzoek naar de hoogte van de kosten in samenhang met de beoogde doelgroep van het bedieningsconcept. Kosten hebben effect op het te verwachte nettorendement en moeten worden meegenomen in de afweging welk bedieningsconcept voor de betreffende klant nuttig is. Immers, als gevolg van het totale kostenniveau kan het bedieningsconcept voor bepaalde typen beleggers niet nuttig zijn doordat het verwachte nettorendement niet opweegt tegen het risico dat met beleggen wordt gelopen. Het is in het belang van de klant dat de beleggingsonderneming bewaakt dat het betreffende bedieningsconcept voor de klant toegevoegde waarde heeft.

#### **Wettelijke verplichtingen ten aanzien van de hoogte van de kosten**

- Op grond van artikel 4:90 Wft zet een beleggingsonderneming zet zich bij het verlenen van beleggingsdiensten of nevendiensten op eerlijke, billijke en professionele wijze in voor de belangen van haar cliënten, handelt ook bij het verrichten van beleggingsactiviteiten eerlijk, billijk en professioneel en onthoudt zich van gedragingen die schadelijk zijn voor de integriteit van de markt.

#### **Adviezen ten aanzien van de hoogte van de kosten**

##### ***Zorg bij voorkeur dat de kosten van beleggen voor de beoogde doelgroep in verhouding staan tot het verwachte rendement gegeven het risico***

- De beleggingsonderneming beoordeelt bij voorkeur periodiek of de hoogte van de totale kosten van de beoogde doelgroep in verhouding staan tot het verwachte rendement voor kosten gegeven het risico. Het is onwenselijk als het verwachte nettorendement van (een deel van) de beoogde doelgroep niet opweegt tegen het risico. Dit is bijvoorbeeld het geval als de spaarrente voor (een deel van) de doelgroep hoger is dan het verwachte nettorendement. De AFM vindt het belangrijk dat de beleggingsonderneming in deze beoordeling de hoogte van alle kosten betreft, zowel de directe kosten als de kosten die indirect voor rekening van de consument komen. Als de kosten voor (een deel van) de beoogde doelgroep leiden tot een verwacht nettorendement dat niet in verhouding staat tot het risico, verwacht de AFM dat de tarifiering wordt aangepast zodat de kosten (voor dit deel van de doelgroep) worden verlaagd of dat de beoogde doelgroep wordt aangepast. Een voorbeeld hiervan is een bedieningsconcept dat toegankelijk is voor een consument met een belegd vermogen van 10.000 euro, maar de kosten voor een consument met 10.000 euro belegd vermogen zijn hoger dan het verwachte rendement van deze consument. Het bedieningsconcept in dit voorbeeld is gezien de kosten en het risico wellicht pas interessant voor een consument met een belegd vermogen van 25.000 euro of hoger. In dit voorbeeld zou de tarifiering kunnen worden aangepast, waardoor het bedieningsconcept vanuit kostenogpunt interessant is voor een consument met 10.000 euro belegd vermogen of zou de beoogde doelgroep kunnen worden aangepast, waardoor het bedieningsconcept pas toegankelijk is voor consumenten met een belegd vermogen vanaf 25.000 euro.

##### ***Zorg bij voorkeur dat de kosten van beleggen voor de klant in verhouding staan tot het verwachte rendement gegeven het risico***

- De beleggingsonderneming informeert bij voorkeur consumenten voorafgaand aan de execution only-dienstverlening over welke keuzes in het handelsgedrag van de consument een grote impact hebben op de

hoogte van de kosten. Een voorbeeld hiervan is de keuze van de consument om (zeer) veel transacties uit te voeren.

- De beleggingsonderneming beoordeelt bij voorkeur in beleggingsadvies- en vermogensbeheerdienstverlening voorafgaand en periodiek gedurende de dienstverlening of de dienstverlening vanuit kostenhoopunt voor de consument interessant is en deelt de uitkomst hiervan met de consument. De dienstverlening is vanuit kostenhoopunt interessant als de kosten van de consument in verhouding staan tot het verwachte rendement gegeven het risico. Dit is bijvoorbeeld niet het geval als de spaarrente voor de klant hoger is dan het verwachte nettorendement. De AFM vindt het belangrijk dat de beleggingsonderneming de hoogte van alle kosten, zowel de directe kosten als de indirecte kosten, betreft bij de afweging of het bedieningsconcept voor een consument al dan niet interessant is.
- De beleggingsonderneming waarschuwt bij voorkeur voorafgaand aan de dienstverlening consumenten in beleggingsadvies- en vermogensbeheerdienstverlening als de dienstverlening vanuit kostenhoopunt mogelijk niet interessant is.
- De beleggingsonderneming waarschuwt gedurende de dienstverlening klanten in beleggingsadvies- en vermogensbeheerdienstverlening als de dienstverlening vanuit kostenhoopunt niet langer interessant is.

#### ***Betrek bij voorkeur alle kosten in een evaluatie van de kosten voor de consument***

- De beleggingsonderneming betreft bij voorkeur zowel de directe als de indirecte kosten in een evaluatie van de kosten voor de consument of de beoogde doelgroep. Daarnaast betreft de beleggingsonderneming bij voorkeur in een evaluatie van de kosten voor de consument of de beoogde doelgroep niet alleen de meest zichtbare kosten, maar ook (indien mogelijk) de kosten die minder vaak voorkomen en/of minder zichtbaar zijn, zoals de debet- en creditrente en de gehanteerde wisselkoersen.

### **3.4 Total cost of ownership (TCO)**

De concrete aanbevelingen in dit hoofdstuk ondersteunen beleggingsondernemingen om een stap te zetten naar eenvoudig inzicht in de kosten van beleggingsdienstverlening. Het opvolgen van deze aanbevelingen leidt echter niet direct tot een eenvoudig inzicht in de totale kosten van beleggingsdienstverlening. De belangrijkste reden hiervoor is dat eenvoudig inzicht in de totale kosten (zowel de directe kosten van de beleggingsonderneming als de indirecte kosten van de aanbieders van beleggingsproducten) ontbreekt, waardoor de consument niet eenvoudig de dienstverlening kan beoordelen en niet eenvoudig een goede prijs/kwaliteitsvergelijking tussen beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten kan maken. Eenvoudig inzicht in de kosten van beleggingsdienstverlening, in de kosten van de producten en in de optelsom daarvan is voor de consument belangrijk om een goede prijs/kwaliteitsvergelijking tussen beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten te kunnen maken en om een beoordeling van de dienstverlening en het totaalpakket te kunnen maken. Dit is voor de consument zowel belangrijk om een geïnformeerde keuze te kunnen maken op het moment dat hij gaat beleggen als om een geïnformeerde keuze te kunnen maken gedurende de dienstverlening. De AFM vindt het gebrek aan inzicht in de kosten problematisch omdat kosten een grote impact kunnen hebben op het rendement en daarom voor iedere consument belangrijk zijn. De beleggingsonderneming heeft daarnaast ook profijt van inzicht in de totale kosten. Inzicht in de totale kosten ondersteunt de beleggingsonderneming namelijk in zijn beoordeling of de kosten voor de beoogde doelgroep en de kosten voor een specifieke klant in verhouding staan tot het verwachte rendement gegeven het risico. De AFM stelt daarom in het verlengde van de aanbevelingen in dit rapport een total cost of ownership (TCO) voor als oplossing voor dit gebrek aan inzicht in de totale kosten van beleggen voorafgaand aan en gedurende de dienstverlening. In het discussiedocument 'Total cost of ownership in beleggingsdienstverlening' licht de AFM toe wat zij hiermee voor ogen heeft en nodigt zij de markt uit om hier verder over mee te denken, hierover in discussie te gaan en mee te helpen de TCO verder vorm te geven. Dit discussiedocument is niet alleen relevant voor beleggingsondernemingen, maar onder andere ook voor de aanbieders van beleggingsfondsen, de aanbieders van andere beleggingsproducten en de aanbieders van vermogensopbouwproducten met een beleggingscomponent.

## Bijlage 1 Opzet AFM onderzoek

---

In dit onderzoek heeft de AFM zich gericht op de kosten van beleggingsdienstverlening. Om de beleggingsdienstverlening te kunnen beoordelen is echter meer nodig dan uitsluitend een beoordeling van de transparantie van de kosten, een beoordeling van de tariefstructuur en een beoordeling van de beoogde doelgroep van het bedieningsconcept in combinatie met de hoogte van de kosten. Vanzelfsprekend spelen ook de kwaliteit van de dienstverlening, risicomangement en het rendement een belangrijke rol. In deze bijlage worden achtereenvolgens de scope, de aanpak en afwegingen in de aanpak van het onderzoek naar de kosten van beleggingsdienstverlening toegelicht.

### Scope van het onderzoek

Het onderzoek heeft betrekking op de belangrijkste kosten die ten laste komen van het rendement van de consument. Met de term 'kosten' worden in dit rapport zowel de directe als de indirecte kosten bedoeld die verbonden zijn aan beleggingsdienstverlening. Directe kosten zijn kosten die de beleggingsonderneming zelf bij de consument in rekening brengt. Directe kosten zijn afhankelijk van de tarifiering van de beleggingsonderneming en hoe de consument belegt of hoe er voor de consument wordt belegd. Voorbeelden van directe kosten zijn transactiekosten, bewaarloon en beheervergoeding. Indirecte kosten zijn de kosten die de productaanbieder (zoals een aanbieder van fondsen) in rekening brengt. Indirecte kosten zijn afhankelijk van de tarifiering van de productaanbieder, hoe de productaanbieder belegt en hoe de consument belegt of hoe er voor de consument wordt belegd. Voorbeelden van indirecte kosten zijn de kosten die samenhangen met het beleggen in een fonds (zoals de lopende kosten, de transactiekosten in het fonds en de op- en afslagen) en de kosten die samenhangen met het beleggen in gestructureerde producten (zoals de structureringsvergoeding). In bijlage 4, onder 'kostensoort' staan alle kostensoorten benoemd die in het onderzoek zijn betrokken.

Voor het onderzoek zijn vijftien beleggingsondernemingen geselecteerd, waaronder banken en zelfstandig vermogensbeheerders. De geselecteerde beleggingsondernemingen lopen zowel uiteen qua omvang (in aantal consumenten en omvang van het belegd vermogen) als qua type onderneming (zelfstandig of onderdeel van een bank) en bedienen uiteenlopende typen consumenten. In het onderzoek zijn alle drie de typen dienstverlening betrokken: execution only, beleggingsadvies en vermogensbeheer. Per geselecteerde beleggingsonderneming zijn alle door de beleggingsonderneming aangeboden bedieningsconcepten waarvan het minimum belegd vermogen lager is dan 500.000 euro meegenomen in het onderzoek. Het onderzoek beperkt zich tot beleggingsdienstverlening aan consumenten die niet kwalificeren als professionele consumenten. Met consumenten worden zowel retailklanten als private banking klanten bedoeld. In totaal zijn 57 bedieningsconcepten onderzocht.

