



Trendzicht 2020

10 oktober 2019



Lees rapport



01 Inleiding



02 Samenvatting en terugblik



03 Trends



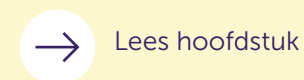
04 Aflossingsvrije hypotheeken



05 IBOR-transitie



06 Digitalisering van de retail financiële dienstverlening



01

Inleiding



In AFM Trendzicht gaat de AFM in op belangrijke trends en bijbehorende risico's in de financiële sector. Trendzicht biedt inhoudelijke achtergrond, verdieping en samenhang bij relevante toezichtonderwerpen. Het vroegtijdig signaleren en begrijpen van veranderingen in de sector draagt bij aan een effectieve, vooruitblikkende en preventieve toezichtaanpak. Op deze manier geven we invulling aan de missie om ons sterk te maken voor eerlijke en transparante financiële markten en bij te dragen aan duurzaam financieel welzijn.

In Trendzicht 2020 beschrijven we de ontwikkeling van vijf belangrijke trends en risicodrijvers die van belang zijn in ons toezicht. Dit betreft digitalisering, macro-economische ontwikkelingen, veranderingen in (Europese) regelgeving, politieke onzekerheid en de overgang naar een duurzame economie en samenleving.





Daarna worden er drie specifieke onderwerpen uitgelicht. Dit jaar zijn dat 'kwetsbaarheid bij aflossingsvrije hypotheek', 'IBOR-transitie', en 'toenemende digitalisering van de retail financiële dienstverlening'. Deze onderwerpen komen voort uit drie overkoepelende thema's die van belang zijn in het toezicht van de AFM. Dit zijn respectievelijk 'kwetsbaarheden in financiële positie van huishoudens', 'stabiele kapitaalmarkten post-brexite' en 'digitalisering'. In de komende edities van Trendzicht zullen deze thema's iedere keer vanuit een andere invalshoek worden belicht. Bij de uitwerking beschrijven we opkomende dilemma's en andere vraagstukken en waar mogelijk geven we oplossingsrichtingen aan. Daarbij is soms de sector aan zet en in andere gevallen zijn meer inspanningen van het toezicht nodig.

Agenda 2020

Trendzicht draagt bij aan het bepalen van de toezichtprioriteiten van de AFM. De concrete implicaties van de trends en risico's voor de toezichtactiviteiten van de AFM worden uitgewerkt in de Agenda 2020, die begin 2020 wordt gepresenteerd. Daarbij is ook aandacht voor onze nieuwe meerjarige strategie 2020-2022.

Het vroegtijdig
signaleren en begrijpen
van veranderingen

02

Samenvatting en terugblik



2.1 Samenvatting

Trends en risicodrijvers

- Digitalisering van de financiële sector. Het gebruik van data is de drijvende kracht achter innovaties in de financiële sector. Bestaande instellingen blijven dominant en werken samen met fintech-partijen. Ook de bigtechs doen hun intrede in de markt. Externe partijen, zoals softwareontwikkelaars, spelen een steeds belangrijkere rol in de financiële dienstverlening. De dreiging van cyberaanvallen is hoog, wat het belang van cybersecuritymaatregelen onderschrijft.





- **Macro-economische ontwikkelingen.** De rente staat, en blijft naar verwachting, op een historisch laag niveau. Hierdoor blijven risico's voor de financiële sector actueel, zoals met betrekking tot de winstgevendheid van banken en levensverzekeraars. De lage rente kan ook negatieve gevolgen hebben in de vorm van groeiende risico's op overkreditering en een onevenwichtige zoektocht naar rendement.
- **Veranderingen in (Europese) regelgeving.** Veel nieuwe en voor de financiële sector impactvolle regelgeving staat op stapel, onder andere voortvloeiend uit de pensioenstelselherziening en de rol die de AFM heeft bij het opstellen van herstelplannen van *central counterparties* (CCPs) en verzekeraars. Daarnaast kan regelgeving voortkomend uit het streven naar een kapitaalmarktenunie een impuls geven aan de Europese kapitaalmarkt, wat consumenten en bedrijven ten goede komt.
- **Politieke onzekerheid.** Brexit blijft een grote bron van onzekerheid op de financiële markten. Eerder geïdentificeerde risico's zoals toegang tot CCPs en Britse broker-dealers zijn inmiddels grotendeels geadresseerd. Een aantal andere risico's, waaronder event risk, risico's op de retailmarkt en toezichtarbitrage, blijft echter actueel. Buiten Europa zijn met name de oploeiende handelsspanningen tussen de VS en China bron van verhoogde politieke onzekerheid. In combinatie met de macro-economische ontwikkelingen leidt dit tot blijvende gevoeligheid van de kapitaalmarkten voor een omslag in sentiment.
- **Overgang naar een duurzame economie en samenleving.** Klimaatverandering heeft in toenemende mate impact op de economie en financiële sector. De vraag naar en het aanbod van duurzame investeringen maken een sterke groei door. Het belangrijkste aandachtspunt voor de AFM blijft de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie in de gehele keten van duurzame financiering, mede om risico's als *greenwashing* tegen te gaan.

Aflossingsvrije hypotheeken

Aflossingsvrije hypotheeken bieden voordelen voor consumenten, maar gaan ook met risico's gepaard. Veel aflossingsvrije hypotheeken lopen rond het jaar 2035 af. Deze moeten dan worden afgelost of geherfinancierd. Het aflopen van de aflossingsvrije hypotheek valt voor veel huishoudens samen met pensionering en het verlies van het recht op hypotheekrenteaftrek. Dit kan het lastig maken om een nieuwe hypotheek af te sluiten. Bij verkoop van de woning is er het risico op een restschuld, hoewel dit slechts een kleine groep consumenten lijkt te treffen. Dit risico is sterk afhankelijk van de ontwikkeling van de woningwaarde. Consumenten kunnen de risico's verkleinen door extra vermogen op te bouwen en tijdig met hun hypotheekaanbieder in gesprek te gaan over wat voor hen de beste oplossing is.

IBOR-transitie

De meest gebruikte rentebenchmarks in de eurozone, EONIA en EURIBOR, worden aangepast of vervangen om te voldoen aan de Europese Benchmarkverordening. Voor EONIA is een alternatief gevonden in de *Euro Short-Term Rate* (€STR). De beheerder van EURIBOR heeft de benchmark inmiddels aangepast, zodat deze gecontinueerd kan worden. Naar schatting EUR 150.000 miljard aan financiële contracten verwijst momenteel naar EONIA of EURIBOR; deze contracten moeten worden aangepast. Deze omvangrijke transitie gaat gepaard met financiële, operationele en juridische risico's en kan gezien de omvang van de transitie uiteindelijk ook leiden tot risico's voor het systeem als geheel. Financiële instellingen moeten zich tijdig en goed voorbereiden op deze transitie. Hierbij is van belang dat consumenten en kleinzakelijke klanten juist worden geïnformeerd en producten voor deze klanten op een zorgvuldige wijze worden aangepast.



Digitalisering van de retail financiële dienstverlening

Het aanschaffen van een financieel product is in toenemende mate een digitale ervaring. In beginsel verbetert dit de financiële dienstverlening. Het wordt makkelijker om een financieel product af te sluiten, de dienstverlening wordt persoonlijker en er ontstaan nieuwe mogelijkheden om in contact te blijven met klanten. Er ontstaan ook risico's, zoals dat het toenemende gemak bij het afsluiten van financiële producten en de personalisering van financiële producten leiden tot niet-passende producten voor consumenten. De mogelijkheid om consumenten fijnmazig te kunnen targeten en de mogelijkheid om in te spelen op biases in de besluitvorming spelen hierbij een grote rol. Deze risico's zijn met name aan de randen van de gereguleerde financiële sector goed zichtbaar, bijvoorbeeld bij crypto's en binaire opties. Er vinden daarnaast innovaties plaats bij het opvragen van data over de klant, wat zowel klanten als aanbieders ontzorgt. Met name bij het uitvragen van kwalitatieve elementen (zoals risicobereidheid) is er echter nog ruimte voor verbetering. De AFM monitort de ontwikkelingen en geeft in diverse beleidsuitingen aan wat zij van de markt verwacht.

2.2 Terugblik Trendzicht 2019

Vorig jaar verscheen voor de eerste keer Trendzicht. Een korte terugblik: De AFM heeft voorbereidingen getroffen voor een harde brexit, maar brexit blijft een grote bron van onzekerheid op de financiële markt. In de vorige editie van Trendzicht werd nog uitgegaan van een potentiële harde brexit per eind maart 2019. Deze deadline is inmiddels verschoven naar 31 oktober 2019 en er is nog geen zekerheid dat er voor die tijd een overeenkomst wordt gesloten. Niettemin hebben in de tussentijd diverse partijen in Nederland een vergunning aangevraagd en gekregen. Deze partijen vallen inmiddels onder ons doorlopend toezicht. De AFM houdt daarbij nog steeds rekening met de mogelijkheid van een instroom van financiële instellingen vlak voor de deadline. Verder zijn in het kader van de voorbereidingen op een harde brexit eerder geïdentificeerde risico's, waaronder toegang tot

Britse financiële infrastructuur, grotendeels geadresseerd. De AFM blijft zich ervoor inzetten de overige risico's zoveel mogelijk te verkleinen, zie daarvoor paragraaf 3.4.

De aandacht voor digitalisering in het financiële toezicht neemt toe. In Trendzicht 2019 zijn de digitale ontwikkelingen in de financiële sector en de bijhorende risico's belicht. Deze risico's hadden onder meer betrekking op het gebruik van klantdata, cybercriminaliteit, de opkomst van branchevreemde spelers en digitale beïnvloedingsmogelijkheden. Sindsdien heeft de AFM onder andere advies uitgebracht over de regulering van cryptoactiviteiten, zijn PSD2-partijen onder ons toezicht gekomen, is onderzoek gedaan naar het gebruik van *artificial intelligence* in de verzekeringssector en heeft de AFM het toezicht op processen en systemen in het kader van operationele en IT-risico's verder vormgegeven. Er is een nadere analyse gedaan naar de voortschrijdende digitalisering in de retailsector, deze is te vinden in hoofdstuk 6.

Duurzaamheid wordt een integraal onderdeel van het toezicht, waarbij de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie de belangrijkste aandachtspunten zijn. In Trendzicht 2019 is uiteengezet hoe duurzaamheid op meerdere plekken invloed heeft op de financiële sector. Dit betreft onder andere de toename van zowel het aanbod van als de vraag naar duurzame beleggingen en de rol van niet-financiële informatie in de financiële verslaggeving. De AFM heeft in dit kader onder andere onderzoek gedaan naar duurzaamheidsstrategieën van Nederlandse financiële instellingen. Hieruit blijkt dat engagement (het aanzetten van ondernemingen tot duurzaam gedrag) de meest gehanteerde strategie is, in tegenstelling tot bijvoorbeeld uitsluiting van niet-duurzame investeringen. Daarnaast doet de AFM onderzoek naar de markt voor groene obligaties en de risico's die op deze markt spelen. Het belangrijkste aandachtspunt voor de AFM in het kader van duurzaamheid blijft de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie, mede om risico's als greenwashing tegen te gaan. Zie ook paragraaf 3.5.

03 Trends



Dit hoofdstuk beschrijft achtereenvolgens vijf belangrijke trends en risicodrijvers en de daaruit resulterende aandachtspunten voor het AFM toezicht. Dit zijn digitalisering in de financiële sector, macro-economische ontwikkelingen, implementatie en handhaving van (Europese) regelgeving, politieke onzekerheid en de overgang naar een duurzame economie en samenleving.

3.1 Digitalisering financiële sector

Verzamelen en gebruik van data

Het op steeds grotere en meer geavanceerde wijze verzamelen, verwerken en gebruiken van data is momenteel de drijvende kracht achter innovatie in de financiële sector. Het automatiseren van het verzamelen van data begint een





grote dynamiek te ontwikkelen. Het gestandaardiseerd uitwisselen van data tussen ketenpartijen, zoals het automatisch verzamelen van inkomensgegevens bij een hypotheekaanvraag of digitaal uitwisselen van het taxatie-rapport, zijn belangrijke en impactvolle innovaties. Een vergelijkbare ontwikkeling vindt plaats in het vermogensbeheer, waar bijvoorbeeld de intake van nieuwe klanten wordt geautomatiseerd. Hiervoor worden tools ontwikkeld die bijvoorbeeld het registreren van klanten en het bepalen van de risicobereidheid automatiseren. Verzekeraars maken reeds gebruik van interne data, en verwachten in de komende drie jaar meer gebruik te maken van data over onder andere betaalgedrag, data van de Kamer van Koophandel of UWV en IoT (Internet of Things) data (AFM/DNB, 2019).

Bestaande spelers en bigtechs

Bestaande spelers blijven dominante spelers op de markt. De samenwerking tussen bestaande financiële instellingen en fintechs is tot nu toe voornamelijk complementair en coöperatief, en niet zozeer concurrerend en disruptief (FSB, 2019a). Startups hebben doorgaans niet de benodigde schaal om zelfstandig een positie in de markt te verwerven, compliancekosten vormen hiervoor een toetredingsbarrière (zie bijvoorbeeld Buchak et al, 2017; CPB, 2016). Dit maakt het voor nieuwe partijen moeilijk om zelfstandig voet aan de grond te krijgen, en daarom werken zij samen met bestaande instellingen.¹ Er is wel sprake van verschillen per sector. Zo lijken fintechpartijen met name in de betalingsdienstverlening en in de hypotheekverstrekking aan starters wel zelfstandig een plek op de markt te verwerven.

De bigtechs lijken richting de gereguleerde financiële markt te bewegen. De bigtechs hadden al een stevige positie in de financiële waardeketen. Zo zijn hun advertentieplatforms van groot belang in de distributie van financiële producten en zijn hun cloudoplossingen dominant. In opkomende markten, met name in Azië, is te zien dat bigtechs ook hun intrede doen in de gereguleerde financiële dienstverlening. Zij starten doorgaans met betalingsdiensten en schuiven vervolgens door naar het verstrekken van leningen en verzekeringen (BIS, 2019). In Europa was dit vooralsnog niet zichtbaar, maar met de aankondiging van de Libra door

Facebook lijkt dit te veranderen (zie Box 1). Er is nog veel onzekerheid over wat de Libra is en hoe deze juridisch gezien kwalificeert, maar het is een bevestiging van het feit dat bigtechs zowel binnen als buiten de opkomende markten mogelijkheden zien in de financiële dienstverlening.

Box 1 Libra

De Libra is een initiatief voor een wereldwijde digitale valuta en financiële infrastructuur, ontworpen door Facebook. De Libra vertegenwoordigt een digitale munt, waarvan de infrastructuur wordt ondersteund met een door Facebook gebouwde variant van blockchain die grotendeels losstaat van de bestaande financiële infrastructuur. De waarde van de munt zou moeten worden gestabiliseerd door middel van een reservefonds. Facebook wil het hiermee mogelijk en aantrekkelijk maken om producten en diensten af te rekenen met de digitale munt. Met dit initiatief wil Facebook mensen over de hele wereld bereiken, inclusief mensen die in het huidige financiële systeem geen toegang hebben tot een bankrekening, ook wel de 'unbanked' of 'underbanked' genoemd.

Het initiatief van Facebook leidt internationaal tot veel discussie. Veel is nog onzeker over de uiteindelijke vorm waarin de Libra zou gaan werken en de wettelijke verplichtingen die daarmee gepaard gaan. Duidelijk is wel dat de Libra door implementatie in veelgebruikte applicaties als Facebook en Whatsapp in potentie in een korte tijd een groot publiek kan bereiken. Een grote wereldwijde adoptie kan daarmee verregaande consequenties hebben voor de financiële sector. De AFM en DNB houden de ontwikkelingen van dit initiatief daarom nauwlettend in de gaten, gezamenlijk met andere toezichthouders nationaal en internationaal. Naast de gevolgen vanuit de optiek van de financiële regelgeving, wordt zowel nationaal als internationaal door de bevoegde toezichthouders ook scherp gelet op de mededingingsaspecten.

¹ Banken en verzekeraars ontfermen zich over financiële start-ups, FD, 2018



Digitalisering van de kapitaalmarkt

Ook op de kapitaalmarkt is sprake van toenemende automatisering. De automatische elektronische handel in financiële instrumenten neemt toe en bedraagt momenteel meer dan 50% van de totale handel.² Voor Europa zijn geen recente cijfers beschikbaar, maar lijkt het aandeel lager te liggen (DB, 2016; ESMA, 2014). De bredere trend is dat meer instrumenten automatisch kunnen worden verhandeld. De handel in aandelen loopt daarbij voor op de handel in obligaties.³ Het grote voordeel van elektronische handel is kostenbesparing, minder fragmentatie van liquiditeit en betere toegang voor meerdere partijen (niet alleen voor traditionele broker-dealers, maar ook voor asset managers). In beginsel is deze ontwikkeling dus positief voor de markt. Toenemende elektronische handel, in combinatie met de komst van handelsplatformen naar Nederland, brengt echter ook risico's met zich mee. Te denken valt aan de beheersing van operationele en IT-risico's van handelsplatformen, de beheersing van handelsalgoritmes in volatiele markten en toezicht op marktmisbruik in zeer snelle en internationaal verspreide markten.

