



Trendzicht

November 2023



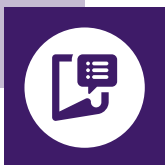
Lees verder



Inhoud

Inleiding	3
01 Financiële dienstverlening	11
02 Kapitaalmarkten	22
03 Assetmanagement	30
04 Verslaggeving en accountantsorganisaties	38





Inleiding



Trendzicht gaat in op belangrijke trends en risico's in de financiële sector.

Trendzicht biedt achtergrond, verdieping en samenhang bij relevante toezicht-onderwerpen. Het vroegtijdig signaleren en begrijpen van veranderingen in de sector draagt bij aan een risicogestuurde, 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 de hoofdstukken 1 tot en met 4 worden voor onze vier toezichtgebieden – Financiële dienstverlening, Kapitaalmarkten, Assetmanagement en Verslaggeving en Accountantsorganisaties – de belangrijkste trends en risico's uiteengezet. Bij de publicatie van Trendzicht 2024 horen twee verdiepende analyses over (i) het inrijzen van klimaatrisico's op de woningmarkt en (ii) algoritmische collusie op kapitaalmarkten. Deze verdiepende analyses worden los gepubliceerd.

Trends

Algemene ontwikkelingen

De economische groei valt terug, met hardnekkige inflatie en stijgende rente als belangrijke oorzaken. In 2022 liep de inflatie sterk op door forse prijsstijgingen van energie. Wereldwijd hebben centrale banken met verkrappend monetair beleid ingegrepen om de inflatie te matigen, maar met name de kerninflatie heeft zich nog niet laten beteugelen. De verwachting is dat in 2023 en 2024 de inflatie nog ruim boven de inflatiedoelstelling van de ECB van 2% uitkomt. Ondertussen is er in Nederland sprake van een lichte recessie, doordat de groeicijfers van het eerste en tweede kwartaal van 2023 net onder de nul lagen. Naar verwachting groeit de Nederlandse economie over heel 2023 met 0,7% en in 2024 met 1,4%, terwijl de arbeidsmarkt krap blijft.¹ Deze lichte economische groei is echter kwetsbaar voor

tegenvallende economische groei van wereldeconomieën als de VS en China en geopolitieke spanningen.

Overheidsingrijpen hebben de financiële gevolgen van de hoge inflatie en rentestijgingen voor Nederlandse huishoudens vooralsnog beperkt, maar waakzaamheid is geboden.

De kwetsbaarheid van de economie vertaalt zich door in de financiële positie van huishoudens. Huishoudens voelen de hoge inflatie in de portemonnee, onder andere door duurdere boodschappen en gestegen energiekosten. De overheid neemt maatregelen om de gevolgen hiervan te dempen, vooral voor de huishoudens met lage inkomens. Hiermee wordt de verwachte stijging van het aantal mensen in armoede voorlopig voorkomen. De zorg voor kwetsbaren blijft echter groot en heeft dan ook de aandacht van toezichthouders en beleidsbepalers. Op de kredietmarkten is het beeld vooralsnog stabiel. Hypotheekrentes staan grotendeels voor langere tijd vast en de huizenprijzen passen zich vooralsnog zonder grote schokken aan de nieuwe renteniveaus aan. Indicaties van oplopende betalingsproblemen bij consumptief of hypothecair krediet zijn vooralsnog niet of nauwelijks aanwezig. Alleen een stevige economische terugval zou dit beeld verslechteren, maar die wordt op dit moment nog niet voorzien.

Binnen de financiële sector hebben de hoge inflatie en stijgende rente stevige impact op verdienmodellen en de financiële waardering van activa. De stijging van de beleidsrentes van centrale banken doet de rentes op staatsobligaties en bedrijfsobligaties meestijgen. De overgang van de rente naar hogere niveaus betekent in het algemeen een gezonder verdienmodel voor veel financiële ondernemingen. Ook leidt het tot een robuuster financieel systeem omdat het minder prikkelend bevat om via risicovolle activiteiten op zoek te gaan naar rendement. De overgang naar hogere renteniveaus zorgt echter ook voor een waardevermindering van de uitstaande schuld. Hierdoor worden met name houders van vastrentende waarden geraakt. De verwachte waarde van ondernemingen die drijven op de belofte van hun

¹ 'Macro Economische Verkenning', CPB, september 2023.



groeipotentieel (zoals startups in de techsector) neemt af, terwijl financiering tegen zeer lage rentes niet meer mogelijk is. Met de aanhoudende inflatie, toenemende rente, onzekerheid op kapitaalmarkten en hoge snelheid van nieuwsverspreiding is het voorstelbaar dat dit de komende periode leidt tot abrupte koersschommelingen en liquiditeitsproblemen.