### Aanpak van het onderzoek

De AFM heeft zich in het onderzoek specifiek gericht op twee onderzoeksvragen. Ten eerste in hoeverre de kosten transparant worden weergegeven en ten tweede hoe de hoogte en de samenstelling van de kosten van de verschillende bedieningsconcepten er uit zien en hoe die samenhangen met de beoogde doelgroep van het bedieningsconcept.

#### **Kostentransparantie**

Het onderzoek naar kostentransparantie is onderverdeeld in een onderzoek naar de openbare informatie voorafgaand aan de dienstverlening en een onderzoek naar de informatieverstrekking aan consumenten gedurende de dienstverlening. Voor het onderdeel openbare informatie voorafgaand aan de dienstverlening heeft de AFM per bedieningsconcept onderzoek gedaan naar openbare informatie over de kosten, zoals de informatieverstrekking op de website, tarieven- en informatiebrochures en de beoogde doelgroep zoals op de website weergegeven. Voor het onderdeel informatieverstrekking aan consumenten gedurende de dienstverlening heeft de AFM per bedieningsconcept

onderzoek gedaan naar de beoogde doelgroep zoals door de onderneming aan de AFM aangegeven en door de beleggingsonderneming aan de AFM aangeleverde rapportages waarin meer de kosten zijn vermeld. Het onderzoek heeft zich echter primair gericht op de kosten in de openbare informatie. Om de kostentransparantie te kunnen beoordelen is de informatieverstrekking op de volgende elementen beoordeeld: vindbaarheid, volledigheid, overzichtelijkheid, begrijpelijkheid, juistheid, complexiteit tariefstructuur, informatieverstrekking over de beoogde doelgroep en informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan consumenten over de kosten.

#### ***Hoogte van de kosten en de beoogde doelgroep***

Bij de beoordeling van de hoogte van de kosten en beoogde doelgroep is gekeken naar het kostenniveau (als percentage van het belegd vermogen) en de samenhang met de beoogde doelgroep van het bedieningsconcept. De AFM is hierbij uitgegaan van de beleggingsonderneming bij de AFM heeft aangegeven wat de beoogde doelgroep van het bedieningsconcept is en voor welke consumenten het bedieningsconcept wel of niet geschikt is. De AFM heeft op basis van de door de AFM berekende kosten onderzocht hoe hoog de kosten voor de beoogde doelgroep zijn.

Om de hoogte en de samenstelling van de kosten is te berekenen heeft de AFM een overzicht ontwikkeld waarin alle kostensoorten zijn opgenomen. Bij iedere kostensoort is rekening gehouden met vaste kosten, variabele kosten, staffels, minima, maxima, etc. Per bedieningsconcept is dit overzicht ingevuld en ter controle voorgelegd aan de betreffende beleggingsonderneming.

Daarnaast heeft de AFM voorbeeldbeleggers opgesteld. De voorbeeldbeleggers zijn voor alle onderzochte bedieningsconcepten gelijk. Bij de ontwikkeling van de voorbeeldbeleggers heeft de AFM aannames gedaan over de een groot aantal kenmerken, zoals de verdeling van de portefeuille, het aantal titels in de portefeuille, het aantal transacties, de gemiddelde omvang per transactie, de plaats van verhandeling, etc. In het onderzoek is gebruik gemaakt van aannames over de fondskosten om de hoogte van de kosten te berekenen. Deze aannames over de fondskosten zijn voor alle onderzochte bedieningsconcepten gelijk. Alle aannames zijn getoetst bij een groot deel van de onderzochte beleggingsondernemingen.

De AFM heeft drie 'standaard' voorbeeldbeleggers opgesteld met een belegd vermogen van 25.000, 100.000 en 400.000 euro. Daarnaast heeft de AFM per standaardvoorbeeldbelegger 15 of 16 variaties opgesteld. Dit heeft geleid tot een totaal van 50 voorbeeldbeleggers. Er is daarbij onderscheid gemaakt tussen vier verschillende combinaties van typen instrumenten waarin binnen bedieningsconcepten wordt belegd. Er is onderscheid gemaakt tussen bedieningsconcepten die uitsluitend in individuele titels beleggen, bedieningsconcepten die zowel in individuele titels als in beleggingsfondsen beleggen, bedieningsconcepten die enkel in actief en passief beheerde beleggingsfondsen beleggen en bedieningsconcepten die enkel in passief beheerde beleggingsfondsen beleggen. Als een voorbeeldbelegger niet op een bedieningsconcept van toepassing is, zijn de kosten van die specifieke voorbeeldbelegger niet berekend. Dit is bijvoorbeeld het geval als het belegd vermogen van de voorbeeldbelegger lager is dan het minimum belegd vermogen van het bedieningsconcept of als de voorbeeldbelegger in producten belegt waarin in het bedieningsconcept niet kan worden belegd.

#### **Afwegingen in de aanpak van het onderzoek**

##### ***Aannames fondskosten in plaats van gerealiseerde fondskosten***

Het onderzoek richt zich op de kosten van beleggen vanuit het oogpunt van de consument. Fondskosten kunnen een grote impact hebben op de uiteindelijke hoogte van de kosten van de consument en zijn om die reden meegenomen in het onderzoek. In het onderzoek is echter gebruik gemaakt van aannames over de fondskosten om de hoogte van de kosten te berekenen in plaats van de daadwerkelijke kosten van de fondsen waarin bij de beleggingsonderneming wordt belegd. De fondskosten kunnen per individueel fonds (sterk) verschillen. De AFM heeft er daarom voor gekozen bij de aannames over de 'lopende kosten' onderscheid te maken tussen actief en passief beheerde beleggingsfondsen,

aandelen- en obligatiebeleggingsfondsen en binnenlandse en buitenlandse beleggingsfondsen. Naast aannames over de 'lopende kosten' heeft de AFM aannames gedaan over de hoogte van de distributievergoedingen, transactiekosten binnen het fonds en op- en afslagen. De reden dat in het onderzoek gebruik is gemaakt van aannames over de fondskosten in plaats van de gerealiseerde fondskosten is vanwege de omvangrijkheid van een onderzoek naar de gerealiseerde fondskosten. Omdat er gebruik is gemaakt van aannames, kunnen de berekende fondskosten kunnen hoger of lager zijn dan de fondskosten van een (gemiddelde) klant van een individuele beleggingsonderneming.

#### ***Handelsgedrag van voorbeeldbeleggers in plaats van klanten***

In het onderzoek is gebruik gemaakt van het handelsgedrag van voorbeeldbeleggers in plaats van het handelsgedrag van klanten om de hoogte van de kosten te berekenen. De aannames over het handelsgedrag van de vijftig voorbeeldbeleggers zijn gebaseerd op marktgemiddelden en niet op de klanten van individuele beleggingsondernemingen. De berekende kosten kunnen daarom hoger of lager zijn dan de kosten van een (gemiddelde) klant van een individuele beleggingsonderneming. De AFM ziet in dat elke beleggingsonderneming een eigen beleggingsstrategie heeft en dat de wijze waarop de portefeuille wordt ingevuld per beleggingsonderneming, bedieningsconcept en klant kan verschillen. Ook hebben een aantal betrokken beleggingsondernemingen aangegeven dat de wijze waarop wordt belegd tevens afhangt van het beursklimaat. Toch heeft de AFM ervoor gekozen om de kosten van de beleggingsdienstverlening door te rekenen aan de hand van het handelsgedrag van voorbeeldbeleggers. Belangrijkste reden hiervoor is dat de uitkomsten van het onderzoek uitsluitend met elkaar kunnen worden vergeleken als er gewerkt wordt met voorbeeldbeleggers. Daarnaast is het selecteren van representatieve klanten om het handelsgedrag per bedieningsconcept te kunnen bepalen voor sommige bedieningsconcepten eenvoudig, zoals in het geval van gestandaardiseerd vermogensbeheer, maar voor andere bedieningsconcepten ingewikkeld, zoals in het geval van execution only-dienstverlening die zich op een brede doelgroep richt. Uiteraard kunnen beleggingsonderneming zelf de kosten van de beleggingsdienstverlening doorrekenen aan de hand van het handelsgedrag van hun klanten en de resultaten vergelijken met de kosten van de voorbeeldbeleggers.



## Bijlage 2 Bevindingen

---

In deze bijlage worden de belangrijkste bevindingen uit het onderzoek naar de kosten van beleggingsdienstverlening weergegeven. De weergegeven bevindingen vormen geen limitatieve opsomming van de in het onderzoek geconstateerde bevindingen. In deze bijlage worden achtereenvolgens de bevindingen over de kosten transparantie, de tariefstructuur en de hoogte van de kosten weergegeven. De bevindingen over kosten transparantie zijn onderverdeeld in bevindingen over de openbare informatie en bevindingen over de informatieverstrekking aan klanten gedurende de dienstverlening.

### Bevindingen kosten transparantie

De informatie over kosten is beoordeeld aan de hand van een beoordelingskader. Het beoordelingskader is toegepast op alle in het onderzoek betrokken bedieningsconcepten. De beoordelingen op basis van het beoordelingskader geven aan in hoeverre de informatieverstrekking over de kosten in het belang van de klant is. De beoordelingen op basis van het beoordelingskader geven niet aan of al dan niet sprake is van een overtreding van wet- en regelgeving.

Opvallend is dat het verschil in kosten transparantie groot is. Er bestaat een groot verschil in de mate waarin de informatie over de kosten van de bedieningsconcepten van de verschillende beleggingsondernemingen inzicht geeft in de kosten. Ook de mate van transparantie over de kosten tussen de verschillende bedieningsconcepten van één beleggingsonderneming kan sterk verschillen.

### *Openbare informatie voorafgaand aan de dienstverlening*

De openbare informatie is beoordeeld aan de hand van acht criteria: vindbaarheid, overzichtelijkheid, begrijpelijkheid, volledigheid en juistheid van de informatie, de complexiteit van de tariefstructuur, informatieverstrekking over de beoogde doelgroep en informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan consumenten over de kosten. De openbare informatie over de kosten is in meer dan de helft van de gevallen als onvoldoende beoordeeld door de AFM. Zoals toegelicht geeft de beoordeling 'onvoldoende' aan dat de informatie over de kosten vanuit het belang van de klant bekeken onvoldoende is, maar geeft niet aan dat de informatie over de kosten een overtreding van wet- en regelgeving betreft.