Rol van externe toeleveranciers

Externe partijen, zoals softwareontwikkelaars en cloudaanbieders, spelen een belangrijke rol in de financiële dienstverlening. Financiële instellingen maken gebruik van externe toeleveranciers van data, software, IT-beheer en cloudopslag. Voorbeelden hiervan zijn het gebruik van adviessoftware, beleggings- en pensioengerelateerde software en cloudproviders. Deze toeleveranciers staan op enige afstand van het toezicht, terwijl de financiële instelling mogelijk te weinig grip heeft op de uitbestede dienstverlening. Het is van belang dat de instelling grip heeft op de dienstverlening die zij levert, ook als delen daarvan zijn uitbesteed aan derden, en zich bewust is van de risico's die hierbij kunnen komen kijken. De AFM besteedt hier aandacht aan in het toezicht.

Cyberincidenten

De dreiging van cyberaanvallen blijft onverminderd hoog en het aantal cyberincidenten lijkt toe te nemen, wat het belang van cybersecurity-maatregelen onderschrijft. De schade als gevolg van phishing bij internetbankieren is bijna verviervoudigd in het afgelopen jaar naar 3,81 mln euro. Volgens de Nederlandse Vereniging van Banken komt dit mede doordat phishing aanvallen steeds geraffineerder, persoonlijker en grootschaliger kunnen worden uitgevoerd (NVB, 2018). Een andere indicatie van het belang van cyberveiligheid is dat het aantal gemelde datalekken sterk toeneemt. De financiële sector is op de zorgsector na de sector met de meeste datalekken. In de overgrote meerderheid van de gevallen (86%) is dit omdat persoonsgegevens zijn verstuurd aan een verkeerde ontvanger (Autoriteit Persoonsgegevens, 2019). Incidenten waarbij is ingebroken op systemen komen juist relatief weinig voor (minder dan 1%). Dit onderschrijft het belang van een adequaat informatiebeveiligingsbeleid bij financiële instellingen. De AFM houdt toezicht op operationele en IT-risico's. In dit kader heeft de AFM principes voor informatiebeveiliging opgesteld, waarin de AFM aangeeft wat zij verwacht van financiële instellingen op het gebied van informatiebeveiliging.

² How high-frequency trading hit a speed bump, FT, 2018

³ Digitisation shakes up corporate bond markets, Economist, 2017



3.2 Macro-economische ontwikkelingen: lage-renteomgeving

De rente in Europa staat nog steeds op een historisch laag niveau. De nominale beleidsrente van de ECB staat op 0% en de reële rente is sinds 2010 negatief (Figuur 1). Mede dankzij de aantrekkende economie en een btw-verhoging is de inflatie in Nederland opgelopen tot 2,8% in augustus 2019. In combinatie met de onveranderde nominale rente is de reële rente daarom nog verder gedaald. De reële rente bevindt zich nu op het laagste niveau sinds de invoering van de euro. Als de tijdelijke effecten van de btw-verhoging zijn uitgewerkt, is de verwachting dat de inflatie weer omlaag komt en de reële rente iets stijgt.

Figuur 1

De reële rente is als gevolg van de aantrekkende inflatie verder gedaald



Bron: ECB en CBS Statline; Bewerking AFM.



De economie lijkt na de hoogconjunctuur van afgelopen jaar weer terug te keren naar een lager groeitempo, waardoor renteverhogingen voorlopig niet worden verwacht. Het groeitempo in Europa is in 2019 iets afgenomen, met name in Duitsland. De groei in de Eurozone daalde van 1,9% naar 1,2% (EC, 2019). Gegeven de afremmende groei en het feit dat de inflatie nog achterblijft bij de doelstelling, blijft de rente naar verwachting voorlopig op het huidige zeer lage niveau.⁴ Ook in Nederland daalde het groeitempo van 2,6% in 2018 naar 1,8% in 2019. Voor 2020 zijn de voorspellingen als gevolg van de ontwikkelingen in het buitenland naar beneden bijgesteld naar 1,5% (CPB, 2019). Het groeitempo in Nederland loopt daarmee in 2019 iets voor op de Eurozone, om in 2020 in lijn te lopen met het gemiddelde in de Eurozone.

Vanwege de aanhoudend lage rente blijven de risico's voor de financiële sector actueel. De lage rente reduceert in beginsel de rentemarges, en daarmee de winstgevendheid, van banken (CPB, 2016; ESRB, 2016). Pensioenfondsen en verzekeraars krijgen te maken met een hogere waardering van hun toekomstige verplichtingen, waardoor consumenten in hun pensioen- en verzekeringsproducten minder kapitaal kunnen opbouwen. Zo lijkt een aantal pensioenfondsen de pensioenen ondanks de goede beleggingsresultaten te moeten korten, omdat de goede rendementen niet voldoende zijn om te compenseren voor de toename van de verplichtingen.⁵ Daarnaast blijven zorgen over overkreditering bestaan. De lage rente maakt het mogelijk om hogere schulden aan te gaan, hoewel er met name op hypotheekgebied wel (wettelijke) grenzen zijn. De totale schuld van huishoudens in Nederland stijgt sinds enige jaren in absolute hoeveelheden nadat het in de nasleep van de crisis was gestagneerd, maar daalt als percentage van het bbp (CBS, 2019).

Dankzij de lage rente blijft ook de *search for yield* problematiek relevant voor het toezicht van de AFM. Aangezien de Nederlandse economie iets lijkt voor te lopen op het gemiddelde van de Eurozone, ontstaat het risico dat de Europees vastgestelde beleidsrente te laag is voor Nederland. Dit kan leiden tot stijgende woningprijzen, overkreditering en een zoektocht naar rendement door beleggers. De woningprijzen groeien al enige jaren op een zeer hoog tempo (CPB, 2019). Hoewel dit mogelijk wat respijt geeft aan huiseigenaren met een aflossingsvrije hypotheek, maakt de lage rente het tegelijk ook lastiger om extra vermogen op te bouwen in het geval men tekort komt. Daarnaast werd het afgelopen jaar gekenmerkt door een bubbel op de cryptomarkten, waarbij de zoektocht naar rendement een belangrijke rol speelde (AFM, 2018). Hoewel de bubbel gedurende dat jaar ook grotendeels is leeggelopen, blijft er aanbod van crypto's, initial coin offerings (ICO's) en securities token offerings (STO's), waardoor de AFM deze markt in de gaten blijft houden.

De lage rente leidt tot
een zoektocht naar
rendement

⁴ Zie o.a. monetary policy decisions, ECB, 2019

⁵ Korten pensioenen dichterbij, ondanks toprendementen, FD, 2019



3.3 Veranderingen in (Europese) regelgeving

Veel nieuwe regelgeving wordt voorbereid die impactvol is voor de financiële sector. Hoewel er vooralsnog niet een nieuw regelgevingstraject met de omvang van MiFID II aan de orde is, zijn er op diverse terreinen regelgevende initiatieven en hervormingen gaande die opgeteld uiteindelijk veel impact zullen hebben. Een van de grote trajecten is de IBOR-transitie, de overgang naar alternatieve referentierentes (zie hoofdstuk 4). Daarnaast wil Nederland samen met Duitsland en Frankrijk een nieuwe impuls geven aan de kapitaalmarktenunie en speelt op nationaal niveau de discussie over de herziening van het pensioenstelsel. De invloed van deze trajecten op het toezicht van de AFM is potentieel zeer groot. Het valt daarbij op dat het een groot deel van de aanstaande regelgeving uit Europa afkomstig is. Convergentie van het toezicht en consistente implementatie van eerder overeengekomen regelgeving is daarbij een belangrijk aandachtspunt in zowel ESMA als de Europese lidstaten.

Box 2 Kapitaalmarktenunie

Het doel van de kapitaalmarktenunie is om de Europese afhankelijkheid van bancaire financiering te verminderen en de kapitaalmarkten verder te ontwikkelen en te integreren. Onder de vlag van de kapitaalmarktenunie heeft de Europese Commissie de laatste jaren een groot aantal nieuwe Europese wetten voorbereid. Onder de doelstelling 'Jobs, Growth & Investment' vormden de plannen van de Europese Commissie om tot een Capital Markets Union (CMU) te komen de kapstok voor een reeks initiatieven op het gebied van regelgeving van, en toezicht op, financiële markten. Op veel van de wetgevingsvoorstellen uit het actieplan kapitaalmarktenunie van de Europese Commissie uit 2015 is inmiddels een akkoord bereikt, maar veel wetgeving moet nog geïmplementeerd worden door de lidstaten. Mede hierdoor is van verdere kapitaalmarktintegratie maar beperkt sprake en blijft de EU wat dat betreft nog achter bij de VS (CEPS, 2019). Momenteel werkt Nederland samen met Frankrijk en Duitsland aan aanbevelingen voor de nieuwe Europese Commissie om de Europese kapitaalmarkten verder te verdiepen.⁷

Regelgeving die de efficiëntie, liquiditeit en toegankelijkheid van financiering tussen Europese lidstaten ten goede komt, is in het belang van Europese consumenten en bedrijven. Een verdere ontwikkeling van de kapitaalmarktenunie kan zorgen voor meer financieringsopties voor bedrijven. Door verdere integratie van de Europese kapitaalmarkten kan de marktefficiëntie worden verhoogd en kunnen risico's beter worden gespreid. In het bijzonder moeten maatregelen leiden tot aantoonbaar positieve effecten voor Europese consumenten en het MKB. Met MiFID II zijn de regels rond het functioneren van deze markten en de transparantie op deze

⁷ Zie <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/kamerstukken/2019/05/16/kamerbrief-werkgroep-kapitaalmarktenunie>



markten al verder versterkt. Naast transparantie over de prijsvorming zijn liquiditeit en toegankelijkheid essentieel. Beleid dat nieuwe belemmeringen opwerpt is daarom onwenselijk, zoals het initiatief van de Commissie en enkele lidstaten om een belasting op financiële transacties in te voeren.⁸ Een ander voorbeeld is de huidige discussie rondom kapitaalvereisten voor *market makers* waarbij een balans moet worden gevonden tussen enerzijds de risico's die dergelijke activiteiten met zich meebrengen en anderzijds de belangrijke rol die deze partijen vervullen in het efficiënt bij elkaar brengen van vraag en aanbod op de financiële markt. Als deze balans doorslaat zal dit gevolgen hebben voor de liquiditeit van markten en zal dit tot extra kosten leiden die voor een deel neerslaan bij de eindbeleggers.

Ook is het van groot belang dat de Europese kapitaalmarkten toegankelijk en aantrekkelijk blijven voor investeringen van buiten de EU. De huidige handelsconflicten en hun effect op de wereldwijde economische groei zijn een goede illustratie daarvan. De relatie tussen de Europese kapitaalmarkten en de rest van de wereld is essentieel en is met de brexit nog belangrijker geworden. Om buitenlandse investeringen aan te trekken moeten de Europese kapitaalmarkten toegankelijk zijn voor spelers uit derde landen, zoals assetmanagers en market makers, en moet marktfragmentatie zoveel mogelijk worden beperkt.

Het huidige systeem van Europese paspoorten, op basis waarvan financiële producten en diensten grensoverschrijdend kunnen worden aangeboden, moet worden aangepast om de aanpak van grensoverschrijdende misstanden te verbeteren. Europese paspoorten zijn een belangrijke pijler van de interne markt en cruciaal voor het slagen van de CMU. Nu bieden veel malafide aanbieders hun diensten echter

aan vanuit landen met een lichter toezichtregime. Hierdoor worden consumenten in andere lidstaten misleid en benadeeld. De toezichthouders uit die lidstaten kunnen daar vervolgens niet effectief tegen optreden, omdat deze aanbieders onder toezicht staan in hun thuisland. Voor een goed functionerende grensoverschrijdende kapitaalmarkten is het essentieel dat (retail)investeerders met vertrouwen de markt op kunnen. Er dient dus een adequate oplossing te komen voor de problematiek omtrent Europese paspoorten, bijvoorbeeld door het verlenen van een centrale coördinerende rol aan ESMA.

De AFM is voorstander van het verder versterken van het consumententoezicht in landen waar dat toezicht minder ontwikkeld is. Het is daarbij van belang ervoor te zorgen dat harmonisering van Europese regelgeving niet ten koste gaat van de bescherming van de Nederlandse consument. Er bestaat het gevaar dat consumentenbescherming gemiddeld genomen in de hele Europese Unie verbetert, maar dat deze daalt in lidstaten met een van oorsprong hoge mate van consumentenbescherming, zoals Nederland. Dit moet worden voorkomen.

De kapitaalmarkten spelen een belangrijke rol in de duurzaamheidstransitie. Het is voor investeerders in groene producten van belang dat ze toegang hebben tot voldoende en betrouwbare informatie over risico's voortkomend uit duurzaamheid. Het ontwikkelen van standaarden voor wat duurzaam mag heten, vermindert de risico's op *greenwashing* (het oneigenlijk gebruik van de term 'duurzaam'). Investeerders zullen dan eerder geneigd zijn in te stappen in duurzame producten. Dit zal enerzijds leiden tot nieuwe financieringsmogelijkheden voor duurzame initiatieven en anderzijds leiden tot nieuwe en betrouwbare investeringsmogelijkheden.

⁸ https://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation-financial-sector_en



Pensioenstelselherziening

Het kabinet, werknemers- en werkgeversorganisaties hebben op 5 juni j.l. een principeakkoord bereikt over de vernieuwing van het pensioenstelsel.⁹ De vernieuwing van het pensioenstelsel moet het stelsel robuuster maken tegen de achtergrond van een langdurig lage rente, een vergrijzende samenleving en een toenemend aantal zzp'ers. Voor de AFM zijn voornamelijk de wijzigingen in de tweede pijler van belang, aangezien het toezicht van de AFM betrekking heeft op de pensioencommunicatie rond deze producten. Het akkoord moet nog nader worden uitgewerkt, maar de richting van dit akkoord sluit aan op onderwerpen die de AFM belangrijk vindt. Daarnaast vindt de AFM de beoogde extra vormen van keuzevrijheid positief. Zoals bij elke vorm van keuzevrijheid, heeft de AFM echter ook aandacht voor het feit dat de invoering van meer keuzevrijheid en flexibiliteit deelnemers ook in staat stelt om suboptimale keuzes te maken. De waarborgen binnen de wetgeving die met deze invoering gepaard gaan, zijn dan ook van groot belang. De AFM blijft betrokken bij de verdere uitwerking en implementatie van het akkoord en de aanpassingen in het toezicht die hierdoor teweeg worden gebracht.

Overige regelgeving

De AFM wordt mede verantwoordelijk voor het opstellen van herstelplannen van *central counterparties* (CCPs) en verzekeraars. Momenteel wordt gewerkt aan een verordening over CCPs waarin herstel en afwikkeling worden geregeld. Het Europese Parlement moet de verordening nog goedkeuren. De AFM en DNB zijn verantwoordelijk voor het opstellen van herstelplannen door CCPs. Daarnaast is sinds 1 januari herstel- en resolutiewetgeving voor verzekeraars van kracht, waarbij de AFM een rol speelt. Doel van de wetgeving is om de belangen van polishouders zo veel mogelijk te beschermen wanneer een verzekeraar in de financiële problemen komt. DNB is aangewezen als resolutieautoriteit (net als bij banken en CCPs) en neemt het voortouw bij de implementatie van de resolutiewetgeving. De AFM zal betrokken zijn bij het mogelijk stilleggen van de effectenhandel tijdens herstel en resolutie, blijft verantwoordelijk voor de tijdige openbaarmaking van informatie aan beleggers en zal toezien op de juiste informatieverstrekking aan klanten tijdens de vergaande ingrepen die bij herstel en resolutie aan de orde kunnen zijn.

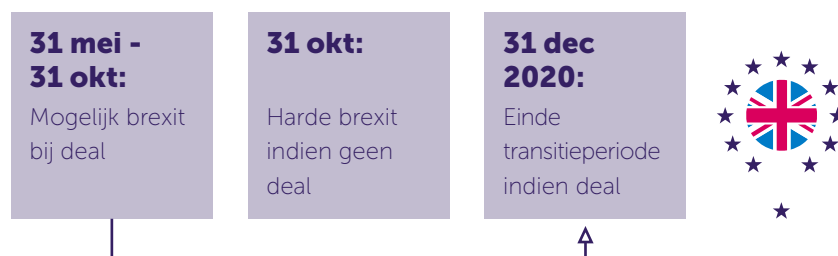
⁹ Zie <https://www.rijksoverheid.nl/ministeries/ministerie-van-sociale-zaken-en-werkgelegenheid/documenten/kamerstukken/2019/06/05/kamerbrief-principeakkoord-vernieuwing-pensioenstelsel>



3.4 Politieke onzekerheid

Brexit blijft een grote bron van onzekerheid op de financiële markt. Er is in het VK nog geen overeenstemming bereikt over het uittredingsakkoord. De uiterste deadline voor een harde brexit is nu 31 oktober 2019 (Figuur 2). Mocht het VK voor 31 oktober overeenstemming bereiken over het uittredingsakkoord, zal brexit eerder kunnen plaatsvinden. In dat geval treedt echter ook de transitieperiode tot eind 2020 in werking, waardoor alle Europese wetten tot die tijd van kracht blijven in het VK. Daarnaast behoort ook een nieuw tijdelijk uitstel nog tot de mogelijkheden.