Digitalisering

De ontwikkelingen in kunstmatige intelligentie (AI) gaan razendsnel en creëren kansen en risico's voor de financiële sector. De toepassingen van AI (bijvoorbeeld Large Language Models, zoals ChatGPT) gaan een steeds grotere impact hebben op maatschappij en economie en dus ook op de financiële sector. In het algemeen kan AI bijdragen aan het efficiënter maken van de financiële sector door allerlei administratieve, dataverwerkingstaken en risicobeheersingstaken uit handen te nemen. Daarnaast kan AI gebruikt worden voor directe dienstverlening in de vorm van adviesdiensten, het bedenken en uitvoeren van handelsstrategieën, het personaliseren van prijzen voor kredieten en verzekeringen, het uitvoeren van gerichte marketingcampagnes, enzovoort. Het gebruik van AI kan ook risico's met zich meebrengen, bijvoorbeeld wanneer het onduidelijk is hoe een AI-model tot een bepaalde uitkomst komt. Ook kan personalisatie met behulp van AI ertoe leiden dat bepaalde consumenten op basis van het gehanteerde algoritme worden gediscrimineerd of uitgesloten van de markt. Het is belangrijk dat financiële instellingen voldoende beheersmaatregelen treffen om de risico's van de inzet van algoritmes te verkleinen en de uitkomsten van AI-modellen uit te kunnen leggen. De in ontwikkeling zijnde Europese AI-verordening zal meer aangrijpingspunten gaan bieden om de in potentie grote impact van AI in goede banen te leiden, maar loopt hoogstwaarschijnlijk ook direct achter bij de voortschrijdende technologische mogelijkheden.

De digitalisering en platformisering² van de financiële sector zetten in gestaag tempo door. Denk hierbij in de eerste plaats aan de verweving van de financiële sector met (grote) techbedrijven. De verwevenheid van grote techbedrijven leidt vaak tot lagere kosten en grotere efficiëntie, maar ook zorgt ook voor meer afhankelijkheid en concentratierisico's, kwetsbaarheden zoals digitale criminaliteit en tot verminderde aangrijpingspunten voor toezicht. Ook de cryptomarkt blijft in beweging. Van

de komst van de nieuwe crypto-regelgeving Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) kan een legitimerende werking uitgaan, die ten onterechte de indruk wekt dat crypto's minder risicovol zijn (*cryptowashing*) wat tot hernieuwde belangstelling van consumenten (en malafide partijen) kan leiden. De ontwikkeling van de achterliggende techniek (*distributed ledger technology*, DLT) probeert nog altijd de belofte in te lossen in de vorm van een verschuiving van het traditioneel gecentraliseerde financiële systeem naar een *peer-to-peer* financieel systeem (*decentralised finance*, DeFi). Vooralsnog draagt DeFi ook meerdere traditionele financiële risico's in zich en worden deze verder versterkt door het internationale decentrale karakter en de verhoogde complexiteit van de onderliggende technologie.

Verduurzaming

Het behalen van de klimaatdoelen uit het Akkoord van Parijs staat onder druk.³

Dit leidt ertoe dat de risico's van klimaatverandering, waaronder extreem weer, zeespiegelstijging en biodiversiteitsverlies verder toenemen. In Nederland betekent dat onder andere toenemende financiële schade als gevolg van verdroging, overstromingen en extreem weer. Veel van dit soort schade is onverzekerbbaar, wat tot grote financiële risico's voor huishoudens en ondernemingen kan leiden. De maatschappelijke bewustwording hiervan moet nog grotendeels op gang komen (zie ook de Verdieping "Het inprijken klimaatrisico's op de woningmarkt").

De maatschappelijke en politieke wens groeit om financiële markten vaart te laten maken met de duurzaamheidstransitie.