### ***Informatie over de kosten is moeilijk vindbaar in de openbare informatie***

De informatie over de kosten is voor de consument in veel gevallen moeilijk vindbaar in de openbare informatie, waardoor het voor de consument moeilijk is om direct in de oriëntatiefase informatie over de kosten tot zich te nemen. De informatie is onder meer moeilijk vindbaar doordat:

- In een beperkt aantal gevallen is er geen openbare informatie over de kosten beschikbaar, zoals op de website. Bovendien ontbreekt in een aantal van deze gevallen een verwijzing naar informatie over de kosten, waardoor de consument niet weet wat hij moet doen om over de informatie over de kosten te kunnen beschikken.
- Bij alle onderzochte zelfstandig vermogensbeheerders waren de tariefoverzichten van de depotbanken niet beschikbaar op de website van de beleggingsonderneming. Inmiddels heeft een aantal zelfstandig vermogensbeheerders deze informatie op haar website geplaatst.
- De openbare informatie bevatte in veel gevallen beperkte informatie over de kosten van beleggingsproducten (de indirecte kosten). Een voorbeeld hiervan is het noemen van een adviesvergoeding van een bedieningsconcept dat volledig in beleggingsfondsen belegt zonder het noemen van de kosten die samenhangen met het beleggen in beleggingsfondsen.
- De informatie over de kosten op hoofdlijnen is in veel gevallen eenvoudig vindbaar in de openbare informatie, maar verwijzingen naar verdiepende informatie over de kosten ontbreken in veel gevallen of zijn niet duidelijk.

Een voorbeeld van een onduidelijke verwijzing is een verwijzing in een brochure van een bedieningsconcept naar de startpagina van de beleggingsonderneming zonder dat specifiek wordt aangegeven waar de consument op de website de informatie kan vinden.

#### ***Informatie over de kosten is redelijk overzichtelijk in de openbare informatie***

Overzichtelijke informatie over de kosten maakt het voor de consument eenvoudiger om in de oriëntatiefase inzicht te krijgen in de kosten en de kosten van verschillende beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten te vergelijken. Uit het onderzoek blijkt dat beleggingsondernemingen de openbare informatie over kosten in veel gevallen minimaal redelijk overzichtelijk is weergegeven. In het onderzoek valt op dat beleggingsondernemingen bij bedieningsconcepten die een relatief sterk gedifferentieerde tariefstructuur hebben meer moeite hebben om de informatie over de kosten overzichtelijk weer te geven dan bij bedieningsconcepten met een relatief eenvoudige tariefstructuur. Dit wordt bijvoorbeeld veroorzaakt doordat de tariefbrochure zeer omvangrijk is als gevolg van de gedifferentieerde tariefstructuur. Een zeer omvangrijke tariefbrochure heeft het risico in zich dat de consument door de bomen het bos niet meer kan zien. In het onderzoek valt ook op dat een beperkt aantal beleggingsondernemingen de kosten van verschillende bedieningsconcepten in één tariefbrochure weergeven, maar hierbij niet aangeven welke kosten in rekening worden gebracht bij welk bedieningsconcept.

#### ***Informatie over de kosten is onvoldoende begrijpelijk in de openbare informatie***

Begrijpelijke informatie over de kosten maakt het voor de consument eenvoudiger om in de oriëntatiefase inzicht te krijgen in de kosten en de kosten van verschillende beleggingsondernemingen en bedieningsconcepten te vergelijken. Uit het onderzoek blijkt dat beleggingsondernemingen de openbare informatie over kosten in veel gevallen onvoldoende begrijpelijk is weergegeven. De informatie is in het bijzonder onvoldoende begrijpelijk doordat:

- In een aantal gevallen zijn tarieven exclusief in plaats van inclusief BTW weergegeven. In sommige gevallen is dit expliciet vermeld, waardoor de consument zelf het tarief inclusief BTW kan berekenen. In een aantal van deze gevallen moet over een deel van het tarief BTW worden berekend, waardoor de berekening van het tarief inclusief BTW voor de consument wordt bemoeilijkt. In andere gevallen blijkt niet uit de informatie dat het tarief exclusief BTW is weergegeven en heeft de consument dus geen juist beeld van de hoogte van de kosten. Het is opvallend dat een deel van de onderzochte beleggingsondernemingen nog steeds tarieven exclusief in plaats van inclusief BTW weergeeft.
- In een aantal gevallen is niet opgenomen hoe de kosten worden berekend of is niet opgenomen op welk moment de kosten worden berekend en bij de consument in rekening worden gebracht. De berekeningswijze van de kosten is hierdoor voor de consument niet duidelijk. Zo is het bijvoorbeeld voor de berekening van het bewaarloon (wat als percentage van het belegd vermogen wordt berekend) niet duidelijk hoe en wanneer het belegd vermogen wordt bepaald.
- In een aantal gevallen wordt veelvuldig gebruik gemaakt van jargon zonder dat het jargon aan de consument wordt uitgelegd.
- Voor een aantal kostensoorten (zoals transactiekosten, beheervergoeding, bewaarloon, etc.) worden door de verschillende beleggingsondernemingen verschillende benamingen gebruikt, waardoor het onderling vergelijken van de kosten sterk wordt bemoeilijkt. Een voorbeeld hiervan is de vergoeding voor het uitvoeren van vermogensbeheer: beheervergoeding, onkostenvergoeding, vaste vergoeding en service fee.

#### ***Informatie over de kosten is niet volledig in de openbare informatie***

De informatie over de kosten is in veel gevallen niet volledig in de openbare informatie. Relevante informatie over de kosten ontbreekt, waardoor het voor de consument niet mogelijk is al in de oriëntatiefase een totaaloverzicht van de kosten te krijgen. De informatie is in het bijzonder niet volledig doordat:

- In een aantal gevallen benoemen de zelfstandig vermogensbeheerders niet of niet duidelijk dat zowel de zelfstandige vermogensbeheerder als de depotbank bij de consument kosten in rekening brengt, waardoor de

consument ten onrechte kan veronderstellen dat de kosten die de zelfstandige vermogensbeheerder in rekening brengt, de totale kosten zijn.

- In veel gevallen is de informatie over de kosten van beleggingsproducten, zoals beleggingsfondsen en gestructureerde producten, niet volledig, zodat geen totaaloverzicht van de kosten van beleggingsproducten verkregen kan worden. Een aantal beleggingsondernemingen heeft tijdens het onderzoek aangegeven dat zij geen volledig inzicht in de kosten van beleggingsproducten heeft doordat de informatie die de aanbieders van beleggingsproducten verstrekken niet volledig is. Informatie over de kosten van beleggingsproducten is in het bijzonder relevant voor de consument als de consument volledig in beleggingsproducten belegt. De informatie over de kosten van beleggingsproducten is in het bijzonder niet volledig doordat:
  - De beleggingsonderneming maakt in een beperkt aantal gevallen de door de aanbieder van beleggingsproducten verstrekte informatie over de kosten van een specifiek beleggingsproduct niet inzichtelijk.
  - De beleggingsonderneming geeft in veel gevallen geen inschatting van de gemiddelde kosten voor de verschillende type beleggingsproducten (zoals aandelen- versus obligatiefondsen en actief versus passief beheerde fondsen).
  - De beleggingsonderneming benoemt in veel gevallen niet het bestaan van andere fondskosten dan de lopende kosten en de andere kosten van beleggingsproducten dan de TER.
  - De beleggingsonderneming geeft in geen enkel geval een indicatie van de hoogte van de andere fondskosten dan de lopende kosten en de andere kosten van beleggingsproducten dan de TER.
  - In een beperkt aantal gevallen onderkent de beleggingsonderneming niet dat de consument kosten heeft voor het in- en uittreden van beleggingsfondsen, zoals op- en afslagen.

#### ***Openbare informatie over de kosten lijkt correct***

Uit het onderzoek zijn geen signalen voortgekomen dat de door de beleggingsondernemingen verstrekte openbare informatie over de kosten mogelijk niet correct is. Uit het onderzoek is wel gebleken dat een aantal beleggingsondernemingen aan specifieke consumenten kortingen kan verstrekken, waardoor de met de consument afgesproken tarieven afwijken van de tarieven in de openbare informatie. Dit heeft het risico in zich dat klanten die proactief om korting vragen een korting krijgen, terwijl een vergelijkbare klant die niet proactief om kortingen vraagt, geen korting krijgt.

#### ***De beoogde doelgroep van bedieningsconcepten is onvoldoende toegelicht in de openbare informatie***

In een beperkt aantal gevallen wordt onvoldoende toegelicht voor welke consument een bedieningsconcept uit kostenoogpunt wel en niet geschikt is. De beoogde doelgroep is in het bijzonder niet altijd voldoende toegelicht in de openbare informatie doordat:

- In veel gevallen is de openbare informatie over de beoogde doelgroep beperkt tot het weergeven van de minimale omvang van het belegd vermogen en het type instrumenten waarin wordt belegd of belegd kan worden.
- In de gevallen waarin de consument een keuze wordt geboden tussen verschillende tariefstructuren binnen een bedieningsconcept, wordt het onderscheid tussen de verschillende tarieven veelal voldoende toegelicht en wordt op hoofdlijnen toegelicht voor wie de verschillende tarieven wel en niet geschikt zijn. De consument wordt echter in veel gevallen beperkt ondersteund om de voor de consument meest gunstige tariefstructuur te kiezen.

## Informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten

### ***Informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten is niet duidelijk***

De informatieverstrekking gedurende de dienstverlening aan klanten is in veel gevallen niet duidelijk doordat:

- In een aantal gevallen in execution only- en beleggingsadviesdienstverlening worden de kosten niet expliciet benoemd. Dit is bijvoorbeeld het geval als de transactiekosten niet expliciet zijn benoemd, maar zijn verwerkt in het transactiebedrag. De kosten zijn daardoor voor de klant niet herkenbaar.
- In een aantal gevallen is niet duidelijk welke kosten in de rapportage zijn opgenomen, bijvoorbeeld doordat er alleen het woord 'provisie' staat opgenomen.
- In veel gevallen is geen toelichting op de berekeningswijze van de kosten opgenomen, waardoor de klant de kosten niet kan controleren.
- In veel gevallen is niet duidelijk welke kosten zijn voortgekomen uit beleggingsfondsen en andere beleggingsproducten en wat de hoogte van deze kosten is. De klant heeft hierdoor geen eenvoudig inzicht in de totale kosten van de beleggingsproducten en daarmee in de totale kosten van beleggen.
- In execution only- en beleggingsadviesdienstverlening verstrekt de beleggingsonderneming in veel gevallen geen periodiek overzicht aan haar klanten over de samenstelling en de hoogte van alle gemaakte kosten in een bepaalde periode. Veelal ontvangen deze klanten uitsluitend per transactie en op het moment dat overige kostensoorten in rekening worden gebracht een overzicht waarop onder meer de kosten staan vermeld. De klant heeft hierdoor geen eenvoudig inzicht in de totale kosten van de dienstverlening.