Figuur 2: De brexit-tijdslijn



Eerder geïdentificeerde risico's, waaronder toegang tot CCPs en Britse broker-dealers, zijn inmiddels grotendeels geadresseerd. Een belangrijke onzekerheid was de toegang van *central counterparties* (CCPs) uit het VK tot de Europese markt. De in het VK gevestigde CCPs spelen een belangrijke rol op de Europese kapitaalmarkt en hebben op bijvoorbeeld de markt voor Europese renteswaps een marktaandeel van meer dan 95%. Door veel marktpartijen werd het verlies van toegang tot CCPs als een van de grootste brexitgerelateerde risico's gezien. Inmiddels heeft ESMA aangegeven dat deze CCPs in het geval van een harde brexit toegang blijven houden tot de Europese markt, waardoor dit risico is verkleind. Een ander groot risico was het feit dat Nederlandse partijen veel contracten hebben met Britse financiële partijen. Hoewel deze contracten op zich niet ongeldig worden

door brexit, kunnen *life cycle events* niet meer worden uitgevoerd. In reactie hierop zijn marktpartijen bezig met het zogeheten repaperen van contracten naar een Europese tegenpartij. Daarnaast wordt in het geval van een harde brexit het VK toegevoegd aan artikel 10 van de vrijstellingsregeling Wft, waardoor deze partijen actief mogen blijven en dit risico eveneens voor een groot deel is weggenomen.

Een aantal risico's, waaronder *event risk*, risico's op de retailmarkt en toezichtarbitrage, blijft echter bestaan. Het eerste risico is event risk; een harde brexit kan gepaard gaan met volatiliteit op de financiële markten. De precieze gevolgen zijn lastig te voorspellen, maar een daling van de Britse pond en onrust op de aandelenmarkten liggen voor de hand. Dit kan financiële instellingen raken die hier aan zijn blootgesteld en tot liquiditeitsproblemen leiden. Het zet mogelijk ook druk op de handelsinfrastructuur. Een tweede risico is dat Britse banken en verzekeraars hun markttoegang tot de Europese retailmarkt verliezen. Retailklanten die van deze diensten gebruik maken kunnen dan bijvoorbeeld geen premie betalen of claims innen van hun verzekering. Hoewel de AFM geen precieze cijfers heeft over deze markt, is de verwachting dat Nederlandse klanten die bij Britse instellingen diensten afnemen dat in veel gevallen via een tussenpersoon hebben gedaan. De AFM heeft de financiële dienstverleners op dit risico attent gemaakt en hen aangespoord uit te zoeken of zij aanpassingen moeten maken voor deze klanten. Tot slot blijft het risico op toezichtarbitrage en versplintering van het Europese toezicht bestaan. Dit is een risico voor de langere termijn, de AFM blijft zich er in Europees verband voor inzetten dit zoveel mogelijk te voorkomen.

Naast brexit is ook wereldwijd sprake van verhoogde politieke onzekerheid. Politiek-economische spanningen bevinden zich op een hoog niveau (Figuur 3). De grootste bron vormen de oploeiende handelsspanningen tussen de VS en China en tussen de VS en de EU, waarvan de uitkomst onzeker is. De onrust in de betrekkingen met Iran, en tussen China en Hongkong dragen hieraan bij. Een escalatie van deze spanningen gaat

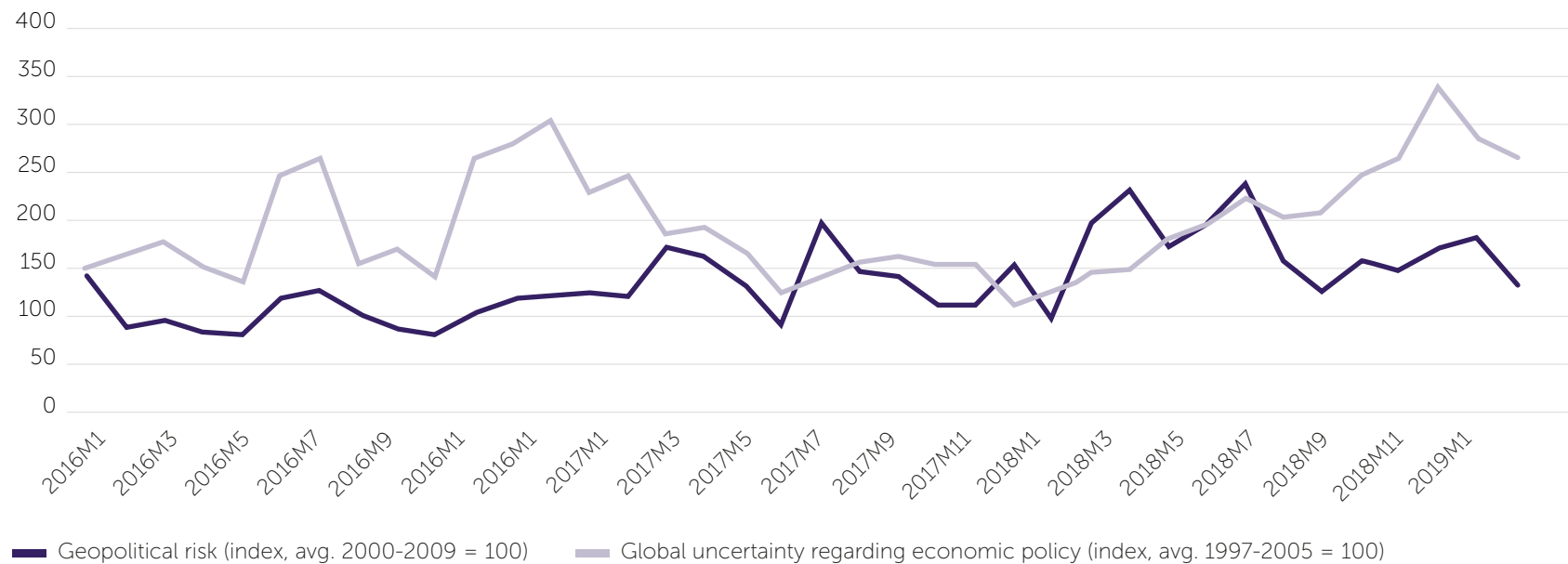


gepaard met economische gevolgen, die ook hun weerslag op de financiële markten zullen hebben.

De combinatie van sobere economische groeiverwachtingen en verhoogde politieke onzekerheid leidt tot blijvende gevoeligheid van de kapitaalmarkten voor een omslag in sentiment. Een wereldwijde economische groeivertraging raakt de financiële gezondheid van overheden, bedrijven en huishoudens, en als gevolg de financiële markten. Een economische terugval die gepaard gaat met een wereldwijde verkrapting van financieringsmogelijkheden, zou direct bedrijfswinsten aantasten en de druk vergroten op de agressief (met grote schuldhefboom) gefinancierde

niet-financiële ondernemingen en huishoudens om aan hun schulden te kunnen voldoen. Als gevolg zullen ondernemingen proberen hun arbeids- en kapitaalkosten proberen te verlagen; verminderde investeringen en werkgelegenheid zijn het gevolg. Dit zou vervolgens tot verstoorde financiële markten kunnen leiden als aandelenkoersen gaan dalen en het aantal wanbetalingen op uitstaande schuld toeneemt. De financiële markten zijn hier des te gevoeliger voor, omdat marktpartijen in hun zoektocht naar rendement in toenemende mate hun toevlucht hebben gezocht naar meer risicovolle beleggingen, zoals lage kwaliteit *high yield* obligaties en *leveraged loans* met lichte convenanten (dat wil zeggen, met lage eisen aan de partij die geld leent).

Figuur 3: De beleidsonzekerheid bevindt zich op een hoog niveau



Bron: IMF, 2019



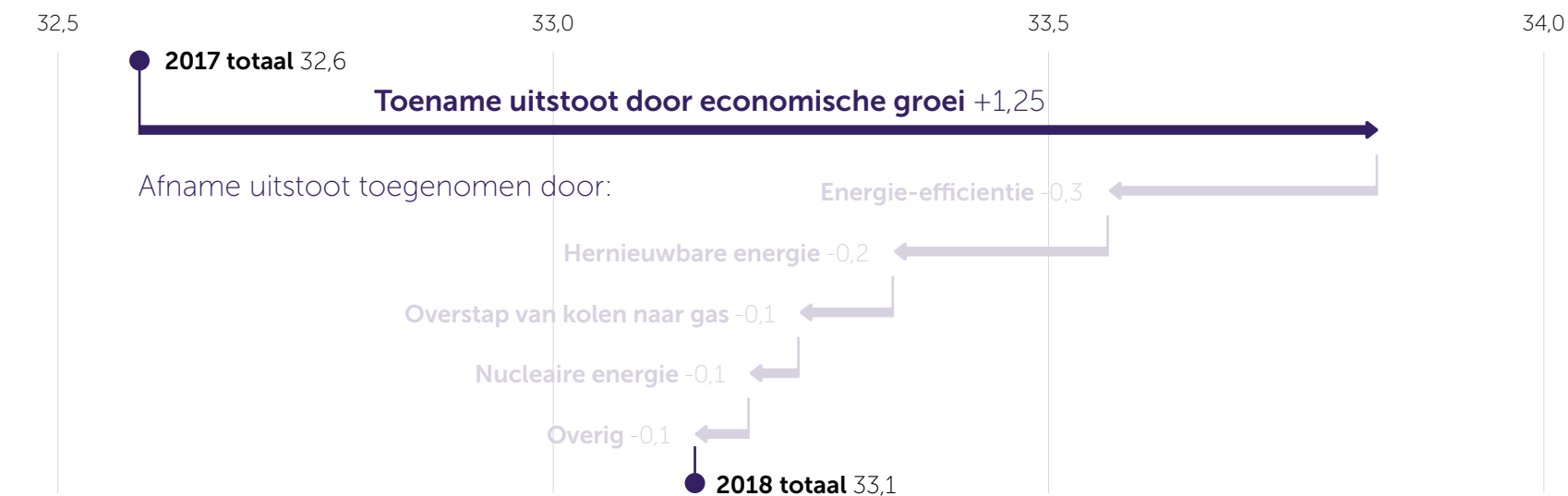
3.5 Overgang naar een duurzame economie en samenleving

Klimaatverandering blijft een urgent probleem en heeft in toenemende mate impact op de economie en de financiële sector. Dit jaar staan in de top 5 van de belangrijkste wereldwijde risico's in het Global Risks Report van het World Economic Forum (WEF) maar liefst drie duurzaamheidsgerelateerde risico's, te weten extreme weersomstandigheden, gebrek aan mitigatie en adaptie aan klimaatverandering en natuurrampen (WEF, 2019). Vanwege economische groei is de wereldwijde energiegerelateerde CO₂-uitstoot verder toegenomen, ondanks de CO₂-reducerende maatregelen

(Figuur 4). De financiële sector wordt steeds meer geraakt door deze risico's. Onderzoek van DNB toont aan dat de Nederlandse financiële sector EUR 97 miljard heeft geïnvesteerd in bedrijven die actief zijn in gebieden met extreem hoge waterschaarste en EUR 56 miljard in bedrijven die afhankelijk zijn van de levering van de meest kritieke grondstoffen (DNB, 2019). Daarnaast speelt de financiële sector een grote rol in de financiering van de duurzame transitie van de economie en de samenleving.

Figuur 4: De wereldwijde uitstoot van CO₂ is toegenomen, ondanks besparende maatregelen

Verandering in energiegerelateerde uitstoot, 2017-18 GtCO₂



Bron: IEA, 2019



Duurzame investeringen maken een groei door. Zowel groene, sociale als gecombineerde (duurzame) obligaties worden in toenemende mate uitgegeven. Verwachtingen voor de rest van 2019 zijn tussen de USD 222 mld en USD 285 mld aan totale uitgaven (Tabel 1). Groene obligaties worden voornamelijk door financiële instellingen uitgegeven, maar het aandeel staatsobligaties neemt toe (Figuur 5), zoals geïllustreerd door de uitgifte van een Nederlandse groene staatsobligatie in 2019.¹⁰ Daarnaast neemt de interesse van retailbeleggers in duurzame investeringen toe (Eurosif, 2018). Duurzame beleggingen winnen hierdoor aan belang in de totale markt (GSI Alliance, 2019).

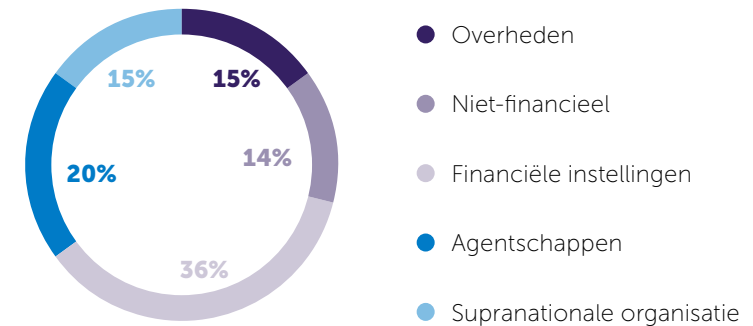
Tabel 1: De markt voor duurzame investeringen groeit sterk

(USD mld)	2018	Q1 2018	Q1 2019
Green bonds	182	36	50
Social bonds	12	2	6
Sustainable bonds (mix)	14	5	7
Totaal	208	43	64

Bron: ICMA, 2019

Figuur 5: Groene obligaties worden vooral door financiële instellingen uitgegeven

Uitstaande groene obligaties per sector



Bron: ESMA, 2019

¹⁰ <https://www.dsta.nl/onderwerpen/groene-obligaties/documenten/publicaties/2019/05/23/kamerbrief-resultaten-groene-obligatie>

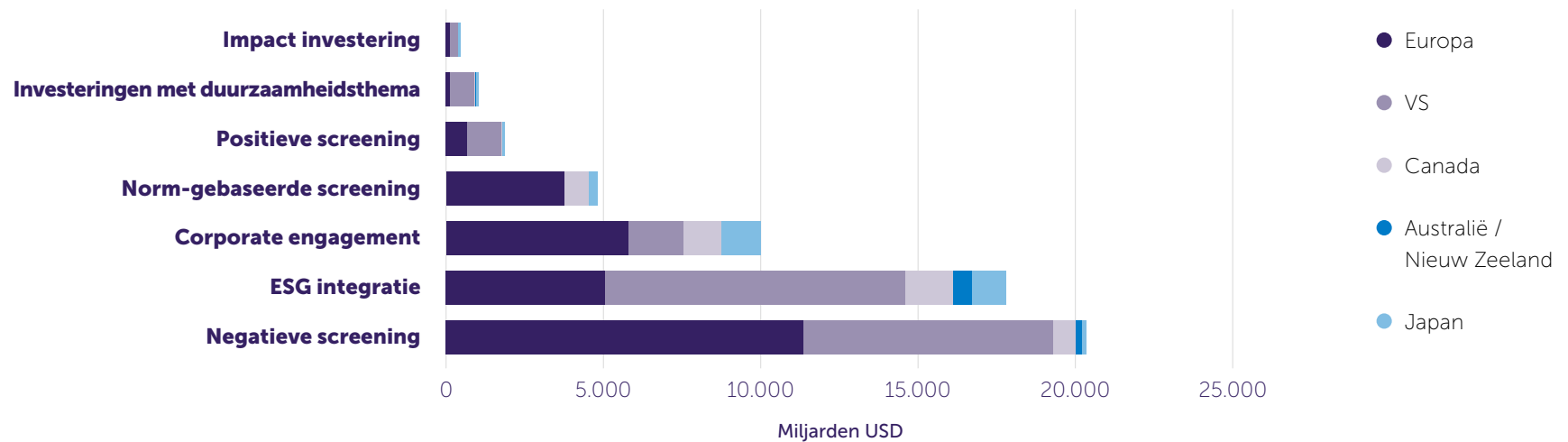


Er ontstaan nieuwe strategieën voor duurzaam investeren. In Europa is het uitsluiten van investeringen in bedrijven met een negatief ESG-profiel (environmental, social, governance) de meest voorkomende duurzaamheidsstrategie (Figuur 6), gevolgd door ESG-integratie (het integreren van duurzaamheidsfactoren in het investeringsproces) en *engagement* (het aanzetten van ondernemingen tot duurzaam gedrag). In Europa lijken ESG-integratie en engagement gelijk op te gaan, en gaan

in de praktijk ook vaak hand in hand. De laatste significante strategie is normgebaseerde *screening*, waarbij wordt gekeken of investeringen voldoen aan erkende normen als de OESO Richtlijnen voor Multinationale Ondernemingen, VN Global Compact en VN Guiding Principles on Business and Human Rights. In Nederland lijkt *engagement* de meest populaire strategie bij vermogensbeheerders.