De vraag naar groene (beleggings) producten neemt toe. Dit leidt tot sterke prikkels in de markt om hieraan tegemoet te komen. Een golf aan nieuwe duurzaamheidsregelgeving ontrolt zich. Deze regelgeving richt zich voornamelijk op het verbeteren van transparantie over duurzaamheidsrisico's en -impact, en de aansluiting van financiële producten bij de duurzaamheidswensen van klanten. Voor de transitie is vertrouwen in het label 'groen' namelijk cruciaal. Dit geldt ook voor de risico's van net-zero-claims van uitgevende instellingen en nieuwe trends zoals vrijwillige carbon markten.⁴ Vroegtijdig ingrijpen en bijsturen door beleidsbepalers en toezichthouders voorkomt onduidelijkheid.⁵

2 Platformisering is het aanbieden van financiële producten en diensten via online platformen.

3 Zie bijvoorbeeld: 'AR6 Synthesis Report Climate Change 2023', IPCC, maart 2023.

4 Zie bijvoorbeeld: 'Voluntary Carbon Markets', AFM, april 2023.

5 Zie bijvoorbeeld: 'Leidraad duurzaamheidsclaims', AFM, oktober 2023.



Vooralsnog loopt de duurzaamheidstransitie achter op het gewenste tempo. Op allerlei terreinen binnen de financiële sector is de druk op de verduurzaming groot, maar zijn er ook zorgen over de snelheid waarop de duurzaamheidstransitie doorzet. Assetmanagers zijn voorzichtig met het classificeren van hun fondsen, doordat er nog onvoldoende duidelijke regelgeving over duurzaamheidsclassificaties bestaat. Onder andere uitgevende instellingen en accountants krijgen te maken met nieuwe Europese verslaggevingsregelgeving (CSRD), maar beschikbare duurzaamheidsdata schieten vaak nog tekort voor de rapportagevereisten. Een ander vraagstuk is het vinden van de optimale balans tussen financieel rendement en ESG-impact van beleggingen. De wijze waarop duurzame beleggingen worden gepresenteerd, sluit onvoldoende aan op de motivaties van consumenten om duurzaam te beleggen. Hierdoor kunnen consumenten moeilijk bepalen welke duurzame belegging aansluit bij hun voorkeuren. Wanneer daadwerkelijk prioriteit aan ESG-doelen wordt gegeven, vraagt dit om transparantie bij het informeren van beleggers. Want de verwachtingen mogen dan hoog zijn, de reële impact op verduurzaming is vaak lastig te meten. Ook draagt de voortdurende groei van passief beleggen, onder druk van schaalvergroting en kostenbesparing, niet bij aan een stevig engagement richting vervuilende ondernemingen. Al met al verkleint elke vertraging de kans op een spoedige en ordelijke transitie naar een duurzame economie.

Internationalisering

Financiële dienstverlening krijgt in toenemende mate een internationaal karakter, wat grensoverschrijdende risico's met zich meebrengt. De Nederlandse financiële markten zijn aantrekkelijk voor buitenlandse partijen. Gedreven door digitalisering zien we een toename van grensoverschrijdende financiële dienstverlening. Naast de positieve effecten van een toename van het aanbod en een grotere diversiteit aan aanbieders, leidt het grensoverschrijdende karakter van financiële markten tot grensoverschrijdende risico's, zoals malafide buitenlandse aanbieders van risicovolle beleggingsproducten, een toename van grensoverschrijdend marktmisbruik op kapitaalmarkten en het ontstaan van een ongelijk speelveld tussen binnenlandse en buitenlandse aanbieders van financiële producten en diensten. Deze risico's kunnen minder adequaat worden geadresseerd op nationaal niveau en vragen om een internationale aanpak.