## Bevindingen tariefstructuur

### ***Hoogte totale kosten onderling moeilijk vergelijkbaar***

Door de grote verscheidenheid aan tariefstructuren zijn de hoogte van de totale kosten van bedieningsconcepten en beleggingsondernemingen onderling moeilijk te vergelijken voor de consument. Tariefstructuren lopen bijvoorbeeld uiteen van een all-in tarief tot een (sterk) gedifferentieerde tariefstructuur. Een sterk gedifferentieerde tariefstructuur kan onder meer worden veroorzaakt doordat veel verschillende kostensoorten bij de consument in rekening worden gebracht. Deze verscheidenheid aan tariefstructuren zien we tussen beleggingsondernemingen, maar ook tussen bedieningsconcepten binnen beleggingsondernemingen. Uiteraard bestaat hier een spanningsveld tussen een eenvoudige en een sterk gedifferentieerde tariefstructuur. Enerzijds, bij een eenvoudige tariefstructuur, zoals een all-in tarief, heeft de consument eenvoudig inzicht in de totale kosten, maar minder inzicht in de onderliggende kosten. Bovendien is het tarief gebaseerd op gemiddelden waardoor de ene consument mogelijk in het voordeel is en een andere consument in het nadeel. Anderzijds belemmert een sterk gedifferentieerde tariefstructuur een eenvoudig inzicht in de totale kosten, maar geeft wel inzicht in de onderliggende kosten en de kosten worden (meer) op de specifieke consument afgestemd ('de vervuiler betaalt'). Uit het onderzoek is ook gebleken dat beleggingsondernemingen als alternatief voor de keuze tussen een eenvoudige en sterk gedifferentieerde tariefstructuur verschillende tariefstructuren hanteren voor verschillende doelgroepen binnen één bedieningsconcept.

### ***Hoogte tarieven per kostensoorten onderling moeilijk vergelijkbaar***

Verschillende beleggingsondernemingen gebruiken verschillende berekeningswijzen voor dezelfde kostensoorten. De hoogte van specifieke kostensoorten van bedieningsconcepten en beleggingsondernemingen zijn hierdoor onderling moeilijk te vergelijken voor de consument. Een voorbeeld hiervan is dat de ene beleggingsonderneming één transactietarief voor aandelen Europa kent terwijl de andere beleggingsonderneming een apart transactietarief voor aandelen Euronext en een apart transactietarief voor aandelen Europa zonder Euronext kent. Een ander voorbeeld is dat een kostensoort zoals bewaarloon bij de ene beleggingsonderneming een vaste vergoeding (in euro's) is, bij de andere beleggingsonderneming een variabele vergoeding (in %) en bij weer een andere beleggingsonderneming zowel een vaste als een variabele vergoeding is. Daarnaast kunnen op de tarieven staffels, uitzonderingssituaties, minimum- en maximumtarieven van toepassing zijn.

***Niet zeker of de kosten voor de consument in verhouding staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning***

Het onderzoek heeft zich op de kosten voor de consument gericht en niet op de kosten die de beleggingsonderneming maakt. Het is daarom op basis van het onderzoek niet mogelijk om te beoordelen of de kosten voor de consument in verhouding staan tot de gemaakte kosten en de geleverde inspanning door de beleggingsonderneming. De vraag of de consument voor de dienstverlening niet te hoge kosten betaalt is daarmee niet beantwoord. In het onderzoek zijn wel een aantal zaken opgevallen die twijfel kunnen oproepen over de vraag of de kosten voor de consument in verhouding staan tot de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning.

- In het onderzoek zijn grote verschillen in de hoogte van de totale kosten, de hoogte van de tarieven per kostensoort (zoals beheervergoeding en transactiekosten) en de hoogte van de tarieven van de depotbanken geconstateerd. Deze uitkomsten roepen de vraag op of deze verschillen uitsluitend worden veroorzaakt door de gemaakte kosten en geleverde inspanning door de beleggingsonderneming. Als dit het geval is, wordt het klantbelang niet geschaad als tevens de kosten voor de consument in verhouding staan tot het te verwachten rendement en ook aan de andere aspecten van een zorgvuldige dienstverlening is voldaan. Voorbeelden van deze verschillen in de hoogte van de kosten:
  - De berekende totale kosten voor een zelfstandige belegger met 25.000 euro belegd vermogen lopen voor de onderzochte bedieningsconcepten bijvoorbeeld uiteen van 0,1% (voor een bedieningsconcept dat alleen in individuele titels belegt) tot 2,0% (voor een bedieningsconcept dat zowel in individuele titels als in fondsen belegt) van het belegd vermogen.
  - De berekende transactiekosten voor een belegger in beleggingsadvies met 25.000 euro belegd vermogen en hetzelfde aantal transacties lopen voor de onderzochte bedieningsconcepten die transactiekosten in rekening brengen bijvoorbeeld uiteen van 0,2% (voor een bedieningsconcept dat volledig in fondsen beleggen) tot 0,6% (voor een bedieningsconcept dat zowel in individuele titels als in fondsen belegt) van het belegd vermogen.
- In het onderzoek is opgevallen dat beleggingsondernemingen veelal weinig uitleg geven waarom bepaalde (hoogte van de) kosten bij de consument in rekening worden gebracht. Uit het onderzoek blijkt bijvoorbeeld dat de performance fee die sommige beleggingsondernemingen in rekening brengen een grote impact heeft op de hoogte van de kosten en de hoogte van deze kosten mogelijk door de consument worden onderschat. De berekende performance fee voor een belegger in vermogensbeheer met 400.000 euro belegd vermogen loopt voor één van de onderzochte bedieningsconcepten bij het gemiddeld verwacht rendement<sup>4</sup> bijvoorbeeld op tot 0,5% van het belegd vermogen en daarmee tot 36% van de berekende totale kosten (voor een bedieningsconcept dat alleen in individuele titels belegt). Uit het onderzoek blijkt ook dat het bewaarloon dat sommige partijen in rekening brengen een behoorlijke impact heeft op de hoogte van de kosten, terwijl niet wordt toegelicht waarom deze hoogte van kosten in rekening wordt gebracht. Het berekende bewaarloon voor een zelfstandige belegger met 400.000 euro belegd vermogen is voor één van de onderzochte bedieningsconcepten bijvoorbeeld 0,2% van het belegd vermogen en daarmee tot 51% van de berekende totale kosten (voor een bedieningsconcept dat alleen in individuele titels belegt).
- Een tariefstructuur waarbij de kosten voor de consument lineair toenemen met het belegd vermogen van de consument kan er toe leiden dat consumenten met een relatief hoog belegd vermogen te hoge kosten voor de dienstverlening betalen. Dit kan het geval zijn als de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning voor consumenten met verschillende omvang van het belegd vermogen (bijna) gelijk is. In het onderzoek is bijvoorbeeld een bedieningsconcept onderzocht dat aan een brede doelgroep wordt aangeboden en een tariefstructuur heeft die bestaat uit een beheervergoeding van 1% over het belegd vermogen. Een belegger met 25.000 euro belegd vermogen betaalt dan jaarlijks 250 euro aan kosten. Een

---

<sup>4</sup> In het onderzoek is het verwachte rendement gebaseerd op tabel 0 uit de bijlage van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen (NRgfo).

belegger met 400.000 euro belegd vermogen betaalt dan jaarlijks 4.000 euro aan kosten. De consument met 400.000 euro belegd vermogen betaalt in deze situatie mogelijk te hoge kosten voor de dienstverlening.

- Een aantal beleggingsondernemingen brengt gunstigere tarieven (zoals transactiekosten en bewaarloon) bij de consument in rekening voor producten die worden aangeboden door de financiële onderneming waar de beleggingsonderneming zelf onderdeel van uitmaakt dan voor andere producten. Op basis van dit onderzoek is niet aan te tonen dat dit wordt veroorzaakt door het verschil tussen de gemaakte kosten en geleverde inspanning door de beleggingsonderneming voor de beide producten.

### ***Kosten worden voorafgaand aan de dienstverlening en over een lange periode in rekening gebracht***

In het onderzoek valt op dat sommige beleggingsondernemingen kosten voorafgaand aan de dienstverlening en over een lange periode in rekening brengen. Deze handelswijze kan een drempel voor consumenten vormen om over te stappen naar een andere beleggingsonderneming. Een voorbeeld hiervan is het aan het begin van het jaar in rekening brengen van het bewaarloon voor het gehele jaar. Hierdoor heeft de klant al voor het gehele jaar bewaarloon betaald en zal daardoor minder geneigd zijn gedurende het jaar van dienstverlening te veranderen. In het onderzoek viel ook op dat sommige beleggingsondernemingen op veel verschillende momenten kosten in rekening brengen, zoals per maand, per kwartaal en per jaar. Het is de vraag of dit het inzicht van de consument in de kosten verhoogt.

### **Bevindingen hoogte van de kosten**

In het onderzoek is gebruik gemaakt van voorbeeldbeleggers om de hoogte van de kosten van bedieningsconcepten en beleggingsondernemingen onderling te kunnen vergelijken. De aannames over het handelsgedrag van deze voorbeeldbeleggers zijn gebaseerd op marktgemiddelden en niet op de klanten van individuele beleggingsondernemingen. De door de AFM berekende kosten kunnen daarom hoger of lager zijn dan de kosten van een (gemiddelde) klant van een individuele beleggingsonderneming.

In bijlage 3 is de gemiddelde hoogte en samenstelling van de kosten grafisch weergegeven. De kwaliteit van de dienstverlening van beleggingsondernemingen is in dit onderzoek niet beoordeeld. Het is daarom op basis van dit onderzoek niet mogelijk om vast te stellen of de verschillen in kosten worden veroorzaakt door verschillen in de kwaliteit van de dienstverlening. De keuze voor een beleggingsonderneming zal mede afhankelijk zijn van de kenmerken en de behoeften van de consument. Uiteraard geldt altijd dat de kosten voor de consument in verhouding moeten staan tot het te verwachten rendement en dat ook aan de andere aspecten van een zorgvuldige dienstverlening, zoals een passende dienstverlening, moet zijn voldaan.

Uit het onderzoek is gebleken dat een beperkt aantal kosten moeilijk te kwantificeren is, maar wel een impact op de hoogte van de totale kosten heeft of kan hebben. Een voorbeeld hiervan is de spread tussen de bied- en laatkoers die een consument bij de aan- en verkoop van individuele titels en indextrackers moet betalen. In het onderzoek viel bijvoorbeeld tevens op dat beleggingsondernemingen onderling sterk afwijkende grondslagen hanteren voor het vaststellen van de creditrente op de beleggingsrekening en de hoogte van deze creditrente mogelijk niet in alle gevallen marktconform is. Ditzelfde geldt overigens voor de debetrente. In het onderzoek viel tevens op dat veelal niet of onvoldoende wordt toegelicht hoe wordt omgegaan met beleggingen in buitenlandse valuta en welke (indirecte) kosten hier aan zijn verbonden.

### ***Hoogte totale kosten loopt sterk uiteen***

De hoogte van de totale kosten van de verschillende bedieningsconcepten loopt sterk uiteen.