Figuur 6: Uitsluiting van bedrijven met een negatief ESG-profiel is de meest voorkomende duurzaamheidsstrategie

Duurzame investeringen per strategie en regio



Bron: GSI alliance, 2019



De risico's die met duurzaam beleggen gepaard gaan, waaronder *greenwashing* en misbruik, vragen aandacht van het toezicht. Er zijn zorgen over een 'groene bubbel', omdat de vraag naar duurzame projecten het aanbod overtreft. Ondernemingen kunnen dan in de verleiding komen om te *greenwashen*; projecten als duurzaam presenteren terwijl dat niet het geval is. Er wordt in de markt hard gewerkt aan het verbeteren van het gebruik van standaarden en rapportages over de duurzame impact van leningen om de markt voor duurzame obligaties naar een hoger niveau te brengen. Ook trekt het thema duurzaamheid een verscheidenheid aan partijen die misbruik proberen te maken van beleggers of oneerlijke verdienmodellen opzetten. Dit heeft niet alleen een directe schade voor consumenten tot gevolg, maar schaadt ook de algehele reputatie van de markt voor duurzame beleggingen. De AFM houdt hier dan ook toezicht op en treedt op tegen partijen die misbruik proberen te maken van beleggers. Het belangrijkste aandachtspunt voor de AFM is de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie in de gehele keten van duurzame financiering.

Beschikbaarheid en kwaliteit van informatie zijn cruciale randvoorwaarden voor verantwoorde vormen van duurzame financiering. De integratie van duurzaamheid in haar werkzaamheden blijft echter een uitdaging voor de financiële sector. Uit onderzoek van de AFM blijkt dat een gebrek aan informatie een belangrijke belemmering is voor effectief duurzaam beleggen en voor het monitoren van de resultaten van beleggingsstrategieën. Daarnaast is er te weinig (gestandaardiseerde) niet-financiële informatie over beursgenoteerde bedrijven beschikbaar voor beleggers (AFM, 2018). Ook de externe verificatie van verslaggeving over duurzaamheidsfactoren (bijvoorbeeld door een accountant) staat nog in de kinderschoenen. Vanwege het gebrek aan een gedeelde definitie van duurzaamheid blijft het moeilijk om aan te tonen of te controleren wat de bijdrage is van een financieel product aan de duurzaamheidstransitie. De AFM houdt daarom toezicht op een zorgvuldige en transparante integratie van duurzaamheid in de sectoren onder haar toezicht.

De vraag naar
duurzame projecten
overtreft het aanbod

04

Aflossingsvrije hypotheeken



4.1 Inleiding

Aflossingsvrije hypotheeken zijn een populaire hypotheekvorm in Nederland. Aflossingsvrije hypotheeken zijn in het verleden veelvuldig afgesloten, mede gedreven door fiscale regelgeving die aflossingsvrije hypotheeken een voordelige mogelijkheid maakte. Dit heeft er onder andere toe geleid dat de (hypotheek)schuld van Nederlandse huishoudens tot de hoogste in Europa behoort ([OESO, 2019](#); [EMF, 2018](#)). Inmiddels is de belangstelling voor aflossingsvrije hypotheeken gedaald, mede als gevolg van aanpassingen in de regelgeving, waardoor nieuw afgesloten aflossingsvrije hypotheeken niet meer in aanmerking komen voor hypotheekrenteaftrek.





Hoewel aflossingsvrije hypotheeken voordelen bieden voor consumenten, kunnen ze ook risicovol zijn. Aflossingsvrije hypotheeken bieden de consument flexibiliteit, bijvoorbeeld door de mogelijkheid te bieden niet alleen in de woning vermogen op te bouwen. Aflossingsvrije hypotheeken gaan echter ook gepaard met risico's. Deze ontstaan voornamelijk als er geen vermogensopbouw plaatsvindt. Ook aflossingsvrije hypotheeken moeten aan het eind van de looptijd worden afgelost of geherfinancierd. Hiervoor moet voldoende vermogen, respectievelijk inkomen beschikbaar zijn. Dit is mogelijk niet bij alle consumenten het geval. Hoe eerder consumenten zich dit realiseren en daarnaar handelen, des te beter zij in staat zijn om financiële problemen als gevolg van hun hypotheek te voorkomen.

Het is belangrijk dat hypotheekverstrekkers en consumenten tijdig in actie komen om problemen aan het einde van de looptijd te voorkomen. Het voorkomen van problemen met aflossingsvrije hypotheeken vereist een lange adem. Het moment dat een groot deel van de aflossingsvrije hypotheeken afloopt ligt zo'n 15-20 jaar in de toekomst. Tegelijkertijd moeten consumenten en financiële instellingen die de hypotheeken hebben verstrekt juist zo vroeg mogelijk in actie komen. Hypotheekverstrekkers hebben een actieve zorgplicht voor de verstrekte hypotheeken. Zij kunnen samen met hun klant een passende oplossing zoeken voor zover dat nodig is. De AFM brengt de risico's in kaart samen met andere belanghebbenden, zoals DNB en het ministerie van Financiën, en vraagt hier aandacht voor.

4.2 Een datagedreven analyse van de problematiek

Voor cijfers over aflossingsvrije hypotheeken maken we gebruik van gegevens over individuele huishoudens. Dit zijn de zogenoemde *Loan-Level Data* (LLD) van DNB, gegevens per afzonderlijk deel van de hypotheek (microdata). Via de LLD vraagt DNB administratieve data over hypotheeken uit onder 10 hypotheekaanbieders: 6 banken en 4 verzekeraars. In totaal beslaat de LLD circa 2,8 miljoen woningen van ongeveer evenzoveel huishoudens. Hiermee dekt de LLD naar schatting 80% van de totale Nederlandse hypotheekmarkt (DNB, 2015).

Box 3 Kerneigenschappen Loan-Level Data (DNB)

	2,837 mln. huishoudens
	2,842 mln. woninghypotheeken
	5,685 mln. leningdelen
	€503 mld. uitstaande schuld
	10 hypotheekaanbieders
	±80% van de hypotheekmarkt
	2012 kwartaal 4 tot 2018 kwartaal 4



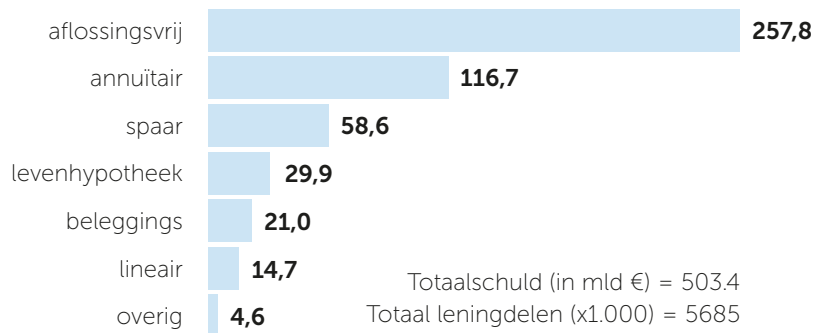
4.3 Een groot deel van de huidige hypotheek is aflossingsvrij

Ongeveer de helft van de Nederlandse hypotheekschuld bestaat uit aflossingsvrije hypotheek, het gaat om circa €260 miljard. Dit betreft alle leningdelen die aflossingsvrij zijn.¹¹ Verder bestaat 4% (€21 miljard ultimo 2018) van het totale hypotheekvolume uit beleggingshypotheek (Figuur 7). Wij richten ons in deze analyse op hypotheek waarbij aflossing op einddatum niet gegarandeerd is, te weten aflossingsvrije en beleggingshypotheek.¹² Deze worden vanaf nu samengevat onder de noemer 'AFV-hypotheek'.

Figuur 7: Bij ruim 55% van de uitstaande hypotheekschuld is aflossing niet gegarandeerd

Hypotheekvorm

Huidige hypotheekschuld in mld €



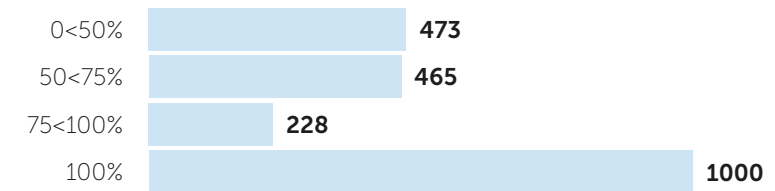
Bron: DNB LLD (2018K4, N=2,84 miljoen hypotheek); Alle hypotheekvormen; Eigen berekeningen AFM.

Iets minder dan de helft van de huishoudens met aflossingsvrije hypotheek heeft een *volledig* aflossingsvrije hypotheek. In de overige gevallen (54% van de huishoudens met een AFV-hypotheek) worden aflossingsvrije leningdelen gecombineerd met leningdelen waarvan de aflossing (tussentijds of bij expiratie) wél gegarandeerd is. Bij 32% van de huishoudens is meer dan de helft van de hypotheekschuld aflossingsvrij, bij de overige 22% is minder dan de helft van de schuld aflossingsvrij (Figuur 8). Huishoudens die kiezen voor een deels aflossingsvrije hypotheek, combineren het aflossingsvrije leningdeel het meest met een spaar- of levenhypotheek. Uitgaande van een perfect representatieve steekproef in de LLD zijn er in Nederland naar schatting 2,7 miljoen huishoudens met een AFV-hypotheek. Dit aantal gebruiken we om de in de steekproef gevonden percentages te vertalen naar populatieaantallen.

Figuur 8: Aflossingsvrije hypotheek zijn bij ongeveer de helft van de huishoudens volledig aflossingsvrij

Gedeelte van huidige hypotheekschuld niet-gegarandeerd

Debiteuren x 1.000



Totaal debiteuren (x1.000) = 2166

Bron: DNB LLD (2018K4, N=2,17 miljoen hypotheek); Alleen (deels) aflossingsvrije hypotheek; Eigen berekeningen AFM.

¹¹ Een hypotheek bestaat vaak uit meerdere leningdelen, met elk individuele voorwaarden omtrent productvorm (waaronder AFV-hypotheek of andere hypotheekvormen), rentepercentage, rentetermijn en looptijd.

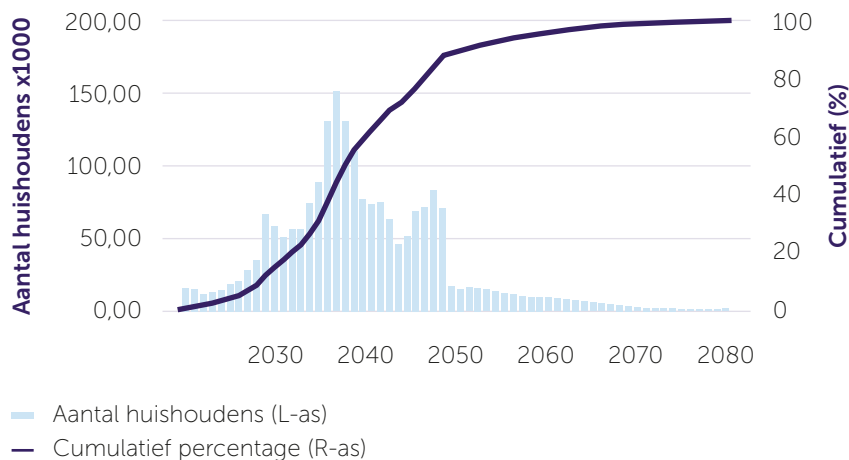
¹² Hoewel er wel waardeopbouw plaatsvindt in een beleggingshypotheek, is deze van onzekere omvang. In de analyse hanteren we de aanname dat er geen vermogensopbouw plaatsvindt in de gekoppelde belegging. Dit betekent een overschatting van de risico's. Gezien het geringe aandeel beleggingshypotheek heeft dit echter geen gevolgen voor de uitkomst van de analyse.



Rond het jaar 2035 loopt het gros van de huidige aflossingsvrije hypotheek af. Rond 2050 heeft ongeveer 90% van de huidige AFV-hypotheekschuld het einde van de looptijd bereikt (Figuur 9). Daarnaast valt op dat de aanwas van nieuwe aflossingsvrije hypotheek beduidend lager is. Dit heeft te maken met het aanpassen van de fiscale regels, waardoor aflossingsvrije hypotheek niet meer in aanmerking komen voor hypotheekrenteaftrek. Dit maakt dat de risico's zich met name concentreren op de bestaande voorraad aflossingsvrije hypotheek. Het jaar waarin de aflossingsvrije hypotheek afloopt, is beslissend voor hoeveel tijd het huishouden heeft om financiële problemen te voorkomen.

Figuur 9: De bulk van de aflossingsvrije hypotheek loopt af in 2035

Aflopende AFV hypotheek per jaar

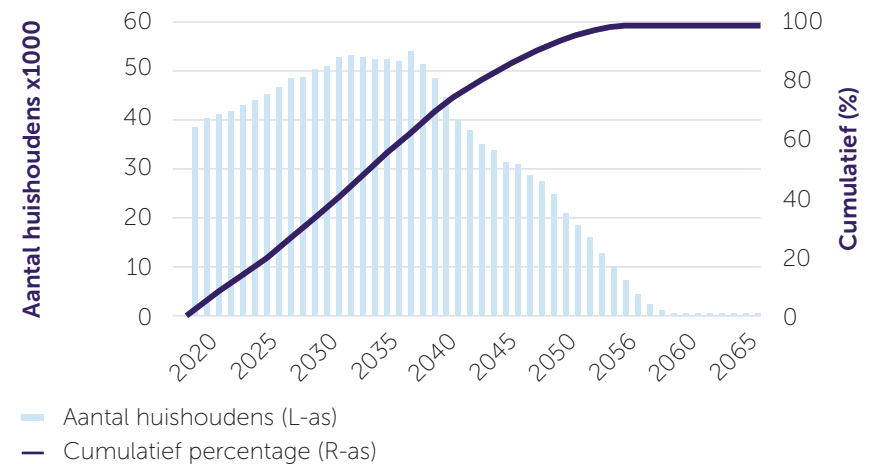


Bron: DNB LLD (2018K4, N=2,17 miljoen hypotheek); Alleen (deels) aflossingsvrije hypotheek; Eigen berekeningen AFM.

In de periode dat veel aflossingsvrije hypotheek aflopen, wijzigt ook de financiële situatie van veel huishoudens. Tussen nu en 2040 pensioneren naar verwachting jaarlijks 55.000-80.000¹³ hoofdkostwinners van de huishoudens met een AFV-hypotheek (Figuur 10). In 2040 heeft bijna 80% van hen de pensioengerechtigde leeftijd bereikt. Pensionering leidt in de meeste gevallen tot een inkomensterugval. Bovendien vervalt voor circa 80% van de huidige AFV-hypotheek vanaf 2031 het recht op hypotheekrenteaftrek (HRA), wat leidt tot hogere nettorentelasten. Beide gebeurtenissen zijn bepalend voor het handelingsperspectief van het huishouden: de ruimte om vrijwillig af te lossen op een AFV-hypotheek wordt in tijd en omvang begrensd door een terugval in het besteedbaar inkomen van het huishouden. Ook kunnen deze gebeurtenissen ertoe leiden dat huishoudens hun maandelijkse hypotheeklasten niet meer kunnen betalen, zeker wanneer zich meerdere gebeurtenissen tegelijk voordoen.

Figuur 10: 80% van de debiteuren met een AFV-hypotheek gaat in de komende 20 jaar met pensioen

Aantal pensioneringen per jaar



Bron: DNB LLD (2018K4, N=1,9 miljoen hypotheek); Alleen (deels) aflossingsvrije hypotheek waarvoor geboortjaar debiteur wordt waargenomen; Eigen berekeningen AFM.

¹³ De figuur toont de 40.000-60.000 pensioneringen per jaar in de LLD-steekproef. Uitgaande van een steekproefdekking van 80% vertaalt dit zich in naar schatting 55.000 tot 80.000 pensioneringen in de gehele populatie.



4.4 Handelingsopties voor consumenten met een aflossingsvrije hypotheek en de daarbij horende risico's

Ook bij aflossingsvrije hypotheeken moet aan het einde van de looptijd de openstaande hypotheekschuld in beginsel worden afgelost. Om te kunnen aflossen moet de consument vanzelfsprekend voldoende (vrij beschikbare) bezittingen hebben om mee te kunnen aflossen, bijvoorbeeld spaargeld, aandelen of obligaties. Andere mogelijkheden zijn het herfinancieren van de hypotheek (opnieuw een hypotheek afsluiten) of het verkopen van de woning om daarmee de uitstaande schuld af te lossen. Alle opties kennen echter onzekerheden, waaruit risico's voortvloeien.