In reactie op de toename van grensoverschrijdende financiële dienstverlening zien we een beweging naar verdergaande internationalisering van toezicht en toezichtconvergentie. Er komt op korte termijn veel nieuwe, omvangrijke, Europese wet- en regelgeving op de financiële sector af (zie Box 1). Ook op het gebied van toezicht wordt er steeds meer samenwerking gezocht, bijvoorbeeld tussen de Europese toezichthouder op de interne markt voor elektriciteit en aardgas (ACER) en ESMA, naar aanleiding van de volatiele gasmarkt afgelopen jaar. Mondiaal spelen geopolitieke spanningen een belangrijke rol en staat de Europese strategische autonomie in de politieke schijnwerpers.⁶ Voor een gezond financieel systeem zijn zowel een robuust bankensysteem als veerkrachtige en gediversifieerde kapitaalmarkten van belang. Hierdoor is er hernieuwde interesse voor de Europese Kapitaalmarktenunie (Capital Markets Union, CMU). Dit is een Europees project om geld van investeerders vrijelijk over de Europese kapitaalmarkten te laten bewegen. Hiervoor is toezichtconvergentie van groot belang.

Integriteit en crimineel gedrag

Crimineel gedrag tast de integriteit van het financieel-economisch stelsel aan.

Het vertrouwen in de financiële sector kan worden beschadigd als financiële ondernemingen bewust of onbewust betrokken zijn (geraakt) bij criminele activiteiten. Witwassen stelt criminelen onder andere in staat om illegale inkomsten te gebruiken voor financiering van nieuwe criminele activiteiten. Ook biedt het de mogelijkheid om met crimineel vergaard vermogen posities te verwerven in bonafide ondernemingen. Witwassen is een manifestatie van de bredere maatschappelijke problematiek van ondermijning, waarbij ondermijning verwijst naar allerlei vormen van criminaliteit die de grens tussen de bovenwereld, waaronder de financiële sector, en de onderwereld doen vervagen. In de accountancysector kan fraude bij een gecontroleerde onderneming die niet wordt opgemerkt of vermeld in de wettelijke controle leiden tot materiële verliezen bij aandeelhouders en een breder verlies aan vertrouwen in de financiële markten.

⁶ 'Raad neemt conclusies aan over strategische autonomie Europese economische en financiële sector'. Europese Raad, april 2022.



Digitalisering en internationalisering vergroten de mogelijkheden voor crimineel gedrag. Technologische ontwikkelingen en internationalisering van de financiële markten bevorderen de toegang van tal van nieuwe spelers op de financiële markten. Ook criminelen zijn creatief in het benutten van kansen die technologie, digitalisering en grensoverschrijdende dienstverlening bieden. Dit zien we onder andere terug in het toenemende bereik van buitenlandse malafide aanbieders van beleggingsproducten. Dergelijke malafide activiteiten hebben grote impact op (groepen) slachtoffers die hiervan schade ondervinden. De AFM zet in op samenwerking met (inter)nationale ketenpartners om crimineel gedrag te bestrijden.

Risico's

Voor de verschillende toezichtgebieden vatten we hieronder de risico's samen die voortkomen of versnellen als gevolg van de bovenstaande trends en ontwikkelingen.

Financiële dienstverlening. Binnen de financiële dienstverlening is de pensioen-transitie een van de thema's die eruit springt. De transitie leidt tot een persoonlijker en transparanter pensioenstelsel dat beter aansluit bij de noden van deze tijd. Niettemin is de stelselwijziging complex. Zij brengt impactvolle en onomkeerbare keuzes met zich mee. Hiermee neemt met name het belang van een zorgvuldige keuzebegeleiding toe. Op het gebied van digitalisering zorgen gerichte en agressieve reclame via social media en laagdrempelige toegankelijkheid van ingebedde (*embedded*) producten en diensten voor risico's rondom consumentenbescherming. De razend-snelle opkomst van AI brengt risico's met zich mee door mogelijk onbeheerste inzet, vanwege het *blackbox* karakter en door het gebruik van verkeerde of onbetrouwbare data. Voor de woningmarkt geldt dat klimaatrisico's steeds meer impact krijgen, wat tot grote financiële gevolgen voor (toekomstige) woningbezitters kan leiden.