- De kosten als percentage van het belegd vermogen zijn verschillend voor de drie verschillende typen dienstverlening execution only, beleggingsadvies en vermogensbeheer. De kosten van execution only-dienstverlening zijn substantieel lager dan de kosten van beleggingsadvies- en vermogensbeheerdienstverlening. Dit is een logisch gevolg van het type dienstverlening: bij beleggingsadvies

krijgt de consument advies over de te nemen beleggingsbeslissingen en bij vermogensbeheer neemt een vermogensbeheerder namens de consument de beleggingsbeslissingen. Bij execution only-dienstverlening is dit beide niet het geval, dus kan de dienstverlening goedkoper aangeboden worden.

- De gemiddelde hoogte van de berekende kosten voor een belegger met 25.000 euro is in execution only-dienstverlening 1,3% van het belegd vermogen (1,1 % bij een belegd vermogen van 100.000 euro en 1,0% bij een belegd vermogen van 400.000 euro).
- De gemiddelde hoogte van de berekende kosten voor een belegger met 25.000 euro is in beleggingsadviesdienstverlening 2,5% van het belegd vermogen (2,0 % bij een belegd vermogen van 100.000 euro en 1,6% bij een belegd vermogen van 400.000 euro).
- De gemiddelde hoogte van de berekende kosten voor een belegger met 25.000 euro is in vermogensbeheerdienstverlening 1,8% van het belegd vermogen (2,0 % bij een belegd vermogen van 100.000 euro en 1,9% bij een belegd vermogen van 400.000 euro).
- De hoogte van de totale kosten als percentage van het belegd vermogen van de drie standaardvoorbeeldbeleggers met 25.000, 100.000 en 400.000 euro belegd vermogen dalen bij een toename van het belegd vermogen. De totale kosten als percentage van het belegd vermogen dalen over het algemeen als het belegd vermogen stijgt, maar de totale kosten in euro's stijgen als het belegd vermogen stijgt. Deze uitkomst is logisch als de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning voor de verschillende voorbeeldbeleggers toenemen met het belegd vermogen, maar minder dan lineair toenemen. In dit onderzoek zijn de door de beleggingsonderneming gemaakte kosten en geleverde inspanning niet onderzocht.
  - De hoogte van de totale kosten als percentage van het belegd vermogen dalen in execution only-dienstverlening bij een stijging van het belegd vermogen, zie bovenstaand, maar de berekende absolute jaarlijkse kosten stijgen van 333 euro (belegd vermogen 25.000), naar 1113 euro (belegd vermogen 100.000) en naar 4133 euro (belegd vermogen 400.000).
  - De hoogte van de totale kosten als percentage van het belegd vermogen dalen in beleggingsadviesdienstverlening bij een stijging van het belegd vermogen, zie bovenstaand, maar de berekende absolute jaarlijkse kosten stijgen van 633 euro (belegd vermogen 25.000), naar 2045 euro (belegd vermogen 100.000) en naar 6526 euro (belegd vermogen 400.000).
  - De hoogte van de totale kosten als percentage van het belegd vermogen variëren in vermogensbeheerdienstverlening zoals bovenstaand omschreven. De berekende absolute jaarlijkse kosten stijgen van 451 euro (belegd vermogen 25.000), naar 2026 euro (belegd vermogen 100.000) en naar 7754 euro (belegd vermogen 400.000).
- De kosten als percentage van het belegd vermogen zijn verschillend voor de verschillende typen bedieningsconcepten, afhankelijk van de combinatie van instrumenten waarin belegd wordt. Voor de verschillende typen bedieningsconcepten is onderscheid gemaakt tussen bedieningsconcepten die uitsluitend in individuele titels beleggen, bedieningsconcepten die zowel in individuele titels als in beleggingsfondsen beleggen en bedieningsconcepten die enkel in (actief en passief beheerde) beleggingsfondsen beleggen. De verschillen in de kosten als percentage van het belegd vermogen worden veelal veroorzaakt door de fondskosten.
  - De berekende hoogte van de kosten voor een belegger met een belegd vermogen van 400.000 euro zijn in beleggingsadviesdienstverlening bijvoorbeeld gemiddeld 1,3% van het belegd vermogen voor de bedieningsconcepten die volledig in individuele titels beleggen, 1,7% voor de bedieningsconcepten die zowel in individuele titels als in fondsen beleggen en 1,9% voor de bedieningsconcepten die volledig in fondsen beleggen.
- In execution only-dienstverlening zijn de bedieningsconcepten die volledig in fondsen beleggen relatief duur voor de voorbeeldbeleggers met 100.000 en 400.000 euro belegd vermogen.
  - De gemiddelde hoogte van de berekende kosten van de bedieningsconcepten in execution only-dienstverlening die volledig in beleggingsfondsen beleggen zijn voor een belegger met 100.000 euro

(resp. 400.000 euro) 1,6% (resp. 1,6%) van het belegd vermogen (1,3% (resp. 1,2%) van het belegd vermogen bij bedieningsconcepten die zowel in individuele titels als in beleggingsfondsen beleggen en 1,3% (resp. 1,2%) van het belegd vermogen bij bedieningsconcepten die enkel in individuele titels beleggen).

- In beleggingsadviesdienstverlening zijn het aantal bedieningsconcepten per type bedieningsconcepten te klein om uitspraken over te kunnen doen.
- In vermogensbeheerdienstverlening zijn de bedieningsconcepten die zowel in individuele titels als in beleggingsfondsen beleggen relatief duur<sup>5</sup>.
  - De gemiddelde hoogte van de berekende kosten van de bedieningsconcepten in vermogensbeheerdienstverlening die zowel in individuele titels als in beleggingsfondsen beleggen zijn voor een belegger met 100.000 euro (resp. 400.000 euro) 3,0% (resp. 2,7%) van het belegd vermogen (1,9% (resp. 1,9%) van het belegd vermogen bij bedieningsconcepten die alleen in beleggingsfondsen beleggen en 1,8% (resp. 1,7%) van het belegd vermogen bij bedieningsconcepten die enkel in individuele titels beleggen).
- De beleggingsadviesbedieningsconcepten voor consumenten met een belegd vermogen van 25.000 euro hebben gemiddeld hoge kosten als percentage van het belegd vermogen.
  - De gemiddelde hoogte van de berekende kosten van de bedieningsconcepten in beleggingsadviesdienstverlening zijn voor een belegger met 25.000 euro belegd vermogen 2,5% van het belegd vermogen en bij 100.000 euro 2,0% van het belegd vermogen en bij 400.000 euro 1,6% van het belegd vermogen.

#### ***Hoogte tarieven per kostensoort loopt sterk uiteen***

Uit het onderzoek blijkt dat de hoogte van de tarieven voor de verschillende kostensoorten sterk uiteenlopen. In bijlage 3 is de gemiddelde hoogte en samenstelling van de kosten per type dienstverlening (execution only, beleggingsadvies en vermogensbeheer) grafisch weergegeven. Daarnaast lijken de hoogte van de tarieven voor kostensoorten die niet berekend zijn, maar onderling wel vergelijkbaar zijn, eveneens sterk uiteen te lopen. Een voorbeeld hiervan zijn de kosten voor het overboeken van effecten.

- De tarieven voor het overboeken van binnenlandse effecten lopen sterk uiteen. Een aantal beleggingsondernemingen brengt 25 euro per fondsregel in rekening en andere beleggingsondernemingen brengen 5 euro per fondsregel in rekening. De meeste beleggingsondernemingen brengen een afwijkend tarief voor buitenlandse effecten in rekening. De tarieven voor het overboeken van buitenlandse effecten kunnen oplopen tot 75 euro per fondsregel.

#### ***Hoogte tarieven depotbanken loopt sterk uiteen***

De hoogte van de tarieven die de depotbanken bij de consument in rekening brengen, lopen voor de beleggingsondernemingen die gebruik maken van een depotbank sterk uiteen. Uit het onderzoek blijkt dat een depotbank aan klanten van verschillende vermogensbeheerders verschillende tarieven in rekening brengt en dat deze verschillen substantieel kunnen zijn. Dit geldt in het bijzonder voor transactiekosten. Dit is voor de consument opvallend aangezien de dienstverlening vergelijkbaar lijkt en op basis daarvan verwacht mag worden dat de verschillen tussen de tarieven beperkt zijn. De berekende transactiekosten die verschillende depotbanken bij een belegger in rekening brengen kunnen ook onderling verschillen.

- De berekende transactiekosten die de depotbank bij een belegger in vermogensbeheer met 400.000 euro belegd vermogen in rekening brengt lopen uiteen van 0,1% tot 0,4% van het belegd vermogen voor de

---

<sup>5</sup> Het aantal bedieningsconcepten per type dienstverlening is beperkt, waardoor de uitkomsten slechts een globaal geven van de verschillen in de hoogte van de kosten van de typen dienstverlening.



onderzochte bedieningsconcepten die alleen in individuele titels beleggen en die gebruikmaken van dezelfde depotbank.

- Voor een onderzocht bedieningsconcept dat zowel in individuele titels als in fondsen belegt, zijn de berekende transactiekosten voor een belegger in vermogensbeheer met 400.000 euro belegd vermogen die de verschillende depotbanken bij de belegger in rekening brengen 0,7%, 0,9% of 1,0% van het belegd vermogen.

#### ***Verskil in hoogte totale kosten tussen voorbeeldbeleggers beperkt***

In het onderzoek is gebruikt gemaakt van in totaal vijftig voorbeeldbeleggers<sup>6</sup>, maar de totale kosten van deze voorbeeldbeleggers verschillen voor de meeste bedieningsconcepten onderling weinig. Uitzondering hierop vormen de voorbeeldbeleggers die heel veel en zeer veel transacties verrichten. Deze voorbeeldbeleggers kennen (uiteraard) substantieel hogere kosten dan de andere voorbeeld beleggers. In bijlage 3, figuur 8, is ter illustratie voor een bedieningsconcept grafisch de totale kosten van de verschillende voorbeeldbeleggers weergegeven.

#### ***Beleggingsadvies is bij een hoger belegd vermogen gemiddeld goedkoper dan vermogensbeheer***

Uit het onderzoek blijkt dat beleggingsadvies bij een hoger belegd vermogen gemiddeld goedkoper is dan vermogensbeheer. Dit geldt in het bijzonder voor de standaard voorbeeldbelegger met een belegd vermogen van 400.000 euro. Het is opvallend dat beleggingsadvies gemiddeld goedkoper is dan vermogensbeheer, aangezien beleggingsadvies over het algemeen per consument meer arbeidsuren vergt dan vermogensbeheer. In beleggingsadvies geeft de klant een opdracht tot een transactie, waardoor het advies aan de klant gecommuniceerd moet worden terwijl in vermogensbeheer de beleggingsonderneming zelf de opdracht tot een transactie geeft.

- De berekende totale kosten voor een belegger met 400.000 euro belegd vermogen zijn 1,6% van het belegd vermogen in beleggingsadvies en 1,9% van het belegd vermogen in vermogensbeheerdienstverlening (voor een belegger met 25.000 euro zijn de berekende totale kosten 2,5% respectievelijk 1,8%. Voor een belegger met 100.000 euro belegd vermogen zijn de berekende totale kosten 2,0% respectievelijk 2,0%).