De eerste optie is om de hypotheek te herfinancieren, met andere woorden de hypotheek opnieuw af te sluiten. In dit geval sluit de consument een nieuwe hypothecaire lening af voor de nog openstaande schuld. Dit kan door middel van het voorzetten van de bestaande hypotheek (bijvoorbeeld bij een aflossingsvrije hypotheek), maar er kan ook voor een andere vorm of looptijd worden gekozen (bijvoorbeeld door in de nieuwe hypotheek wel een deel (annuïtair) af te lossen). Hierbij wordt door de hypotheekverstrekker opnieuw getoetst of de consument de hypotheeklasten kan dragen op basis van zijn (verwachte) inkomen en of de woningwaarde toereikend is. Het risico hierbij is dat het inkomen van de consument op dat moment ontoereikend is om de hypotheek te herfinancieren. Het aflopen van de aflossingsvrije hypotheek gaat immers vaak samen met pensionering, waardoor het inkomen daalt en men niet meer hetzelfde bedrag kan lenen. Bovendien vervalt dan ook het recht op hypotheekrenteaftrek, kan men de hypotheek mogelijk niet meer aflossingsvrij voortzetten en/of alleen een hypotheek met een kortere looptijd afsluiten. Dit leidt allemaal tot hogere maandlasten, waardoor de consument de inkomenstoets mogelijk niet meer doorstaat. Merk op dat eventuele overwaarde op het huis voor deze inkomenstoets niet relevant is; de

hypotheekverstrekker kijkt alleen of het inkomen van de consument toereikend is om de hypotheeklasten te dragen, daarbij ook rekening houdend met lasten die voortvloeien uit overige schulden (bijvoorbeeld consumptief krediet). Een ander risico is dat de waarde van de woning te laag is voor de beoogde hypotheek. De regels met betrekking tot de woningwaarde ten opzichte van de lening (de zogeheten LTV-ratio¹⁴) zijn aangescherpt, waardoor de woning mogelijk niet meer in aanmerking komt voor dezelfde hypotheek. Eenzelfde probleem kan zich voordoen als de woning is gedaald in waarde.

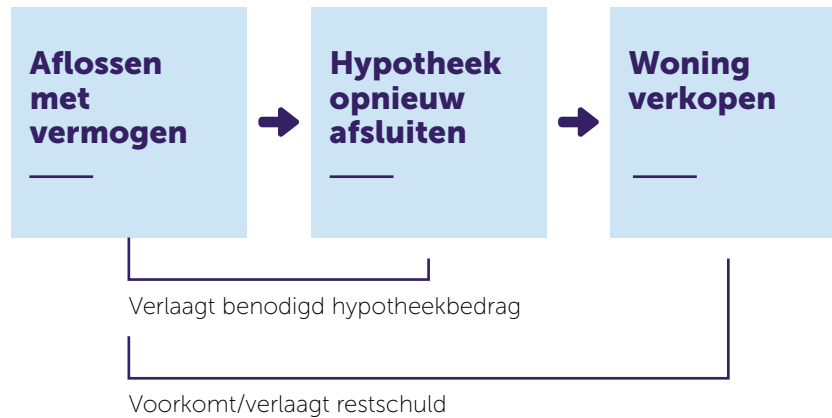
Als niet kan worden afgelost of geherfinancierd, moet de woning worden verkocht. De opbrengst van de verkoop kan dan worden gebruikt om de hypotheek af te lossen. Hoewel dit per persoon kan verschillen, zullen er consumenten zijn die verhuizing aan het eind van de looptijd van de hypotheek onwenselijk vinden. Aan de andere kant kan een kleinere woning aan het einde van de looptijd juist ook de uitkomst zijn van de financiële planning van het huishouden. Een bijkomend risico in deze gevallen is dat de opbrengst van de verkoop van de woning niet voldoet om de hypotheek af te betalen, omdat de marktwaarde van de woning op dat moment lager is dan de hypotheek. Er resteert dan een schuld, die nog steeds moet worden afgelost dan wel geherfinancierd.

Huiseigenaren kunnen deze risico's verkleinen door gedurende de looptijd (extra) vrijwillig af te lossen op hun hypotheek en/of door vermogen opzij te zetten om daarmee bij einde looptijd hun schuld af te lossen. Als men tijdens de looptijd van de hypotheek (extra) vrijwillig aflost, is de openstaande schuld aan het eind van de looptijd lager. Aan het einde van de looptijd kunnen spaargeld en andere vrij beschikbare bezittingen het benodigde hypotheekbedrag voor herfinanciering omlaag brengen. Ook kan vermogen worden aangesproken om een eventuele restschuld te voorkomen of verminderen. Aangezien er in de beschikbare data geen zicht is op het vermogen van de individuele huishoudens, is er onzekerheid over de omvang van deze risico's. De mate waarin huishoudens de risico's met hun vermogen kunnen verkleinen is immers onbekend.

¹⁴ Loan-to-value ratio: de verhouding van de hoogte van de hypotheek tot de waarde van de woning. Bij een LTV van 100% is de hoogte van de hypotheek gelijk aan de waarde van de woning. Een lagere LTV betekent dat er overwaarde is op de woning, een hogere LTV betekent dat de woning 'onder water' staat.



Figuur 11: Opties aan het einde van de looptijd van een AFV-hypothek



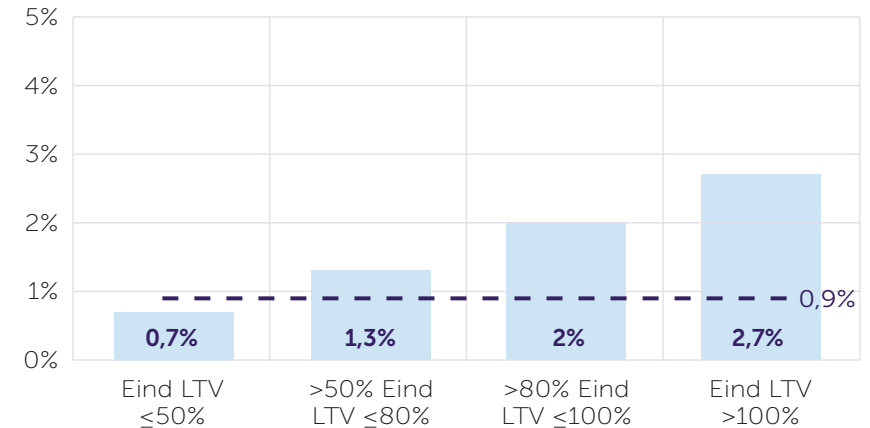
4.5 De omvang van de risico's hangt sterk af van de omstandigheden

Betaalbaarheidsrisico: betalingsachterstanden op hypotheek zijn beperkt

Betalingsachterstanden op hypotheek komen in Nederland weinig voor, ook niet onder huishoudens met een AFV-hypothek. De meest concrete aanwijzing voor betaalbaarheidsrisico's zijn betalingsachterstanden. Eind 2018 hadden circa 77.000 Nederlanders (ongeveer 2% van de huishoudens met een hypotheekschuld) een achterstand op hun hypotheek (BKR, 2019). Dit cijfer betreft alle hypotheekvormen. Onder huishoudens met een AFV-hypothek had eind 2018 circa 1% een (rente)betalingsachterstand (Figuur 12). Dit betreft naar schatting 25.000 huishoudens. Betalingsachterstanden komen verhoudingsgewijs het meest voor onder huishoudens met een hoge hypotheekschuld in verhouding tot hun woningwaarde, oplopend tot 2-3% in de hoogste LTV-klasse.

Figuur 12: Betalingsachterstanden komen weinig voor, maar zijn hoger bij huishoudens met een hogere LTV.

Percentage debiteuren met een betalingsachterstand



Bron: DNB LLD (2018K4, N=2,17 miljoen hypotheek); Alleen (deels) aflossingsvrije hypotheek; Eigen berekeningen AFM.

Herfinancieringsrisico: een aandachtspunt voor consumenten die met pensioen gaan

Het aflopen van de aflossingsvrije hypotheek valt veelal samen met pensionering, wat herfinanciering kan bemoeilijken. De kans dat een huishouden zijn hypotheekschuld (niet) kan herfinancieren is moeilijk te voorspellen. Hiervoor zijn veel aannames nodig. Onder andere over het (pensioen)inkomen van de consument bij einde looptijd. Daarnaast kunnen hypotheekverstrekkers en klanten de herfinanciering op diverse manieren vormgeven, onder meer qua hypotheekvorm, looptijd en (toets)rente. Desalniettemin zijn er aanwijzingen dat van de risico's



omtrent AFV-hypotheek de herfinancieringsrisico's het grootst zijn. Een belangrijke aanwijzing is dat veel consumenten gepensioneerd zijn of (bijna) gepensioneerd zijn op het moment dat hun lening afloopt. Tabel 1 laat zien dat in totaal ruim 80% van de huidige consumenten met een hypotheek de pensioengerechtigde leeftijd heeft bereikt aan het einde van de looptijd (totaal kolom 1). Pensionering gaat vaak gepaard met een daling van het inkomen, wat het lastiger maakt om de inkomenstoets te doorstaan.¹⁵ Hoewel de gemiddelde vervangingsratio (de verhouding tussen het inkomen na pensionering en het inkomen vóór pensionering) in Nederland hoog is, loopt deze voor verschillende groepen sterk uiteen (Knoef e.a., 2017). Zelfstandigen zonder personeel (zzp'ers) hebben bijvoorbeeld doorgaans een lagere vervangingsratio (en bovendien een hogere uitstaande hypotheek, zie Mastroggiacomio, 2016). Dit kan het lastiger maken om de hypotheek te herfinancieren na pensionering.

De meeste consumenten die met pensioen zijn aan het einde van de looptijd hebben nog meer dan 10 jaar looptijd om aanpassingen te kunnen doen aan hun situatie. Tabel 1 toont de pensioenstatus van de consument aan het einde van de looptijd én de looptijd die nog resteert. Zo is in de eerste kolom zichtbaar dat 60,2% van consumenten de pensioengerechtigde leeftijd heeft bereikt aan het einde van de looptijd, maar nog wel een resterende looptijd heeft van meer dan 15 jaar. Daarnaast is in de tweede kolom zichtbaar dat 6,5% van de consumenten aan het einde van de looptijd van de hypotheek binnen 5 jaar de pensioengerechtigde leeftijd bereikt, en momenteel nog meer dan 15 jaar resterende looptijd heeft. In totaal heeft ruim 70% van de consumenten met een hypotheek die de pensioengerechtigde leeftijd bereiken aan het einde van de looptijd, nog meer dan 10 jaar resterende looptijd en is er voor hen dus nog tijd om aanpassingen te doen.

Tabel 2: Pensioenstatus bij einde looptijd, met resterende looptijd

Pensioenstatus bij einde looptijd

Resterende looptijd	Gepensioneerd	5 jaar tot pensioen	5-10 jaar tot pensioen	10-15 jaar tot pensioen	Meer dan 15 jaar tot pensioen	Totaal
5 jaar tot einde looptijd	2,7%	0,4%	0,2%	0,2%	0,4%	3,8%
5-10 jaar tot einde looptijd	7,4%	0,8%	0,5%	0,1%	0,0%	8,8%
10-15 jaar tot einde looptijd	10,9%	1,6%	1,0%	0,3%	0,0%	13,7%
Meer dan 15 jaar tot einde looptijd	60,2%	6,5%	4,7%	2,1%	0,1%	73,6%
Totaal	81,2%	9,2%	6,4%	2,7%	0,5%	100,0%

Bron: DNB LLD (2018K4, N=1,9 miljoen hypotheek); Alleen (deels) aflossingsvrije hypotheek; Eigen berekeningen AFM.

¹⁵ Daarnaast kan de hypotheekverstrekker bij oudere consumenten aansturen op een kortere looptijd, waardoor de maandelijkse hypotheeklasten (vanwege de aflossingscomponent) hoger uitvallen.



Restschuldrisico: beperkt tot een klein deel van de consumenten

Een klein percentage huishoudens loopt een risico op restschuld. Minder dan 2% van de huishoudens heeft aan het einde van de looptijd een hypotheekschuld die naar verwachting groter is dan de waarde van het huis (Tabel 3).¹⁶ Driekwart van hen heeft bovendien nog meer dan 15 jaar

resterende looptijd van de hypotheek. Het gros van de huidige voorraad aflossingsvrije hypotheek heeft een LTV lager dan 50% en heeft nog meer dan 15 jaar voordat de AFV-hypotheek afloopt. Het risico op restschuld is daarmee beperkt tot een klein deel van de huishoudens.

Tabel 3: LTV-ratio uitgesplitst naar resterende looptijd

LTV-ratio uitgesplitst naar resterende looptijd

Resterende looptijd	Eind LTV lager dan 50%	Eind LTV tussen 50% en 80%	Eind LTV tussen 80% en 100%	Eind LTV meer dan 100%	Totaal
5 jaar tot einde looptijd	2,8%	0,6%	0,2%	0,2%	3,7%
5-10 jaar tot einde looptijd	6,9%	1,1%	0,2%	0,1%	8,3%
10-15 jaar tot einde looptijd	10,3%	2,78%	0,7%	0,3%	14,0%
Meer dan 15 jaar tot einde looptijd	54,9%	14,3%	3,5%	1,4%	74,0%
Totaal	74,9%	18,7%	4,5%	1,9%	100,0%

Bron: DNB LLD (2018K4, N=2,17 miljoen hypotheek); Alleen (deels) aflossingsvrije hypotheek; Eigen berekeningen AFM.

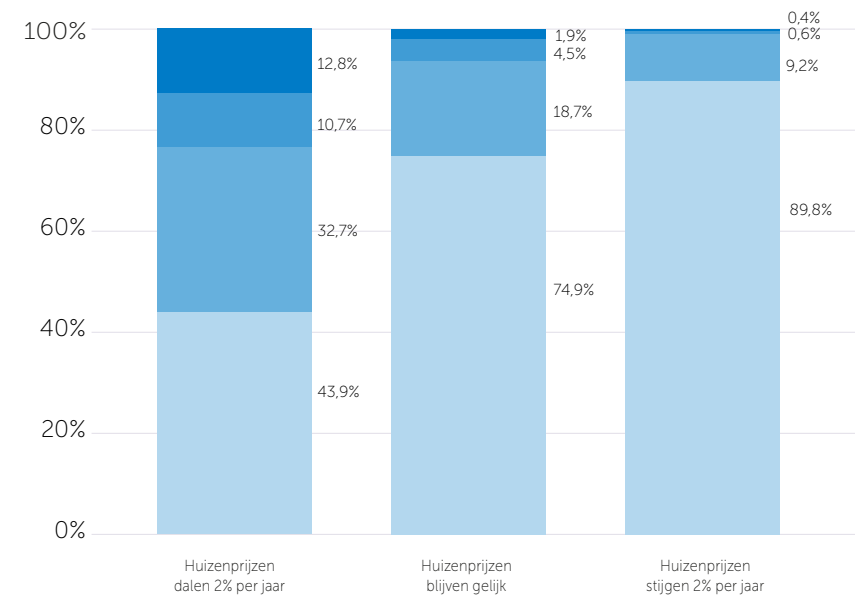
¹⁶ Onder aanname van gelijkblijvende woningwaarde (lees: 0% groei van huizenprijzen) en geen (verdere) vrijwillige aflossing.



De kans op restschuld is sterk afhankelijk van de ontwikkeling van huizenprijzen. De waarde van de woning bepaalt immers hoeveel de woning bij verkoop oplevert. Tabel 3 gaat uit van 0% groei van de huizenprijzen tussen nu en einde looptijd. Een jaarlijkse groei of krimp van de woningwaarde kan op lange termijn een groot verschil maken, zo blijkt uit Figuur 13: bij een daling van de huizenprijzen met 2% per jaar heeft naar schatting 12,8% van de huishoudens bij einde looptijd een openstaande schuld groter dan de woningwaarde, bij een jaarlijkse groei van 2% is dat slechts 0,4% van de huishoudens. Bovendien zijn er sterke regionale verschillen met betrekking tot de ontwikkeling van de woningwaarde.

Figuur 13 LTV op einddatum sterk afhankelijk van ontwikkeling huizenprijzen

LTV-ratio bij einde looptijd*



- Eind LTV meer dan 100%
- Eind LTV tussen 80% en 100%
- Eind LTV tussen 50% en 80%
- Eind LTV lager dan 100%

Bron: DNB LLD (2018K4, N=2,17 miljoen hypotheek); Alleen (deels) aflossingsvrije hypotheek;

* In het pessimistische en optimistische prijsscenario wordt de groeivoet toegepast totdat het (eerste) aflossingsvrije leningdeel afloopt; Eigen berekeningen AFM.