Kapitaalmarkten. Op kapitaalmarkten stelt de door digitalisering versnelde informatieverwerking marktpartijen in staat om nieuwe gegevens, zoals macro-economische omstandigheden, geopolitieke spanningen en klimaatverandering, snel in hun besluitvorming op te nemen. Dit kan leiden tot plotselinge prijsschokken die liquiditeitsproblemen veroorzaken en de ordentelijke werking van markten onder druk zetten. Daarnaast stelt de toenemende digitalisering hoge eisen aan de beheerste

bedrijfsvoering van instellingen die actief zijn op de kapitaalmarkten. Onvoldoende beheersing van algoritmes kan leiden tot fouten in deze algoritmes of onverwachte interferentie tussen verschillende algoritmes. Kapitaalmarkten zijn grensoverschrijdend, en dit geldt ook voor handelsactiviteiten. Grensoverschrijdend marktmisbruik vraagt daarom extra aandacht. Om weloverwogen investeringsbeslissingen te nemen, blijft hoogwaardige informatie van essentieel belang. Door fragmentatie van Europese kapitaalmarkten is er te weinig sprake van centrale markt- en prijsinformatie. Marktdynamiek en complexe regelgeving dragen tenslotte bij aan de concentratie in de handelsketen door het zogenoemde *winner-takes-all*-effect. De afhankelijkheid van enkele instellingen maakt markten minder robuust.

Assetmanagement. Binnen het toezichtgebied assetmanagement is onder meer aandacht voor de strategische herpositionering van partijen in de vorm van (grensoverschrijdende) fusies en overnames, wat leidt tot consolidatie en marktmacht. Daarnaast zien we dat technologische ontwikkelingen de bedrijfsvoering van assetmanagers en de vermogensbeheerketen veranderen. De toenemende uitbesteding van (onderdelen van) bedrijfsprocessen naar (enkele grote) serviceproviders – waaronder cloudplatforms – maakt de assetmanagementsector als geheel kwetsbaar voor cyberincidenten bij dergelijke knooppunten. Ook de belangrijke rol die assetmanagementpartijen spelen in duurzaamheidstransitie is aan de orde. Zo is het van belang dat assetmanagers duurzaamheid integreren in hun bedrijfsvoering, risico's van de duurzaamheidstransitie beheersen en transparant zijn richting beleggers over hoe invulling wordt gegeven aan duurzaamheid. Vanwege de hoge volatiliteit op de kapitaalmarkten hebben we extra aandacht voor liquiditeitsrisico's in de assetmanagementsector, omdat deze mogelijk de financiële stabiliteit van het stelsel aantasten.

Verslaggeving en accountantsorganisaties. Accountantsorganisaties hebben te maken met veranderingen als gevolg van digitalisering en verduurzaming die zowel de gecontroleerde onderneming, de wettelijke controle als de accountantsorganisatie raken en daarbij zorgen voor nieuwe materiële risico's. Er worden dan ook steeds meer eisen gesteld aan zowel de verslaggeving van de onderneming als de kennis en expertise van de accountantsorganisatie. Daarnaast nemen cyberberrisico's aan belang toe, ook voor accountantsorganisaties zelf. Verder zorgen duurzaamheid en de economische conjunctuur voor een verhoogd risico op fraude en discontinuïteit, waar accountantsorganisaties alert op moeten zijn. Tot slot zien we druk op de



toegankelijkheid van de wettelijke controle, onder andere door personeelstekorten. De ontwikkelingen die als reactie hierop plaatsvinden, zoals de instroom van private equity in het segment van organisaties met een reguliere vergunning en toezicht-arbitrage bij de Organisaties van Openbaar Belang (OOB), werken negatief uit op de kwaliteit van de wettelijke controle.

Regelgeving

Box 1 Overzicht belangrijkste Europese regelgevingstrajecten

Er lopen diverse Europese regelgevingstrajecten die impact hebben op de AFM en/of marktpartijen. In deze box worden de belangrijkste regelgevings-trajecten uitgelicht. Een aantal van deze trajecten wordt ook op andere plekken in Trendzicht aan de orde gesteld.

DORA (Digital Operational Resilience Act). DORA omvat een Europese richtlijn en verordening met als primair doel het beheersen van systeemrisico en daarmee het daaruit voortvloeiend consumenten- en beleggersrisico. DORA stelt uniforme eisen aan financiële instellingen op het gebied van onder andere ICT-risicomanagement, ICT-gerelateerde incidentmeldingen, beheersing van ICT-risico's bij uitbesteding aan derden en bevat een Europees toezichtraamwerk voor *critical third-party providers* (CTPP's), zoals grote cloudservice-providers. DORA gaat gelden voor instellingen die Europees gereguleerd zijn. Zo gaat DORA gelden voor onder andere handelsplatformen, centrale tegenpartijen, kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en -instellingen. In januari 2023 is DORA in werking getreden. Marktpartijen hebben tot januari 2025 om te voldoen aan de betreffende bepalingen.