#### ***Fondskosten hebben een grote impact op de hoogte van de kosten***

De fondskosten hebben een grote impact op de hoogte van de totale kosten van beleggen. Deze impact wordt groter naarmate de consument meer in fondsen belegt en naarmate de consument meer in actief beheerde fondsen belegt. De door de AFM berekende impact van fondskosten op de hoogte van de kosten is uiteraard afhankelijk van de door de AFM gemaakte aannames over de hoogte van de fondskosten. Beleggingsondernemingen kunnen in de praktijk duurdere of goedkopere fondsen selecteren. De fondskosten maken in bedieningsconcepten die volledig in (actief beheerde) fondsen beleggen veelal (veruit) het grootste deel van de hoogte van de kosten uit. In execution only-dienstverlening zijn er zelfs bedieningsconcepten die volledig in fondsen beleggen en waar de belegger alleen fondskosten betaalt. Dergelijke bedieningsconcepten kunnen voor een beleggingsonderneming rendabel zijn vanwege de distributievergoeding die de fonds aanbieder aan de beleggingsonderneming verstrekt.

- De berekende gemiddelde hoogte van de fondskosten ('lopende kosten', transactiekosten in het fonds en op- en afslagen) van de bedieningsconcepten in execution only-dienstverlening die zowel in individuele titels als in beleggingsfondsen beleggen is voor een belegger met een belegd vermogen van 25.000 euro 71% van de totale kosten (74% van de totale kosten bij 100.000 euro belegd vermogen en 78% van de totale kosten bij 400.000 euro belegd vermogen).
- De berekende gemiddelde hoogte van de fondskosten (('lopende kosten', transactiekosten in het fonds en op- en afslagen) van de bedieningsconcepten in execution only-dienstverlening die enkel in beleggingsfondsen beleggen is voor een belegger met 25.000 euro belegd vermogen 87% van de totale kosten (92% van de totale kosten bij 100.000 euro belegd vermogen en 93% van de totale kosten bij 400.000 euro belegd vermogen).

---

<sup>6</sup> Zie voor een toelichting bijlage 1 Opzet AFM onderzoek

### **Beheerhandelingen hebben een (zeer) kleine impact op de hoogte van de kosten**

In het onderzoek valt op dat de kosten voor beheerhandelingen doorgaans een (zeer) kleine impact hebben op de hoogte van de kosten, terwijl de informatieverstrekking over de kosten voor beheerhandelingen zeer omvangrijk is. Beheerhandelingen zijn kosten zoals de kosten voor aflossingen van obligaties, uitkering van dividend en aan- en verkopen van claims. De consument kan door de sterk gedifferentieerde tariefstructuur van beheerhandelingen moeilijk schatten wat de samenstelling en hoogte van de kosten voor beheerhandelingen zullen zijn.

- De berekende kosten voor beheerhandelingen bedragen voor de onderzochte bedieningsconcepten maximaal 0,1% van het belegd vermogen. Dit geldt zowel in execution only-, beleggingsadvies- als vermogensbeheerdienstverlening en dit geldt zowel voor een belegger met 25.000, 100.000 en 400.000 euro belegd vermogen.

### **Bevindingen beoogde doelgroep**

#### **Een aantal bedieningsconcepten heeft voor een deel van de beoogde doelgroep hoge kosten**

Uit het onderzoek is gebleken dat voor een aantal bedieningsconcepten de kosten van de beleggingsdienstverlening van specifieke voorbeeldbeleggers niet opwegen tegen het verwachte rendement. De beoogde doelgroep van deze bedieningsconcepten is daarom op basis van de kosten niet goed afgebakend. In het onderzoek zijn de kosten van de beleggingsdienstverlening vergeleken met het te verwachte rendement<sup>7</sup>, maar is bijvoorbeeld geen rekening gehouden met inflatie en vermogensrendementsheffing. Uit het onderzoek is tevens gebleken dat bij een aantal bedieningsconcepten de kosten van de beleggingsdienstverlening voor (een deel van) de voorbeeldconsumenten slechts (zeer) beperkt lager zijn dan het verwachte rendement. Het is daarom de vraag of consumenten zijn gebaat bij dergelijke bedieningsconcepten.

Uit het onderzoek is gebleken dat hoge kosten van een bedieningsconcept voor de beoogde doelgroep veelal worden beïnvloed door onderstaande factoren. Deze factoren zijn gerelateerd aan handelsgedrag dat een grote impact heeft op de hoogte van de kosten en aan het deel van de beoogde doelgroep dat relatief gevoelig is voor de hoogte van de kosten:

1. Het uitvoeren van (heel) veel transacties leidt tot relatief (zeer) hoge transactiekosten. Dit geldt in het bijzonder voor het uitvoeren van (heel) veel optietransacties. Uiteraard verlagen de transactiekosten in eerste instantie het rendement, maar worden deze kosten gemaakt om de kans op een goed rendement voor de consument te verhogen.
2. Het uitvoeren van (heel) veel transacties leidt tot relatief (zeer) hoge indirecte kosten zoals op- en afslagen bij beleggingsfondsen.
3. Een consument die belegt in actief beheerde fondsen heeft hogere kosten dan een consument die belegt in passief beheerde fondsen. Dit verschil in kosten moet daarom worden goedge maakt door het hogere rendement van actief beheerde fondsen ten opzichte van het rendement van passief beheerde fondsen.
4. Een defensieve consument heeft onder reguliere marktomstandigheden een lager verwacht rendement dan een offensieve consument en het verwachte rendement zal daarom sneller niet opwegen tegen de kosten van beleggingsdienstverlening.
5. Een consument met een belegd vermogen dat relatief laag is ten opzichte van het minimum belegd vermogen van het bedieningsconcept en die (deels) vaste kosten betaalt, heeft een grotere kans dat het verwachte rendement niet zal opwegen tegen de kosten van de beleggingsdienstverlening.

---

<sup>7</sup> In het onderzoek is het verwachte rendement gebaseerd op tabel 0 uit de bijlage van de Nadere regeling gedragstoezicht financiële ondernemingen (NRgfo).

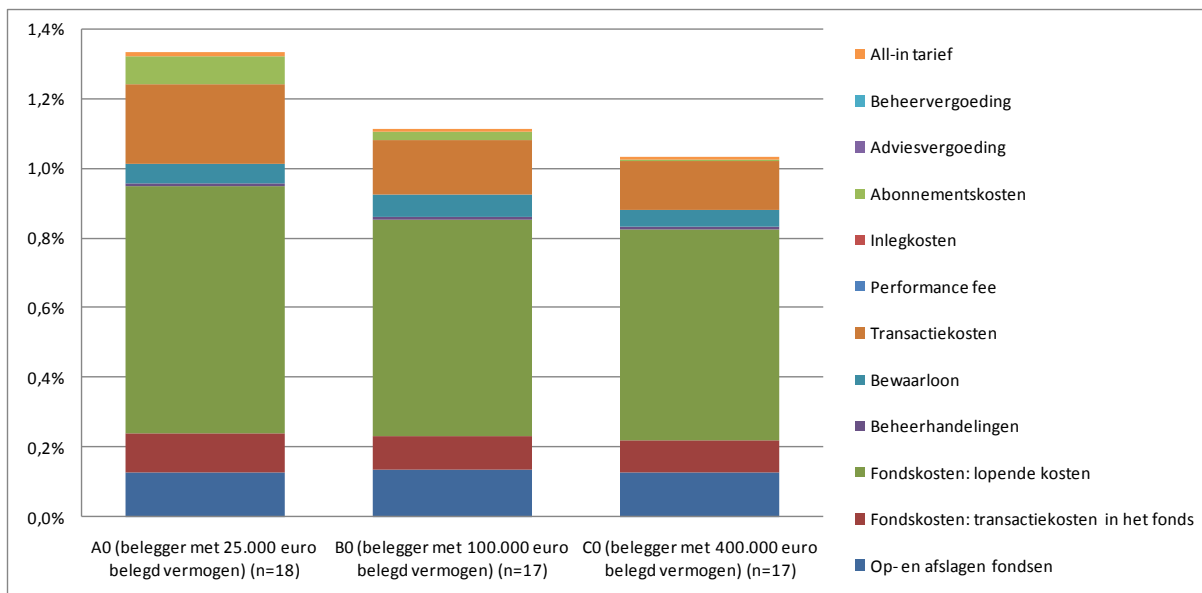
## Bijlage 3 Grafische weergave hoogte van de kosten

In deze bijlage zijn de gemiddelde hoogte en samenstelling van de kosten voor de groep execution only-, de groep beleggingsadvies- en de groep vermogensbeheerbedieningsconcepten weergegeven. Deze figuren geven een globaal beeld van de gemiddelde hoogte en samenstelling van de kosten en de mate waarin de hoogte van de kosten afhankelijk is van de wijze waarop wordt belegd. Bij de figuren moet onder meer opgemerkt worden dat de weergegeven kosten zijn gebaseerd op aannames die voor alle typen dienstverlening en voor alle beleggingsondernemingen gelijk zijn: zo is niet gerekend met het daadwerkelijk aantal transacties (een consument of beleggingsonderneming kan (gemiddeld) veel meer of veel minder transacties hebben uitgevoerd dan is aangenomen) of de daadwerkelijke fondskosten (een consument of beleggingsonderneming kan (gemiddeld) veel duurdere of goedkopere fondsen hebben geselecteerd dan is aangenomen). Bovendien zijn weliswaar 50 voorbeeldbeleggers onderzocht, maar kunnen de kenmerken van de consument afwijken van de voorbeeldbeleggers. Zo is bijvoorbeeld alleen gerekend met een belegd vermogen van 25.000 euro, 100.000 euro en 400.000 euro.

De figuren zijn gebaseerd op de door de vijftien onderzochte beleggingsondernemingen aangeboden bedieningsconcepten waarvan het minimum belegd vermogen maximaal 500.000 euro is. In de figuren zijn alleen de standaardvoorbeeldbeleggers opgenomen. In de figuren wordt door middel van 'n = [...]' aangegeven op hoeveel bedieningsconcepten dat onderdeel van toepassing is. In een aantal gevallen is het aantal van toepassing zijnde bedieningsconcepten klein, waardoor de uitkomsten slechts een globaal geven van de verschillen in de hoogte van de kosten. In de figuren wordt met A0 de standaardbelegger met een belegd vermogen van 25.000 euro bedoeld, met B0 de standaardbelegger met 100.000 euro belegd vermogen en met C0 de standaardbelegger met 400.000 euro belegd vermogen. In de figuren wordt met 'individuele titels', 'individuele titels en fondsen', 'fondsen' en 'passieve fondsen' gerefereerd aan de verschillende combinaties van instrumenten waarin belegd wordt.