4.6 Conclusie

Aflossingsvrije hypotheeken kunnen op termijn zorgen voor risico's, waarvan de herfinanciering na pensionering de belangrijkste lijkt te zijn. Rond het jaar 2035 loopt een groot aantal aflossingsvrije hypotheeken af, terwijl veel huishoudens rond die tijd te maken hebben met pensionering van de hoofdkostwinner (bij 80% van de huidige hypotheeken heeft de hoofdkostwinner aan het einde van de looptijd de pensioengerechtigde leeftijd bereikt). Dit kan gepaard gaan met een daling van het inkomen. Bovendien vervalt voor veel van deze huishoudens dan ook de hypotheek-renteaftrek, waardoor de lasten kunnen toenemen. Dit kan het bemoeilijken om een nieuwe hypotheek af te sluiten.

De kans op restschuld treft een kleine groep consumenten, maar is sterk afhankelijk van externe ontwikkelingen. De problemen met betrekking tot een mogelijke restschuld betreffen een klein deel van de consumenten. Het restschuldrisico wordt echter sterk beïnvloed door de ontwikkeling van de woningwaarde, waar consumenten beperkt invloed op kunnen uitoefenen.

Consumenten kunnen de risico's verkleinen door vermogen op te bouwen. Vrij beschikbaar vermogen kan aan het eind van de looptijd de benodigde hypotheek verlagen, of een restschuld verkleinen dan wel voorkomen. Een andere optie is extra af te lossen gedurende de looptijd. Momenteel is geen zicht op het vrij beschikbare vermogen dat consumenten voor de hypotheek kunnen inzetten. Meer en nauwkeurigere gegevens over het vermogen van huishoudens dragen bij aan een scherpere identificatie van de risicogroepen. De AFM zal hier nader onderzoek naar doen.

De meeste consumenten hebben nog een lange resterende looptijd, en kunnen met hun hypotheekverstrekker overleggen of het nodig is actie te ondernemen. De meeste consumenten hebben nog een lange resterende looptijd van de hypotheek, wat hen mogelijkheden geeft de situatie te verbeteren. Hoe eerder zij handelen, hoe meer mogelijkheden zij hebben. Hypotheekverstrekkers hebben een actieve zorgplicht voor klanten met een aflossingsvrije hypotheek. Zij zijn verantwoordelijk voor het informeren van de klant, het bieden van handelingsperspectieven en het aanzetten tot actie waar nodig. De AFM bewaakt de voortgang van dit proces en zet de lijnen uit om problemen te voorkomen.

Consumenten kunnen
de risico's verkleinen
door vermogen op te
bouwen

05

IBOR-transitie



5.1 Inleiding

Interbank Offered Rates (IBORs) zijn referentierentes die een belangrijke functie vervullen in een goed functionerend financieel systeem. IBORs vormen een reeks referentierentes of rentebenchmarks met tarieven die banken elkaar in rekening brengen voor krediettransacties (Box 4). Deze tarieven worden op grote schaal gebruikt om andere financiële contracten op te baseren, zoals hypotheek, derivaten en bedrijfsleningen. De drie belangrijkste rentebenchmarks zijn op dit moment de *London Interbank Offered Rate* (LIBOR), de *Euro Overnight Index Average* (EONIA) en de *European Interbank Offered Rate* (EURIBOR). In Europa zijn EONIA (waar EUR 30.000 mld aan instrumenten aan gekoppeld zijn) en EURIBOR





(waar EUR 120.000 mld aan instrumenten aan gekoppeld zijn) de meest gebruikte rentebenchmarks.¹⁷ In andere delen van de wereld (VS, VK, JP, ZWI) is dat LIBOR.

Het toezicht op IBORs is gericht op het voorkomen van marktmisbruik, vooral in de vorm van benchmarkmanipulatie en oneerlijke tariefstelling. Hoe groot de gevolgen van benchmarkmanipulatie kunnen zijn, werd duidelijk door het LIBOR-schandaal (2012). Dat schandaal leidde tot een wereldwijd verlies aan vertrouwen in benchmarks en bracht ernstige schade toe aan de integriteit van mondiale financiële markten.¹⁸ Sindsdien hebben toezichthouders en regelgevers maatregelen genomen om het vertrouwen in de IBOR-benchmarks te herstellen, onder andere door eisen te stellen aan de governance, berekeningswijze, data en transparantie van rentebenchmarks. Daarnaast is de interbancaire kredietverlening inmiddels dermate teruggelopen dat sommige IBORs mogelijk niet langer representatief zijn voor de markt die aan de benchmark ten grondslag ligt. Dit wordt versterkt door het teruggelopen aantal contribuanten die willen bijdragen aan IBORs.

Als IBORs per 1 januari 2022 niet voldoen aan de EU benchmarkverordening (BMR), kunnen ze niet worden gebruikt in Europa en moeten ze worden vervangen door alternatieve referentierentes. Meerdere internationale gremia hebben naar aanleiding van de geconstateerde manipulaties van de rentebenchmarks aanbevolen de huidige benchmarks te hervormen. In verschillende delen van de wereld vinden momenteel hervormingen plaats, waaronder de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Zwitserland, Japan en de Europese Unie. In de Europese Unie heeft dit geresulteerd in de benchmarkverordening (BMR), waar kritieke referentierentes uiterlijk 1 januari 2022 aan moeten voldoen. Daarom worden momenteel in Europa de rentebenchmarks hervormd.

De transitie naar nieuwe referentierentes gaat gepaard met financiële, juridische en operationele uitdagingen. Zo moeten bestaande en nieuwe contracten worden aangepast en mogelijk heronderhandeld en IT-systemen en processen worden gewijzigd. Ook zijn er financiële risico's in het geval een IBOR ophoudt te bestaan of een nieuwe IBOR significant afwijkt van de huidige IBOR.

5.2 De overgang naar nieuwe rentebenchmarks

De belangrijkste Europese rentebenchmarks (EONIA en tot voor kort EURIBOR) worden momenteel hervormd zodat ze aan de eisen voldoen die volgen uit de BMR. EONIA stelt het ééndaagse interbancaire rentetarief vast, terwijl EURIBOR is gebaseerd op de interbancaire rente met een termijn vanaf één week tot één jaar. De BMR is sinds 2018 van kracht, maar cruciale benchmarks, waar EURIBOR en EONIA toe behoren, hebben nog tot 2022 om aan de BMR-eisen te voldoen. Het European Money Markets Institute (EMMI) – de private benchmarkbeheerder van zowel EONIA als EURIBOR – werkt een alternatief uit voor EURIBOR en zal op termijn stoppen met de publicatie van EONIA. Dit gebeurt in samenwerking met een private werkgroep ([working group on euro risk-free rates, WG RFR](#)) onder voorzitterschap van ING en ondersteund door de ECB. De ECB beheert en publiceert per 2 oktober 2019 een opvolger voor EONIA, namelijk de euro short-term rate (€STR).

EONIA

EONIA zal worden vervangen door €STR, een door de ECB samengestelde nieuwe benchmark. €STR is een ongedekte, ééndaagse (overnight) rente voor de euro. Net als EONIA wordt deze afgeleid uit de rente op korte leningen tussen banken onderling, maar ook uit de depositorente

¹⁷ Deze notitie kijkt alleen naar de cruciale benchmarks: EONIA en EURIBOR en laat andere benchmarks buiten beschouwing.

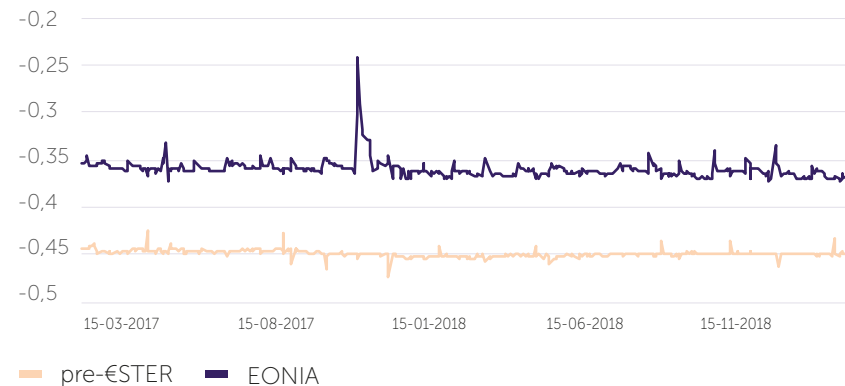
¹⁸ In 2012 werd bekend dat LIBOR rentes werden gemanipuleerd door banken die opzettelijk hogere of lagere rentes doorgaven. Zie hiervoor het [Wheatly Report](#) uit 2012 en [Hou et al, 2014](#).



die banken vergoeden aan andere kapitaalmarktpartijen, zoals geldmarktfondsen, verzekeraars en andere financiële ondernemingen. Door de benchmark niet alleen te baseren op interbancaire transacties, maar ook op transacties met andere partijen, zijn er genoeg transacties om deze benchmark een stevig fundament te geven. €STR is dan ook stabielere dan EONIA (Figuur 14).

Om de omschakeling van EONIA naar €STR te vereenvoudigen, wordt gedurende een overgangstermijn een vaste opslag bepaald om dit verschil te minimaliseren. €STR ligt circa 7-9 basispunten lager dan EONIA. Dat de rente lager is komt doordat de rente, naast interbancaire transacties, ook gebaseerd is op de rente die banken vergoeden op tegoeden die niet-bancaire partijen bij banken stallen. De rente hierop is lager dan de ECB-depositorente. Door tijdelijk een nieuwe EONIA vast te stellen op basis van €STR met een opslag worden de overgangsproblemen beperkt, al zal '€STR + opslag' zich iets anders gedragen dan EONIA. Deze "nieuwe" EONIA zal tot 3 januari 2022 dienst doen.

Figuur 14: €STR ligt structureel lager dan EONIA en is minder volatiel



ECB, bewerking AFM.

De transitie gaat
gepaard met financiële,
juridische en operationele
uitdagingen



Box 4 Wat zijn IBORs en hoe worden ze momenteel berekend?

Wanneer een index wordt gebruikt als referentieprijs voor een financieel product of financieel instrument, is er sprake van een benchmark. De gebruikte index wordt berekend aan de hand van een formule, bijvoorbeeld een gemiddelde van de quoteringen van een aantal marktpartijen.

In het geval van IBORs is de index gebaseerd op de rente die banken elkaar onderling rekenen. Bij EURIBOR geeft een panel van banken door hoeveel rente zij denken dat een bank op dat moment zou rekenen aan een andere bank als zij geld zouden uitlenen. De banken die meedoen aan het panel en deze data doorgeven treden op als contribuant. Deze data verstrekken de banken aan de beheerder van de benchmark. De benchmarkbeheerder is verantwoordelijk voor de administratie, berekening en publicatie van de benchmark. De daadwerkelijke berekening wordt door de benchmarkbeheerder vaak uitbesteed aan een benchmarkcalculator. Uiteindelijk zijn er partijen die de benchmark gebruiken, bijvoorbeeld in financiële contracten. Dit zijn de benchmarkgebruikers.

Schematisch kan het berekeningsproces en de betrokken partijen als volgt worden weergegeven:



Rekenvoorbeeld rentebenchmark EURIBOR

De EURIBOR benchmark is gebaseerd op het tarief dat banken elkaar in rekening brengen voor krediettransacties met looptijden van 1 week, 1 maand, 3, 6 en 12 maanden. De totstandkoming van EURIBOR is gebaseerd op een dagelijkse enquête gehouden onder banken gevestigd in voornamelijk de Eurozone (niet op daadwerkelijke transacties). Momenteel zitten er 18 banken in het panel. Op basis van de input van de banken berekent de benchmarkcalculator de EURIBOR rente voor de verschillende looptijden. Hierbij worden eerst de hoogste en laagste 15% van doorgegeven rentes geëlimineerd. Van de overgebleven rentes wordt het gemiddelde genomen. Onderstaand een versimpelde (fictieve) weergave.

Contribuant 1	-0,15
Contribuant 2	-0,10
Contribuant 3	-0,10
Contribuant 4	-0,10
Contribuant 5	-0,09
Contribuant 6	-0,08
Contribuant 7	-0,08
Contribuant 8	-0,06
Contribuant 9	-0,05

EURIBOR = - 0,087



EURIBOR

EURIBOR wordt in lijn gebracht met de vereisten uit de benchmark-verordening. EURIBOR kent momenteel een termijnstructuur, vanaf één week tot één jaar. Het uitgangspunt van de BMR is dat benchmarks zoveel mogelijk dienen te worden gebaseerd op daadwerkelijke transacties. Het is niet goed mogelijk om EURIBOR alleen op transacties te baseren vanwege een gebrek aan liquiditeit op de ongedekte geldmarkt waar EURIBOR momenteel aan refereert. EMMI heeft daarom een hybride model uitgewerkt, dat in beginsel wordt gebaseerd op daadwerkelijke transacties. Als voor de specifieke looptijd of markt echter geen transacties voor handen zijn dan zal de benchmark worden gebaseerd op transacties die daar wat betreft markt en looptijd bij in de buurt liggen. Daarnaast kan gebruik worden gemaakt van quoterings of het oordeel van een contribuant. In deze systematiek wordt EURIBOR dus nog steeds gedeeltelijk gebaseerd op oordeelsvorming door marktpartijen. Eerste schattingen van de hybride EURIBOR wijzen erop dat deze benchmark circa 1 tot 5 basispunten onder de bestaande EURIBOR zal liggen (EMMI, 2018). De aangepaste EURIBOR is inmiddels goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder (de Belgische FSMA).

Deze benchmark zal
circa 1 tot 5 basispunten
onder de bestaande
EURIBOR zal liggen



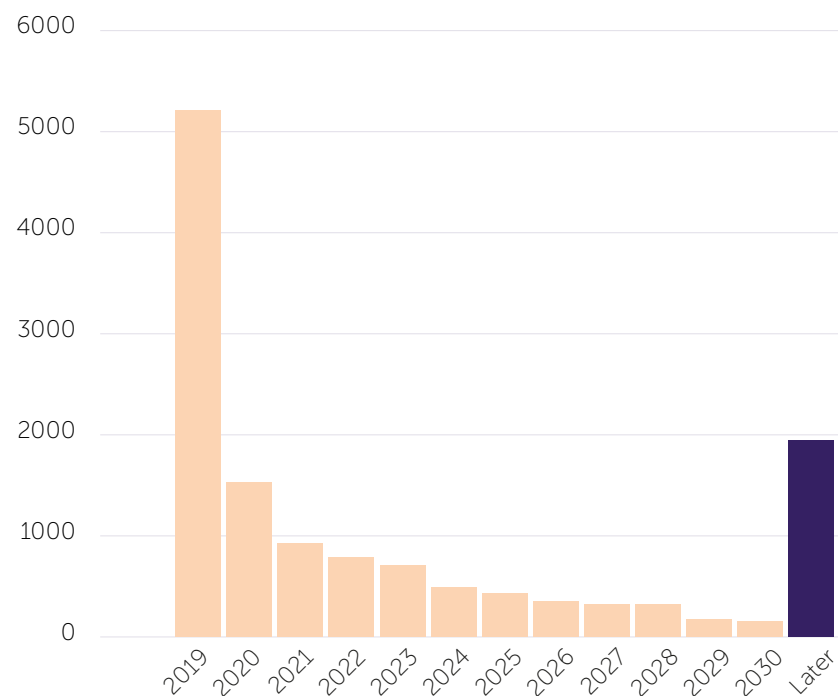
5.3 Gebruik van rentebenchmarks in Nederland

Financiële instellingen

Mede vanwege de omvangrijke pensioensector kent Nederland een grote markt voor rentederivaten die verwijzen naar EONIA of EURIBOR. Pensioenfondsen dekken zich met rentederivaten in tegen waardemutaties van pensioenverplichtingen als gevolg van renteveranderingen. De notionele waarde van deze rentederivaten (de nominale waarde van de onderliggende financiële instrumenten) bedraagt ruim 900 miljard euro en de marktwaarde is momenteel circa 25 miljard euro. Verzekeraars hebben ongeveer 475 miljard euro notioneel aan rentederivaten in portefeuille. Ook zij hebben er vanwege langetermijnverplichtingen belang bij zich in te dekken tegen een rentedaling. Tot slot hebben banken een notionele blootstelling op rentederivaten van circa 8500 miljard euro, maar de marktwaarde hiervan is veel kleiner dan bij pensioenfondsen. Banken gebruiken de rentederivatenmarkt voor het afdekken van risico's op de hypotheekportefeuille, maar ze zijn vooral actief als intermediair. Dit laatste houdt in dat ze rentederivaten aanbieden aan pensioenfondsen en andere niet-banken en de hieruit voortvloeiende posities afdekken op de interbancaire markt, zodat ze zelf geen positie hebben.