MiCAR (Markets in Crypto-Assets Regulation). Dit is het eerste Europese wetgevingspakket dat crypto's en gerelateerde diensten reguleert. Deze wet- en regelgeving richt zich op zowel uitgevers van cryptoactiva, als aan-

bieders van cryptodiensten en zorgt voor uniforme regels in de EU. MiCAR is gepubliceerd in juni 2023 en zal na een implementatiefase van 18 maanden in Q4 2024 in werking treden. De implementatiefase geeft marktpartijen en toezichthouders gelegenheid om zich voor te bereiden.

Herziening MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive)/ MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation). Het voorstel voor de herziening van MiFIR ziet voornamelijk op aanpassing van de regels rond de handel in financiële instrumenten en transparantiebepalingen met betrekking tot deze handel. MiFID wordt vrijwel niet aangepast. In juni 2023 is een politieke overeenkomst bereikt in de trilog onderhandelingen tussen Europese Commissie, Europees Parlement en Raad van de EU. De overeenkomst bestaat onder andere uit een *consolidated tape* (CT) en een Europees verbod op *payment-for-order-flow* (PFOF). Op dit moment worden alleen nog technische punten uitgewerkt. Naar verwachting stemt het Europees Parlement in december 2023 of januari 2024 over de herziening.

SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation). Deze regelgeving is sinds 2021 van toepassing. De lagere regelgeving is van toepassing sinds januari 2023. Op basis van deze regelgeving moet op gestandaardiseerde wijze informatie over de negatieve duurzaamheidsimpact van de entiteit en van producten, alsmede informatie over duurzaamheidskenmerken en -doelstellingen van producten worden verschaft. De SFDR heeft als doel om beleggers meer inzicht te geven in duurzaamheidsrisico's en de duurzaamheidsaspecten van financiële producten en deze beter vergelijkbaar te maken. Daarnaast is het bedoeld om greenwashing tegen te gaan. Voor een eenduidige Europese definitie van welke economische activiteiten duurzaam zijn, is een EU Taxonomie ontwikkeld. Hiervan is een deel sinds begin 2022 van toepassing. In de SFDR-informatie moet, waar van toepassing, ook worden aangegeven in welke mate beleggingen in lijn zijn met deze taxonomie. In 2023 is een uitgebreide beoordeling van het SFDR-raamwerk gestart om eventuele tekortkomingen in kaart te brengen.





CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive). Om de transparantie rondom duurzaamheid en andere niet-financiële zaken te versterken is de Non-Financial Reporting Directive (NFRD) herzien. Daarbij is gekozen voor een nieuwe naam voor deze richtlijn: de Corporate Sustainability Reporting Directive. De CSRD verbreedt de reikwijdte van de NFRD in grote mate door duurzaamheidsverslaggeving ook verplicht te stellen voor kleinere beursgenoteerde ondernemingen en voor alle grote niet-beursgenoteerde ondernemingen. Daarnaast schrijft de CSRD voor dat ondernemingen rapporteren volgens de ESRS, een eenduidige verslaggevingsstandaard voor duurzaamheidsverslaggeving die in Europa is opgesteld. De verplichtingen gaan (voor de grotere beursgenoteerde ondernemingen die vallen onder de CSRD) in vanaf boekjaar 2024. Vanaf boekjaar 2025 zijn de transparantieplichtingen van toepassing op alle grote bedrijven in de EU en vanaf boekjaar 2027 ook op beursgenoteerde mkb-ondernemingen.

AI-verordening. De AI-verordening is een Europese verordening die regels introduceert op verschillende risiconiveaus voor risicovolle toepassingen van kunstmatige intelligentie. De AI-verordening ziet toe op toepassingen van kunstmatige intelligentie die een risico kunnen vormen wat betreft de fundamentele rechten van de mens, veiligheid en gezondheid. De verordening is niet specifiek gericht op de financiële sector, hoewel deze wel geraakt wordt. De AI-verordening is nu nog niet definitief, hierover wordt met het Europees Parlement, de Europese Raad en de Europese Commissie binnenkort onderhandeld. Een akkoord wordt verwacht eind 2023 of begin 2024, waarna lidstaten de verordening in eigen land gaan doorvoeren.