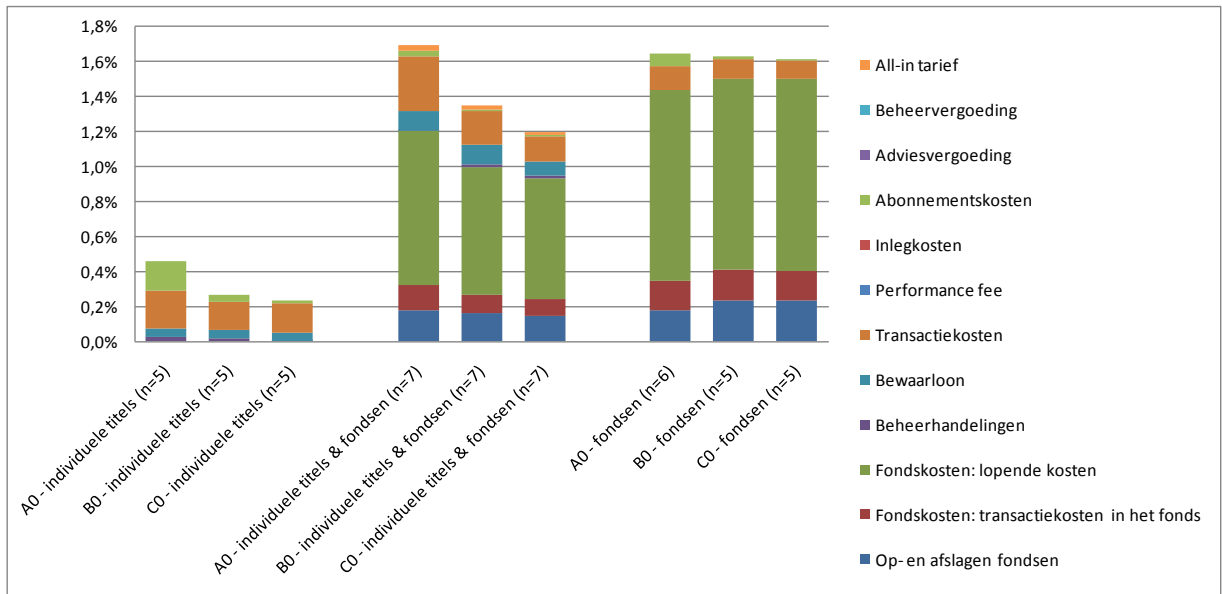
Zie bijlage 1 voor een toelichting op de scope en aanpak van het onderzoek.

**Figuur 3:** Hoogte en samenstelling van de gemiddelde kosten van alle execution only-bedieningsconcepten



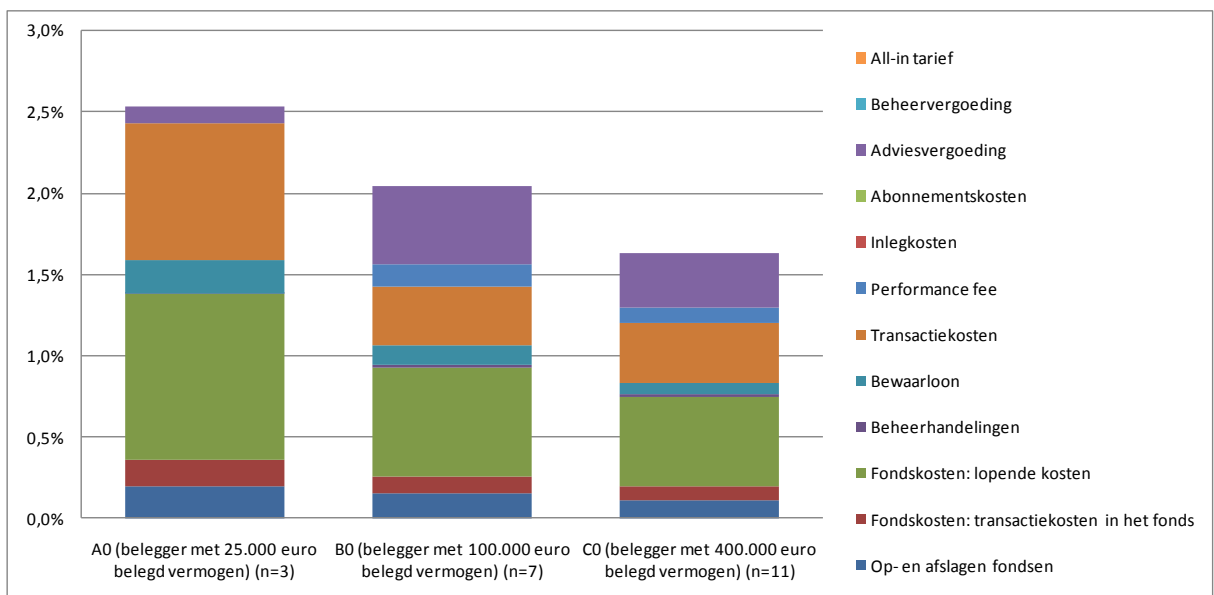
Bron: AFM

**Figuur 4:** Hoogte en samenstelling van de gemiddelde kosten van de verschillende typen execution only-bedieningsconcepten



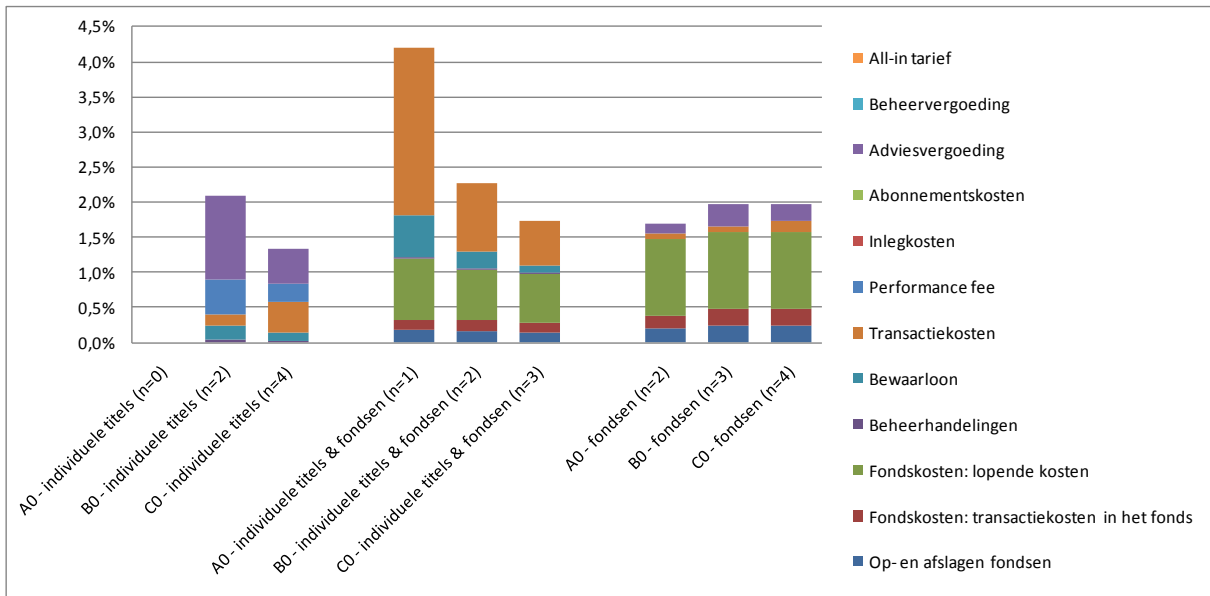
Bron: AFM

**Figuur 5:** Hoogte en samenstelling van de gemiddelde kosten van alle beleggingsadviesbedieningsconcepten



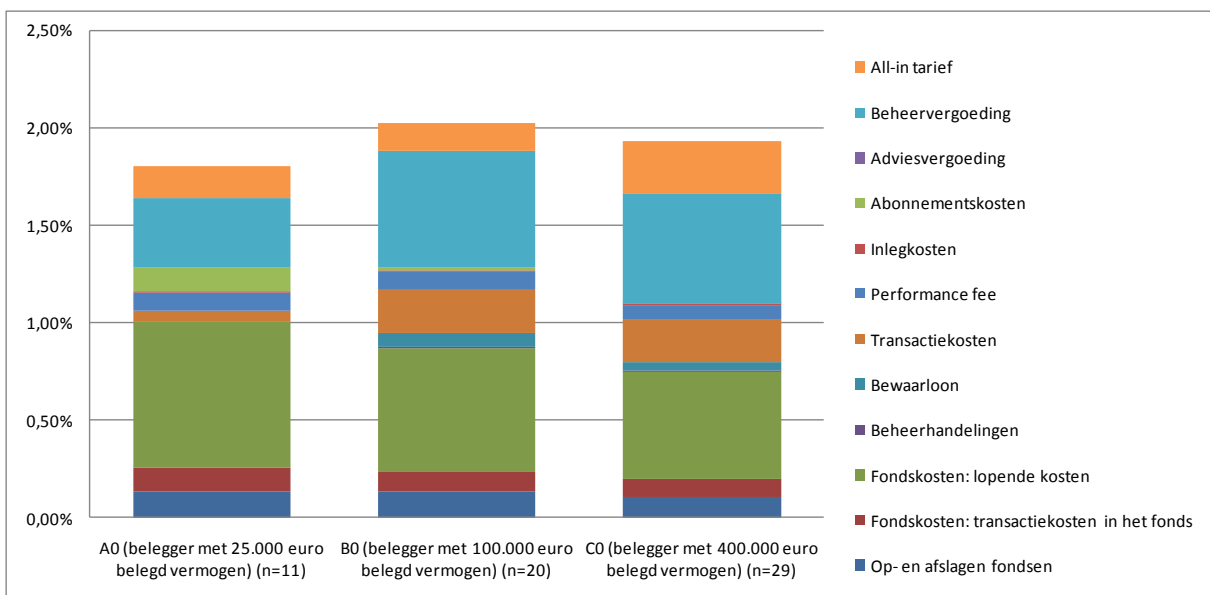
Bron: AFM

**Figuur 6:** Hoogte en samenstelling van de gemiddelde kosten van de verschillende typen beleggingsadviesbedieningsconcepten