Van de op dit moment afgesloten rentederivaten loopt ongeveer 40 procent af na 2021 (Figuur 15). Dit deel van de rentederivaten dient dus in ieder geval te worden omgezet naar een nieuwe benchmark. Daar komen uiteraard nog de derivaten bij die komende tijd worden afgesloten en refereren aan de bestaande benchmarks.

Figuur 15: Aanzienlijk deel rentederivaten heeft looptijd tot na 2021



EMIR data, bewerking AFM



Niet-financiële bedrijven

De uitstaande schuld van kleine bedrijven (micro-, klein- en middenbedrijf) op basis van een IBOR bedraagt ongeveer 150 miljard euro. Het gaat hierbij om ongeveer 145.000 instrumenten en rond de 95.000 klanten. Het overgrote deel van de uitstaande schuld is op basis van EURIBOR. Daarnaast is een kleiner deel in LIBORs gedenomineerd.

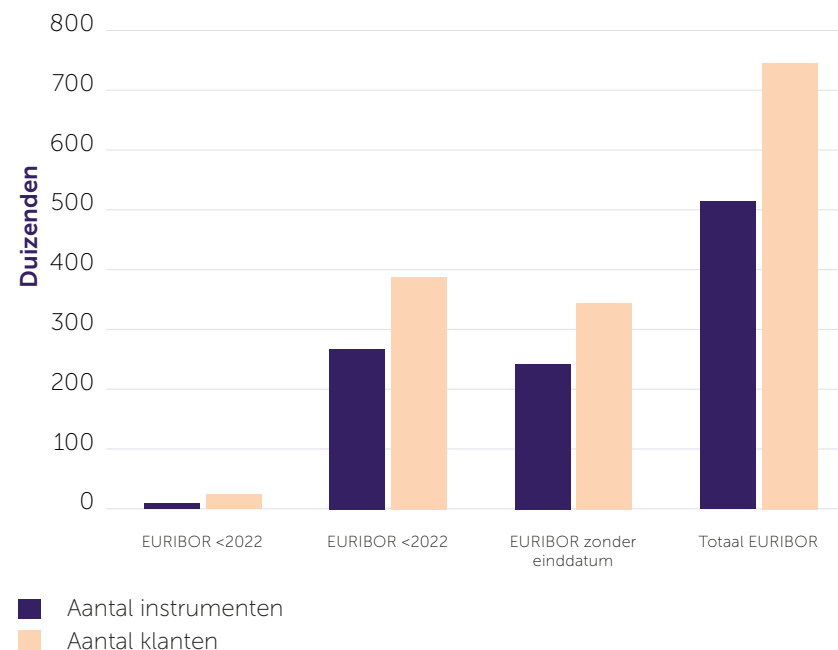
Het grootste deel van de totale uitstaande schuld van bedrijven op basis van EURIBOR loopt voor 2022 af. Van de circa 180 miljard euro aan uitstaande schuld op basis van EURIBOR loopt ongeveer 130 miljard euro voor 2022 af. Er zal dus nog ongeveer 50 miljard euro uitstaande schuld gestoeld zijn op EURIBOR na 1 januari 2022.

Consumenten

Bij consumenten spelen vooral de EURIBOR-hypotheek, waarvan 30 miljard euro uitstaande hypotheekschuld op EURIBOR is gebaseerd. De overgrote meerderheid van de uitstaande hypotheekschuld in Nederland is gebaseerd op een vaste rente. Hypotheken met een variabele rente zijn soms gebaseerd op EURIBOR. Dit gaat om ongeveer 500.000 hypotheek met een totale waarde van ongeveer 30 miljard (Figuur 16). Het overgrote deel van deze EURIBOR-hypotheek loopt door tot na 2021. Van de EURIBOR-hypotheek loopt slechts 2 miljard euro af voor 2022.

Figuur 16: Ongeveer 500.000 hypotheek zijn gebaseerd op EURIBOR

Hypotheek op basis van Euribor



Residential Real Estate data via DNB, bewerking AFM



5.4 Risico's

Voor de financiële sector en hun klanten ontstaan drie typen risico's: financieel, operationeel en juridisch risico. Bovendien kan, gezien de omvang van het gebruik van de IBORs, een stapeling van risico's uiteindelijk de financiële stabiliteit raken. Daarom is het belangrijk dat marktpartijen zich goed voorbereiden op een transitie naar alternatieve benchmarks.

Financieel risico

Financiële risico's zijn het grootst als een benchmark ophoudt te bestaan en er geen passende alternatieven voorhanden zijn. Voor EONIA is met €STR reeds een vervanger gevonden. De aangepaste EURIBOR is inmiddels goedgekeurd, maar er is nog geen benchmark met een termijnstructuur die als alternatief kan dienen.

Financiële risico's doen zich ook voor als de oorspronkelijke en vervangende referentierentes van elkaar verschillen. Dan zorgt dit verschil (de *spread*) ervoor dat, als er geen nadere afspraken worden gemaakt, één partij een voordeel behaalt ten koste van de andere partij. Een tijdelijke transitiemaatregel, zoals de aanpassing van de oorspronkelijke benchmark om dichterbij de vervanger te liggen, kan een oplossing bieden. Dit verkleint risico's op het moment van overgang en geeft partijen extra tijd om contracten aan te passen.

Operationeel risico

De operationele infrastructuur van de financiële sector, bedrijven en (semi-)publieke instellingen zal tijdig moeten worden aangepast. Dit geldt bijvoorbeeld voor de onderliggende risicomodellen, waarderingsmodellen en hedgingstrategieën. Hierbij zullen bijvoorbeeld alle verwijzingen naar EONIA of IBORs moeten worden geïdentificeerd en aangepast. De benodigde aanpassingen vergen naar verwachting enige implementatietijd. Bij financiële instellingen is het aanpassen van systemen vaak een tijdrovend proces. Daarmee bestaat het risico dat dit niet op tijd gereed zal zijn.

Juridisch risico

Het kan in de praktijk lastig zijn een groot aantal bestaande contracten aan te passen. In beginsel dienen contracten bilateraal te worden aangepast indien de benchmark wijzigt. Op korte termijn speelt dit vooral bij derivaten en andere contracten die verwijzen naar EONIA. Ook dienen contracten te beschikken over goede terugvalopties voor het geval een benchmark wegvalt of wijzigt. Dit speelt voor alle benchmarks. In het geval van derivaten, syndicaatleningen (leningen die worden verstrekt door een groep van banken) en securitisaties kunnen marktpartijen mogelijk terugvallen op momenteel in ontwikkeling zijnde internationale, generieke terugvalopties (zoals een modelcontract) die een groot aantal contracten in één keer ondervangen. Voor veel andere financiële producten, die ook gericht zijn op minder professionele partijen (o.a. huishoudens en MKB), ligt een internationale oplossing niet voor de hand vanwege nationale verschillen. Kredietverstrekkers zullen dan zelf met de klant om de tafel moeten. Het is daarbij zaak dat klanten van financiële instellingen niet ten onrechte nadeel ondervinden bij de overgang naar een nieuwe benchmark en dat zij de veranderingen goed begrijpen. Als weerslag hiervan bestaat voor financiële instellingen het risico op schadeclaims. Ook kan er onduidelijkheid zijn of een contract moet worden aangepast en volgens welke methode.

Systeemrisico

Gezien de waarde die gemoeid is met contracten die refereren aan de verschillende IBORs, en de systemen die er op gebouwd zijn, kan een problematische overgang naar nieuwe benchmarks uiteindelijk leiden tot systeemrisico's. Zo is het niet ondenkbaar dat onduidelijkheid over de juiste referentierente leidt tot claims tussen instellingen. Ook is het opdrogen van markten die verwijzen naar de IBORs in een situatie van onzekerheid een risico.

Ook de nieuwe en hervormde referentierentes kennen kwetsbaarheden. Voor zover rentebenchmarks nog steeds te maken hebben met een gebrek aan liquide en diepe onderliggende markten, kunnen deze onvoldoende robuust zijn. Het gebruik van deze benchmarks brengt in een omvangrijke markt mogelijke systeemrisico's met zich mee.



5.5 Conclusie

Financiële instellingen zijn zelf verantwoordelijk voor de keuze van de juiste benchmark en de aanpassingen die daarvoor nodig zijn. De transitie naar alternatieve referentierentes gaat gepaard met grote financiële, juridische en operationele uitdagingen en kan uiteindelijk ook leiden tot risico's voor het systeem als geheel. Nederlandse marktpartijen zullen zich dus tijdig moeten voorbereiden door bestaande contracten, risico- en waarderingsmodellen en hedgingstrategieën aan te passen en in nieuwe contracten rekening te houden met de nieuwe referentierentes.

De AFM volgt het proces op de voet, en let daarbij in het bijzonder op de omgang met de belangen van klanten. De AFM is met marktpartijen in gesprek over hun aanpak van de overgang naar nieuwe referentierentes (AFM, 2019). Daarbij is het van belang dat klanten op tijd dienen te worden geïnformeerd en contracten op een eerlijke en transparante wijze worden aangepast. Gezien het aantal klanten van kredietverstrekkers is aanbevelenswaardig om te bezien of generieke oplossingen kunnen helpen het proces te bespoedigen.

Nederlandse
marktpartijen zullen
zich tijdig moeten
voorbereiden

06

Digitalisering van de retail financiële dienstverlening



6.1 Inleiding

De steeds verdergaande digitalisering heeft veel invloed op alle aspecten van de financiële dienstverlening. De verwachting is dat steeds meer vormen van financiële dienstverlening opschuiven naar het digitale domein. In de vorige editie van Trendzicht is deze ontwikkeling in kaart gebracht ([AFM, 2018](#)). Sindsdien heeft er een aantal relevante ontwikkelingen plaatsgevonden die in deze analyse nader worden toegelicht.





In de retaildienstverlening is een groot deel van de klantreis digitaal geworden. Hoewel een adviesgesprek met een menselijke adviseur nog steeds een belangrijke rol speelt in de financiële dienstverlening, schuiven delen van de dienstverlening op naar het digitale domein. In de oriëntatiefase groeit de rol van digitale marketing. In de afsluitfase wordt de dienstverlening in toenemende mate digitaal of zelfs volledig automatisch, zoals het verzamelen van data over de klant. Ook in de nazorgfase is het doorlopende contact met klanten grotendeels digitaal geworden.

De AFM ziet deze opmars van digitalisering als positief, maar heeft aandacht voor de risico's. Enerzijds zijn financiële diensten in het digitale domein altijd beschikbaar, zijn informatie en producten persoonlijk op de klant af te stemmen en is de drempel voor doorlopend contact laag. Dit brengt gemak met zich mee, lagere kosten en mogelijkheden voor een betere aansluiting tussen vraag en aanbod. Anderzijds roept toenemende digitalisering uit toezichtperspectief ook vragen op, bijvoorbeeld over het ethisch gebruik van data, het uitvragen van informatie over de klant en het presenteren van informatie.

De ontwikkelingen met betrekking tot digitalisering voltrekken zich in een hoog tempo, waardoor de AFM doorlopend nieuwe mogelijkheden en risico's in kaart brengt. Om de risico's in kaart te brengen schetsen we de verschillende fasen van het beslisproces waar de consument doorheen gaat bij het kopen van een financieel product, welke mogelijkheden digitalisering biedt in de verschillende fasen van dit proces en tot welke risico's dit leidt.

De AFM ziet de opmars van digitalisering als positief, maar heeft aandacht voor de risico's



6.2 Digitalisering en de klantreis bij het afsluiten van financiële producten

Consumenten lopen een beslisproces van vijf fases door als zij financiële dienstverlening afnemen: probleem herkennen, informatie zoeken, alternatieven evalueren, keuze maken, en beslissing evalueren. We beschrijven hieronder de belangrijkste aandachtspunten met betrekking tot de invloed van digitalisering per stap in dit keuzeproces (Figuur 17). Merk op dat de verschillende fases in de praktijk vaak door elkaar heen lopen; de indeling geeft niettemin gelegenheid het beslisproces beter te doorgronden.

Figuur 17: Beslisproces van consumenten en uitwisseling met de instelling bij digitale dienstverlening



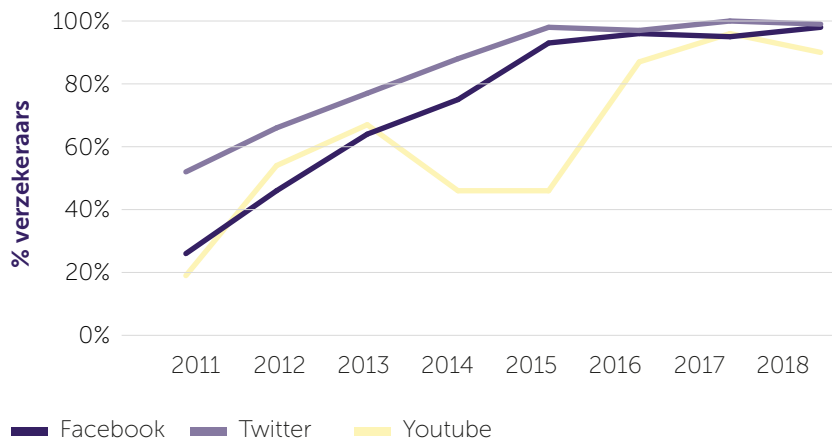


I. Probleem herkennen

Het keuzeproces begint bij de probleemherkenning door de consument. Pas als de consument een probleem ervaart, gaat hij op zoek naar een oplossing. In dit geval een financieel product of dienst. Aanbieders proberen in deze fase de consument te beïnvloeden met behulp van advertenties. Adverteren verschuift al enige jaren naar digitale kanalen, waaronder social media (Deloitte, 2018).

Het gebruik van social media door financiële instellingen is in de afgelopen jaren gemeengoed geworden. Waar tot 2010 minder dan de helft van de instellingen actief was op sociale media, is tegenwoordig praktisch iedere instelling op een of meerdere kanalen actief (zie bijvoorbeeld Figuur 18 voor de activiteiten van verzekeraars).

Figuur 18: Vrijwel alle verzekeraars zijn tegenwoordig actief op social media



Bron: ITDS SOME rapportages, 2019

Het vergaand personaliseren van advertenties kan tot ongewenste situaties leiden. Online advertenties bieden de mogelijkheid om de advertenties op de persoon af stemmen. Het is bijvoorbeeld mogelijk om mensen die waarschijnlijk een huis gaan kopen of die net getrouwd zijn te selecteren als doelgroep. Dit kan tot meer passende reclame leiden. Het risico is dat de techniek ook voor onwenselijke doeleinden gaat worden gebruikt. Bijvoorbeeld door te zorgen dat advertenties voor krediet worden getoond aan consumenten die makkelijk beïnvloedbaar, statusgevoelig en/of vatbaar voor overkreditering zijn.¹⁹

Box 5 De invloed van digitalisering op internationalisering

Een overkoepelend risico van digitalisering is toezichtarbitrage. Op basis van de huidige Europese regelgeving mogen financiële producten worden aangeboden vanuit een andere EU-lidstaat. Dankzij digitalisering is het mogelijk om diensten in een ander land aan te bieden zonder lokale fysieke aanwezigheid, waardoor de drempel om van deze mogelijkheid gebruik te maken is verlaagd. Het risico op toezichtarbitrage is hiermee actueel (dit risico is ook aanwezig op de kapitaalmarkten, zie Box 2). Aanbieders kunnen bijvoorbeeld kiezen om diensten te verlenen vanuit een lidstaat met een kleine thuismarkt en/of een lichter toezichtregime. De invloed op consumenten in andere lidstaten kan hierdoor groot zijn. Zij kunnen worden geconfronteerd met aanbieders of producten uit het buitenland, waar andere regels gelden en een ander beschermingsniveau wordt gehanteerd dan in het thuisland van de consument gebruikelijk is. Voorbeelden op de Nederlandse markt waren aanbieders van flitskrediet en contracts for difference (CfD). Bovendien staan deze buitenlandse aanbieders onder toezicht in hun thuisland, waardoor de toezichthouder in het land van de consument minder effectief kan optreden in het geval van misstanden.

¹⁹ Het is online bijvoorbeeld mogelijk om te *targeten* op basis van inkomen, interesse in waardevolle goederen of online gokspellen (of een combinatie daarvan).



II. Informatie zoeken

Als de consument een probleem heeft erkend, gaat deze op zoek naar meer informatie over een of meerdere producten. De klant verplaatst zich nu naar een beslisomgeving die wordt beheerst door de instelling. De instelling bepaalt hier zelf welke informatie de klant te zien krijgt en op welke manier. De instelling kan dit baseren op data over de klant die zij rechtmatig tot haar beschikking heeft. De manier waarop de klant de informatie te zien krijgt, is van belang omdat de klant vanuit deze omgeving snel kan overgaan tot een aankoopbeslissing. De informatie dient accuraat en compleet te zijn en de klant in staat te stellen een passende beslissing te nemen. In dit kader is ook de toenemende relevantie van het mobiele kanaal van belang. Consumenten kunnen via advertenties op bijvoorbeeld social media direct doorklikken naar de digitale beslisomgeving van de instelling. Deze laagdrempeligheid, in combinatie met de kleine schermen van mobiele apparaten, maakt de presentatie van de informatie des te belangrijker. Overigens wint de rol van data in alle stappen van de dienstverlening aan belang, zie Box 6.