Herziening AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive) / UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive). De AIFMD-richtlijn wordt herzien. Ook worden enkele bepalingen uit de UCITS-richtlijn aangepast om deze gelijk te trekken met de wijzigingen in de AIFMD-richtlijn. Beide richtlijnen bevatten regels voor fondsen (AIFMD voor professionele beleggers en UCITS voor retailbeleggers). De herziening van de AIFMD blijft beperkt tot de onderwerpen: delegatie, liquiditeitsmanagement, toezichtrapportage, bewaarneming en loan origination door AIFMD-fondsen.

Op 19 juli 2023 is er in de triloog een voorlopig akkoord bereikt. Op dit moment worden alleen nog technische punten uitgewerkt.

ELTIF (European Long-term Investment Fund). De ELTIF-verordening is een Europees raamwerk dat een label toestaat voor AIFMD-fondsen die beleggen in specifieke (duurzame) lange termijn investeringen. De wijzigingen zien op o.a. op de strikte fondsregels (o.a. minder barrières voor retailbeleggers) en verruiming van de scope van toegestane assets en investeringen waarin een ELTIF mag beleggen. De triloog onderhandelingen tussen Europese Commissie, Europees Parlement en Raad van de EU zijn afgerond. De ELTIF-verordening zal uiterlijk begin 2024 in werking treden.

RIS (Retail Investment Strategy). De Europese Commissie heeft de RIS in mei 2023 gepubliceerd. Het pakket aan wetgeving bestaat uit een omnibus-richtlijn en een verordening die wijzigingen aanbrengen in MiFID II, de IDD, UCITS en AIFMD. Deze wetgeving heeft meerdere doelen. Eén daarvan is beleggingsdienstverlening toegankelijker te maken voor Europeanen. Dat wil de Commissie bewerkstelligen door, onder andere, productkosten te verlagen, onafhankelijk financieel advies te stimuleren en informatie begrijpelijker te maken. Een ander doel is sectorale verschillen en verschillen tussen lidstaten te verminderen. Sectorale richtlijnen als MiFID II en de IDD worden meer geharmoniseerd. Momenteel lopen de raadsonderhandelingen.

Listing Act. In december 2022 is het voorstel van de Europese Commissie voor de Listing Act gepubliceerd. Het voorstel bestaat uit wijzigingen ten aanzien van bestaande wet- en regelgeving op het gebied van beursnotering. Daarnaast bevat het een nieuwe Richtlijn voor meervoudig stemrecht bij aandelen in bedrijven die toegang zoeken tot de groeiemarkt voor het midden- en kleinbedrijf (MKB). Begin juni is het mandaat van de Europese Raad als inzet voor de triloog onderhandelingen bekend gemaakt. Naar verwachting zullen na de bekendmaking van de positie van het Europees Parlement, in het najaar van 2023 de triloog onderhandelingen tussen Europese Commissie, Europees Parlement en Raad plaatsvinden.



Herziening CCD (Consumer Credit Directive). In 2021 is het voorstel van de Europese Commissie voor de herziening van de CCD gepubliceerd. In de herziening wordt onder andere gekeken naar een uitbreiding van de scope naar nu nog ongereguleerde kredietvormen zoals buy-now-pay-later (BNPL) producten, duidelijkere pre-contractuele informatie en een verplichting consumenten te beschermen tegen buitensporige tarieven. De triloog onderhandelingen tussen Europese Commissie, Europees Parlement en Raad van de EU vonden plaats in 2022. Het Europees Parlement stemt over de herziening in het najaar van 2023. De verwachting is dat de finale tekst in het najaar van 2023 wordt gepubliceerd.

FIDA (Financial Data Access Regulation). In juni 2023 is het voorstel van de Europese Commissie voor FIDA gepubliceerd. De verwachting is dat deze in 2027 inwerking treedt. Dit wetsvoorstel beoogt een kader vast te stellen voor de regulering van de toegang tot en het gebruik van klantgegevens in de financiële sector. Toegang tot financiële gegevens verwijst naar de toegang tot, en verwerking van, business-to-business en business-to-customer financiële gegevens op verzoek van de klant voor een breed scala aan financiële diensten, zoals verzekeringen en pensioenproducten. Data over betaalrekeningen vallen buiten scope, aangezien deze gereguleerd worden onder PSD3/PSR.