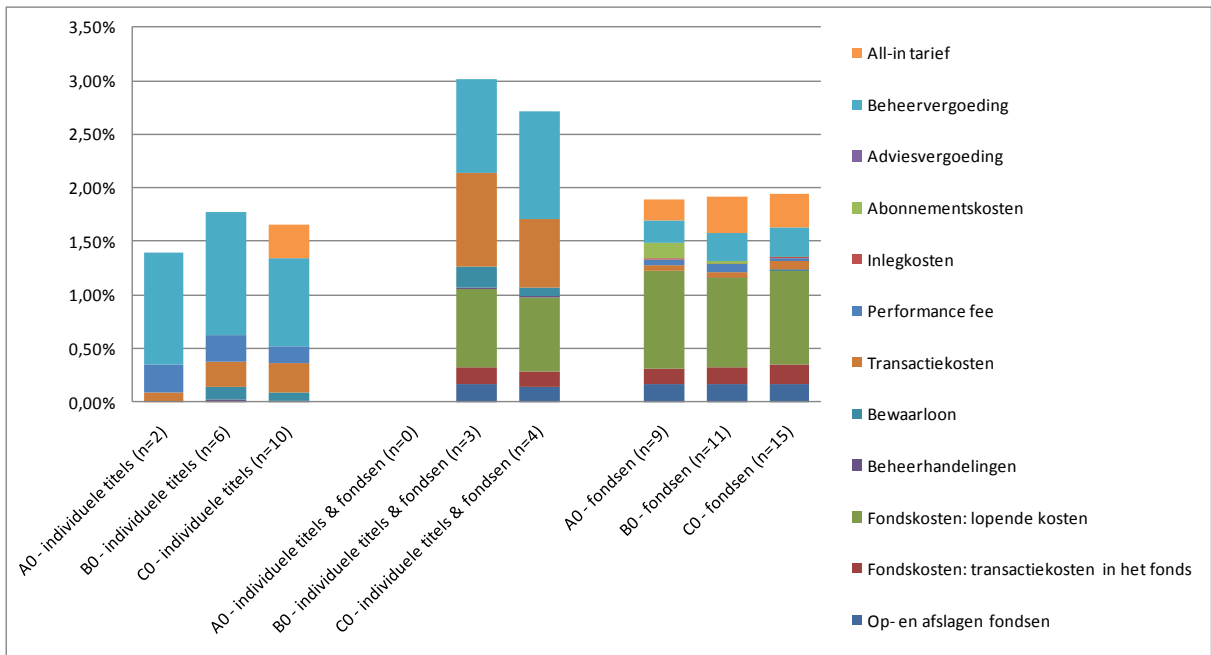
Bron: AFM

**Figuur 7:** Hoogte en samenstelling van de gemiddelde kosten van alle vermogensbeheerbedieningsconcepten



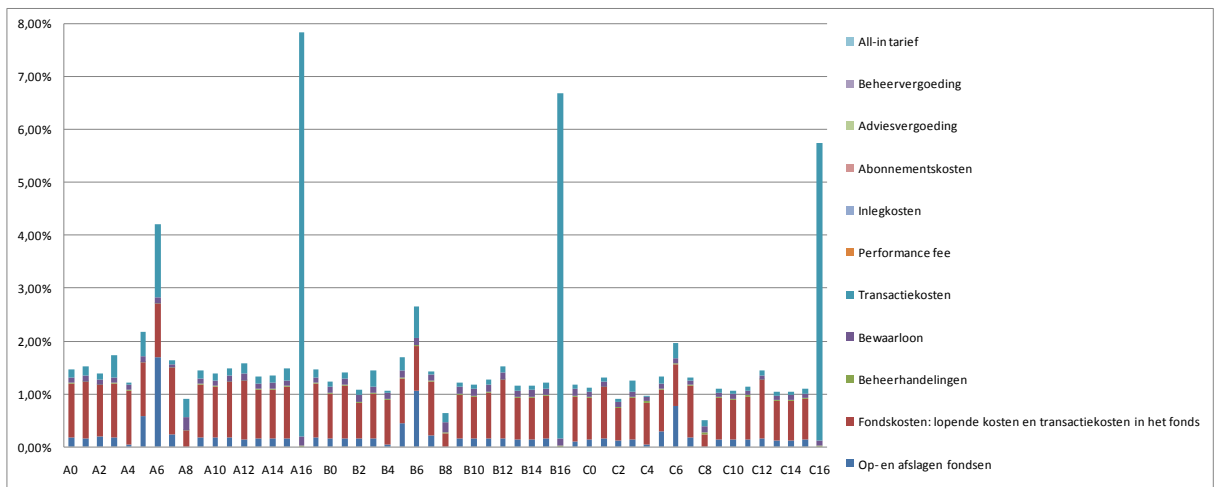
Bron: AFM

**Figuur 8:** Hoogte en samenstelling van de gemiddelde kosten van de verschillende typen vermogensbeheer bedieningsconcepten



Bron: AFM

**Figuur 9:** Een illustratie waarin alle voorbeeldbeleggers worden weergegeven (om verschillen tussen voorbeeldbeleggers inzichtelijk te maken)



Bron: AFM

## Bijlage 4 Begrippenlijst

---

Bedieningsconcept (ook wel propositie genoemd): een wijze waarop de consument via een beleggingsonderneming zijn vermogen kan beleggen. Binnen de verschillende typen dienstverlening (execution only, beleggingsadvies en vermogensbeheer) kan de beleggingsonderneming verschillende bedieningsconcepten aanbieden met bijvoorbeeld een ander doelgroep (bijvoorbeeld op basis van belegd vermogen), een andere manier van bedienen of een andere manier van beleggen.

Consument: met consumenten worden in dit rapport particuliere klanten bedoeld, waaronder zowel retailklanten als private banking klanten.

Kosten van beleggingsdienstverlening: de optelsom van de directe kosten van de beleggingsdienstverlening, zoals transactiekosten en adviesvergoeding, en de indirecte kosten van beleggingsproducten zoals de 'lopende kosten' van beleggingsfondsen.

Kostensoort: in het onderzoek zijn de volgende twaalf kostensoorten berekend en geschat: inlegkosten, beheervergoeding, adviesvergoeding, all-in tarief, abonnementskosten, performance fee, transactiekosten, bewaarloon en beheerhandelingen, fondskosten door 'lopende kosten', fondskosten door transactiekosten in het fonds en op- en afslagen fondsen. Hieronder is een korte toelichting gegeven op deze kostensoorten. In de praktijk kan de consument nog te maken krijgen met aanvullende kostensoorten, zoals kosten die samenhangen met het beleggen in alternatieve beleggingen zoals hedge funds en private equity.

1. All-in tarief: Jaarlijkse variabele of vaste kosten die door de beleggingsonderneming worden gerekend voor de gehele dienstverlening. Naast deze kosten worden geen andere kosten in rekening gebracht door de beleggingsonderneming of de depotbank. Wanneer de distributievergoeding van fondsen (deels) wordt teruggegeven aan de klant, wordt dit in mindering gebracht op het all-in tarief.
2. Beheervergoeding: Jaarlijkse variabele of vaste kosten die in rekening worden gebracht voor het beheren van het vermogen van de klant. Naast deze vergoeding kunnen nog één of meerdere van de hier genoemde kosten in rekening gebracht worden door de beleggingsonderneming of de depotbank. Wanneer de distributievergoeding van fondsen (deels) wordt teruggegeven aan de klant, wordt dit in mindering gebracht op de beheervergoeding.
3. Adviesvergoeding: Jaarlijkse variabele of vaste kosten die in rekening worden gebracht voor het verlenen van beleggingsadvies aan de klant. Naast deze vergoeding kunnen nog één of meerdere van de hier genoemde kosten in rekening gebracht worden door de beleggingsonderneming of de depotbank. Wanneer de distributievergoeding van fondsen (deels) wordt teruggegeven aan de klant, wordt dit in mindering gebracht op de adviesvergoeding.
4. Abonnementskosten: Wanneer er jaarlijks een vast bedrag in rekening wordt gebracht voor het afnemen van de dienstverlening valt dit onder abonnementskosten. Bijvoorbeeld kosten voor het aanhouden van een beleggingsrekening.
5. Inlegkosten: Kosten die bij aanvang van de dienstverlening eenmalig worden gerekend. Bijvoorbeeld kosten die gerelateerd zijn aan het opstellen van een advies of het opbouwen van een portefeuille.
6. Performance fee: Een vergoeding die bij vermogensbeheer wordt gerekend wanneer het rendement van de portefeuille boven een bepaald vooraf vastgesteld niveau uitkomt. De vergoeding wordt berekend over het rendement boven dit minimum.
7. Transactiekosten: Kosten die in rekening worden gebracht voor het doen van transacties. Het gaat hierbij om orders die via internet worden doorgegeven, in verschillende typen instrumenten. Ga bij de berekening uit van het totale aantal transacties in het betreffende instrument zoals gegeven in de beschrijving van de voorbeeldbeleggers. Met girale beleggingsfondsen worden beleggingsfondsen bedoeld die verhandeld worden

via de beleggersgiro. Wanneer deze niet worden aangeboden, gaat het om beleggingsfondsen die via Fundsettle in Luxemburg verhandeld worden.

8. Bewaarloon: De kosten die door de beleggingsonderneming of de depotbank in rekening worden gebracht voor het bewaren van de effecten.
9. Beheerhandelingen: De kosten die in rekening worden gebracht door de beleggingsonderneming of de depotbank voor het uitvoeren van handelingen ten aanzien van het uitbetalen van dividend, coupons of lossingen van obligaties en gestructureerde producten.
10. Fondskosten door 'lopende kosten': de 'lopende kosten' van beleggingsfondsen geven de kosten weer die in de loop van één jaar aan het fonds worden onttrokken en zijn opgenomen in onder meer de Essentiële Beleggersinformatie.
11. Fondskosten door transactiekosten in het fonds: transactiekosten als gevolg van door de fondsmanager uitgevoerde transacties in het fonds en niet de transactiekosten als gevolg van aan- of verkoop van het fonds door een belegger of als gevolg van door de fondsmanager uitgevoerde transacties in het fonds naar aanleiding van aan- of verkoop van het fonds door beleggers. Deze kosten zijn niet in de 'lopende kosten' inbegrepen.
12. Op- en afslagen beleggingsfondsen: de transactiekosten als gevolg van door de fondsmanager uitgevoerde transacties in het fonds naar aanleiding van aan- of verkoop van het fonds door beleggers worden in dit rapport op- en afslagen genoemd. Deze kosten zijn eveneens niet in de 'lopende kosten' inbegrepen.

Openbare informatie: informatie die voor alle potentiële klanten op eenvoudige wijze beschikbaar is. Informatie die door potentiële klanten wordt opgevraagd bij de beleggingsonderneming of informatie die de potentiële klant ontvangt van de beleggingsonderneming worden in dit rapport niet beschouwd als openbare informatie. Openbare informatie is in dit rapport dus niet gelijk aan precontractuele informatie.

Tariefstructuur: de samenstelling van alle kosten die door de beleggingsonderneming bij de consument in rekening worden gebracht gedurende de dienstverlening.

Type dienstverlening: het onderzoek heeft betrekking op de drie typen beleggingsdienstverlening: execution only (de consument bepaalt volledig zelf waarin hij wil beleggen), beleggingsadvies (de consument krijgt advies, maar neemt zelf de beleggingsbeslissing) en vermogensbeheer (een vermogensbeheerder neemt namens de consument de beleggingsbeslissing).

Zelfstandige vermogensbeheerders: beleggingsondernemingen die geen onderdeel uitmaken van een bank.



**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, november 2012