Onderdeel van deze stap in het beslisproces kan het bezoeken van een vergelijkingssite zijn. Vergelijkingssites zijn thans de belangrijkste bron voor consumenten die zich oriënteren op een nieuwe verzekering ([Verbond van Verzekeraars, 2017](#)). Op een vergelijkingssite wordt een overzicht van beschikbare alternatieven getoond, al dan niet op basis van specifieke informatie van de klant. Consumenten kunnen daardoor gemakkelijk veel alternatieven vergelijken op basis van de criteria die zij belangrijk vinden. Het risico is hierbij dat niet duidelijk is in hoeverre de vergelijkingssite objectief is, of er uitsluitend op basis van producteigenschappen wordt gesorteerd of dat er ook advertentiemogelijkheden zijn om (ogenschijnlijk) hoog in de lijst te verschijnen. Een ander risico is dat aanbieders hun producten (cosmetisch) zo aanpassen dat ze hoger in de lijst verschijnen.

Box 6 De toenemende rol van data in de financiële dienstverlening

Een overkoepelende uitdaging in de gehele keten van de financiële dienstverlening is de toenemende rol van data. Om klanten te kunnen bedienen is veel informatie nodig over hun wensen en financiële mogelijkheden. Het verzamelen van deze informatie is bij uitstek een aspect van de financiële dienstverlening dat door digitalisering aan verandering onderhevig is. Veel innovaties in de financiële dienstverlening hebben dan ook met (het verzamelen van) data te maken. Voor kwantitatieve data (bijvoorbeeld over de financiële positie van de klant) kunnen databronnen in toenemende mate automatisch worden ontsloten, waardoor zowel de klant als de financiële dienstverlener worden ontzorgd. Bovendien kan er gebruik worden gemaakt van data die wordt verzameld uit online gedrag. Ook met betrekking tot het verzamelen van kwalitatieve informatie over de klant vindt er innovatie plaats. Zo ontstaan nieuwe mogelijkheden om de wensen, risicobereidheid of kennis van de klant vast te leggen, terwijl dit traditioneel door persoonlijk contact met de adviseur werd gedaan. Daarbij biedt deze data de mogelijkheid producten beter op de klant af te stemmen, doorlopend contact te onderhouden met de klant en klanten beter te informeren.

Ook buiten het directe klantcontact vinden innovaties met data plaats. In de bedrijfsvoering van financiële instellingen ontstaan er nieuwe mogelijkheden als gevolg van de beschikbaarheid van grote hoeveelheden data en de mogelijkheid om deze data te combineren en analyseren. Verzekeraars verwachten bijvoorbeeld in de komende jaren meer gebruik te maken van externe databronnen en AI-toepassingen. Verzekeraars maken reeds gebruik van interne data, en verwachten in de komende drie jaar meer gebruik te maken van data over betaalbedrag, data van de Kamer van Koophandel, UWV en IoT (Internet of Things) data ([AFM/DNB, 2019](#)). Met name betaalddata wordt door veel verzekeraars naar verwachting binnen drie jaar ingezet.



Verzekeraars verwachten deze data voornamelijk in te zetten voor het verbeteren van de premiebepaling en fraudebestrijding. Bovendien wordt met deze data een toename van geavanceerde AI-toepassingen verwacht. De AFM vindt het bij deze toepassingen van belang dat voor consumenten begrijpelijk is welke data zij delen, hoe deze data wordt verwerkt en dat uitkomsten van geavanceerde datatoepassingen uitlegbaar zijn. Ook in het vermogensbeheer ligt de omgang met data ten grondslag aan concepten als (semi-)automatisch vermogensbeheer. Tot slot vindt in de gehele sector innovatie op het gebied van compliance plaats onder de noemer *regtech*, bijvoorbeeld door rapportages voor de toezichthouder te automatiseren.

De toenemende rol van data gaat gepaard met risico's met betrekking tot informatiebeveiliging en cyberveiligheid. Financiële instellingen beschikken over een grote en groeiende hoeveelheid klantdata. Dankzij de beschikbaarheid van deze data is het mogelijk om delen van het bedrijfsproces te automatiseren. Dit creëert nieuwe mogelijkheden maar ook nieuwe risico's, zoals datalekken, storingen of aanvallen van buitenaf. Hierdoor is informatiebeveiliging, toegankelijkheid van de systemen en beschikbaarheid van de dienstverlening van groeiend belang. Daarnaast besteden veel instellingen delen van hun IT-processen uit. Dit betreft niet alleen het gebruik van cloudproviders, wat bij veel financiële instellingen voorkomt, maar kan ook gaan om het beheer en onderhoud van software en IT-systemen. Het risico hiervan is dat de feitelijke uitvoering bij een derde partij ligt, terwijl de verplichtingen uit hoofde van de Wft rusten op de vergunninghoudende instelling.

Het toenemende belang en gebruik van data heeft ook zijn weerslag op de regelgeving en het toezicht. Er zijn al nieuwe wetten van kracht waarbij de omgang met data centraal staat, zoals de Algemene Verordening Gegevensbescherming (AVG) en de *Payment Services*

Directive 2 (PSD2). Hoewel de AFM niet bij al deze wetten de aangewezen toezichthouder is, heeft het toenemende gebruik van data wel invloed op de toezichthoudende taak van de AFM. De AFM houdt bijvoorbeeld, samen met DNB, toezicht op de beheersing van processen en systemen van financiële instellingen. De AFM heeft in dit kader onder andere principes voor informatiebeveiliging gepubliceerd die ondernemingen kunnen hanteren. De verwachting is dat de wetgeving op het gebied van de omgang met data en cyberbeveiliging verder wordt ontwikkeld.

III. Evalueren alternatieven

De verzamelde klantgegevens worden omgezet in een advies of productaanbod, dat door de klant wordt geëvalueerd. In deze fase heeft de financiële instelling tot doel een volledig beeld te krijgen van de klant om verschillende alternatieven te kunnen bieden. Dit beeld is gebaseerd op data die de instelling actief heeft ingewonnen bij de klant en/of op data die de klant al dan niet bewust digitaal achterlaat en door de instelling geïnterpreteerd wordt. Nadat deze data verwerkt is door de instelling, wordt het omgezet in een advies of een aanbod voor één of meerdere producten.

In deze fase is het onderscheid tussen *execution only* en advies dienstverlening van belang. De informatie die de aanbieder moet verzamelen verschilt per type dienstverlening. In het geval van *execution only* worden instellingen geacht vast te stellen dat de kennis en ervaring van de klant voldoende is om te garanderen dat hij zelfstandig een afweging kan maken tussen verschillende alternatieven. Een *execution only* partij draagt hier zorg voor door data in te winnen over de kennis en ervaring van de klant via de zogeheten kennis- en ervaringstoets. Een instelling die advies geeft over verschillende alternatieven moet data inwinnen over meerdere onderdelen. In dit geval vraagt een adviserende instelling naar de financiële positie van de klant, risicobereidheid, doelstellingen, kennis en ervaring en weegt dit mee in het advies. Een digitale omgeving zal, net als de menselijke adviseur, gerichte



vragen moeten stellen aan de consument om al deze informatie te verzamelen en te beoordelen of de consument alle gepresenteerde informatie begrijpt. Dit gaat gepaard met uitdagingen, bijvoorbeeld als het gaat om het vaststellen van kwalitatieve elementen. Op het gebied van het vaststellen van risicobereidheid is bijvoorbeeld geconstateerd dat er bij de tot nu toe gehanteerde methodes nog ruimte voor verbetering is (AFM leidraad voor invulling van de zorgplicht bij semi-automatisch vermogensbeheer; Van der Meeren et al, 2019). Daarnaast kan het voor consumenten in een online omgeving onduidelijk zijn met wat voor type dienstverlening ze te maken hebben en welke rechten ze daaraan kunnen ontleenen.

Voornamelijk *execution only* dienstverlening vindt digitaal plaats, adviesdienstverlening in mindere mate. *Execution only* dienstverlening vindt in de regel digitaal plaats, waardoor de kennis- en ervaringstoets ook digitaal moet worden afgenomen. Volledig digitale adviesdienstverlening komt nog niet veel voor, mede vanwege de bovengenoemde uitdagingen. Er zijn overigens sterke verschillen per productgroep. Zo komt *execution only* dienstverlening bij beleggen vaak voor, terwijl hypotheek voornamelijk met een advies van een menselijke adviseur worden afgesloten (AFM, 2017, 2018). Als er sprake is van dienstverlening door een menselijke adviseur, maakt deze doorgaans wel gebruik van adviessoftware (een verzameling van tools voor klantbeheer, klantcontact, vergelijken van producten, doorrekenen van producten en afsluiten van producten). Zodoende is bij adviesdienstverlening dit deel van de dienstverlening (het contact tussen de aanbieder en de adviseur) sterk gedigitaliseerd, maar verloopt het uiteindelijke klantcontact via de menselijke adviseur. Niettemin is de kwaliteit van deze software daardoor van groot belang voor de kwaliteit van het advies (zie de fase 'Keuze maken'). Bovendien zijn er ook bij deze dienstverlening mogelijkheden om delen van het klantcontact te digitaliseren, bijvoorbeeld door de consument via een klantportaal inzicht te

geven in zijn dossier en/of de mogelijkheid te bieden zelf wijzigingen aan te brengen of nieuwe producten af te sluiten. Deze mogelijkheden verschijnen in de markt met name bij de grotere advieskantoren. Er is daarnaast een klein aantal partijen dat volledig digitaal advies op de markt brengt. De verwachting is dat dit type digitale dienstverlening in de toekomst vaker voor zal komen en ook voor andere producten zal worden (door)ontwikkeld.

In deze fase kan *dynamic pricing* worden toegepast, maar dit lijkt nog niet veel voor te komen. Op basis van specifieke informatie over de consument, al dan niet gecombineerd met informatie die de instelling zelf al heeft over de klant, is het in een digitale omgeving mogelijk prijzen tot op individueel niveau te differentiëren. Met betrekking tot verzekeringen kan dit leiden tot grote premieverschillen of risicogroepen die in het geheel niet meer verzekerd kunnen worden. Vooralsnog zijn er echter geen aanwijzingen binnen de verzekeringssector dat *dynamic pricing* een wijdverbreid fenomeen is (AFM/DNB, 2019).²⁰

IV. Keuze maken

Nadat de instelling de benodigde data verzameld heeft, wordt deze data verwerkt en omgezet in de presentatie van een advies of productaanbod. Tijdens de visualisatie hiervan is het van belang dat het advies of product op een begrijpelijke wijze aan de klant wordt gepresenteerd. De klant moet als hem of haar advies is verleend begrijpen hoe het product werkt, wat de voorwaarden zijn en wat hij kan verwachten van de nazorg na het afsluiten van de dienst of de koop van het product. Het is aan de instelling om vast te stellen of dit het geval is op het moment van afsluiten. Digitalisering biedt veel mogelijkheden om dit op een gepersonaliseerde manier te doen, door bijvoorbeeld de belangrijkste informatie voor een bepaalde klant te benadrukken. Het risico ontstaat dat het vanwege de afstand lastiger wordt voor de dienstverlener om te verifiëren dat de klant het aanbod begrepen heeft.

²⁰ De [solidariteitsmonitor](#) van het Verbond van Verzekeraars biedt inzicht in de ontwikkeling van premieverschillen. Uit het meest recente rapport blijkt dat de premieverschillen bij particuliere inboedel-, opstal- en aansprakelijkheidsverzekeringen zijn toegenomen, maar bij de WA-verzekeringen voor motorrijtuigen en de overlijdensrisicoverzekering is dit niet het geval. Aangezien de solidariteitsmonitor een recente publicatie is met tot nu toe twee meetpunten, is het nog niet mogelijk om hieruit trends te identificeren. Bovendien geeft de solidariteitsmonitor geen inzicht in de oorzaken van de premieverschillen, waardoor de vraag of *dynamic pricing* tot grotere premieverschillen leidt, niet kan worden beantwoord.



Voor het vergelijken van de alternatieven en het maken van een keuze kan de instelling gebruik maken van adviessoftware. Adviessoftware helpt adviseurs om het landschap van producten en aanbieders in kaart te brengen en de effecten van financiële beslissingen door te rekenen. De mogelijkheden en daarmee de rol van deze software in de kwaliteit van de dienstverlening nemen steeds verder toe, ook als het gaat om persoonlijke (d.w.z. niet digitale) dienstverlening. Zo kan de adviseur met behulp van deze software steeds meer soorten data die benodigd zijn voor het afsluiten van een financieel product automatisch verzamelen en uitwisselen met partners binnen de financiële keten. Een voorbeeld is het digitaal uitwisselen van het taxatierapport met de aanbieder van de hypotheek. Tegelijk blijft de verantwoordelijkheid voor de dienstverlening bij de financieel adviseur liggen; de (ontwikkelaar van) adviessoftware valt niet onder toezicht. Daarom vindt de AFM het van belang dat adviseurs zich verdiepen in de mogelijkheden en beperkingen van de software en hierover ook feedback geven aan ontwikkelaars. Een vergelijkbaar argument kan worden gemaakt voor software die wordt gebruikt in beleggings- en pensioengerelateerde dienstverlening.

V. Beslissing evalueren

Digitale kanalen maken het onderhouden van contact na het afsluiten van een product laagdrempeliger, maar kunnen ertoe leiden dat klanten op onwenselijke wijze worden beïnvloed. In de evaluatiefase evalueert de consument of het gekozen product nog passend is bij de situatie. De aanbieder speelt hier ook een rol bij en staat bij een aantal producten doorlopend in contact met de klant. Door middel van e-mail of apps is dit in een digitale omgeving eenvoudiger dan voorheen. Dit is in de basis positief, omdat het voor bijvoorbeeld een adviseur veel laagdrempeliger is om contact met klanten te onderhouden en te signaleren wanneer de omstandigheden vragen om een aanpassing van hun product. Tegelijk ontvangt de instelling hiermee ook doorlopend data over het gedrag van de klant dat weer voor marketingdoeleinden kan worden ingezet. Hiermee ontstaat het risico ontstaat dat de klant doorlopend kan worden verleid om nieuwe producten af te sluiten. *Gamification* is een voorbeeld van

een methode om klanten constant betrokken te houden. Dit kan zowel in het belang van de klant worden ingezet als op manieren die de AFM niet wenselijk vindt (AFM, 2019).

6.3 Conclusie

De AFM beschouwt de invloed van digitalisering op de sector voornamelijk als positief. Digitalisering kan de financiële dienstverlening verbeteren. Dankzij digitalisering is het makkelijker om een financieel product af te sluiten, kan de dienstverlening persoonlijker worden aangeboden en ontstaan er nieuwe mogelijkheden om in contact te blijven met klanten.

Digitalisering gaat echter ook gepaard met risico's. Een prominent risico bij verdere digitalisering in de retail financiële dienstverlening is dat het toenemende gemak bij het afsluiten van financiële producten en de personalisering van financiële producten tot niet-passende producten voor consumenten leiden. De mogelijkheid om consumenten fijnmazig te kunnen targeten en de mogelijkheid om in te spelen op biases in de besluitvorming spelen hierbij een grote rol. Met name aan de randen van de gereguleerde financiële sector zijn de risico's van digitalisering goed zichtbaar. Zo zijn crypto's een goed voorbeeld van hoe consumenten ertoe worden aangezet om tot aanschaf over te gaan op basis van beperkte informatie en zien we bij bijvoorbeeld binaire opties en CfDs hoe consumenten worden aangezet om te blijven handelen. De AFM blijft de ontwikkelingen monitoren, spreekt regelmatig partijen die nieuwe (digitale) dienstverlening op de markt brengen en geeft in diverse beleidsuitingen aan wat zij van de markt verwacht.²¹

Deze kansen en risico's vormen onderdeel van het raamwerk waarmee de AFM naar nieuwe ontwikkelingen kijkt. Binnen het wettelijk kader en de uitleg van de AFM daarvan in de vorm van eerder gepubliceerde leidraden, heeft de AFM aandacht voor de mate waarin nieuwe dienstverleningsconcepten in het klantbelang zijn en voor de mate waarin de risico's bij deze concepten van toepassing zijn.

²¹ Waaronder de leidraad semiautomatisch vermogensbeheer, de visie op roboadvies, het handboek online dienstverlening en de principes voor informatiebeveiliging.



Heeft u vragen of opmerkingen over dit rapport?

Stuur een email naar redactie@afm.nl



Autoriteit Financiële markten

Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam

Telefoon

020 797 2000

www.afm.nl →

Volg ons:



© Copyright AFM 2019
alle rechten voorbehouden