Welke trends zien wij?

Trends vormen de basis voor het ontstaan van risico's en bepalen daarmee in hoge mate de richting van ons toezicht. Het vroegtijdig signaleren en begrijpen van veranderingen in de sector draagt bij aan een risicogestuurde, vooruitblikkende en preventieve toezichtaanpak.

Algemene ontwikkelingen

- Door hardnekkige inflatie en stijgende rente valt de economische groei terug.
- De gevolgen voor huishoudens zijn vooralsnog beperkt, maar de zorg voor kwetsbaren blijft groot.
- De overgang naar hogere renteniveaus heeft impact op verdienmodellen en waardering van activa.



Digitalisering

- Verregaande digitalisering, zoals de inzet van AI, creëren kansen en risico's voor de financiële sector.
- Digitalisering en platformisering van de financiële sector zorgen voor meer efficiëntie en innovatie in dienstverlening.
- De verwevenheid van de financiële sector met grote techbedrijven leidt tot nieuwe afhankelijkheden en verminderde aangrijpingspunten voor toezicht.



Verduurzaming

- De maatschappelijke en politieke wens groeit om financiële markten vaart te laten maken met de duurzaamheidstransitie.
- De duurzaamheidstransitie loopt achter op het gewenste tempo.
- Een golf aan nieuwe duurzaamheidswetgeving moet transparantie omtrent duurzaamheid vergroten.



Internationalisering

- Financiële dienstverlening wordt steeds internationaler, wat grensoverschrijdende risico's met zich meebrengt.
- Er komt op korte termijn veel nieuwe, omvangrijke Europese wet- en regelgeving op de financiële sector af.
- Hierdoor neemt het belang van internationaal toezicht en toezichtconvergentie toe.



Criminaliteit en integriteit

- Crimineel gedrag tast de integriteit van het financieel-economisch stelsel aan.
- Digitalisering en internationalisering vergroten de mogelijkheden voor crimineel gedrag.
- De aanpak van financiële criminaliteit vereist in toenemende mate (inter)nationale samenwerking met ketenpartners.





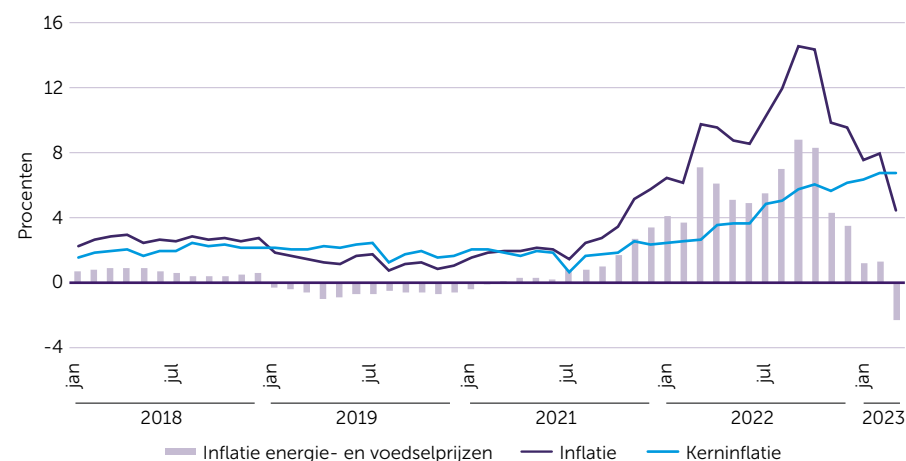
01 Financiële dienstverlening

De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten. Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland. In de deelmarkt Financiële dienstverlening betekent dit dat wij opkomen voor de bescherming van consumenten. Voor veel consumenten is financiële besluitvorming, zoals bij de aankoop van een huis of het sparen voor later, immers lastig. Verkeerde keuzes – zoals een duur of niet passend contract afsluiten, of omgekeerd het niet afsluiten van een passend contract, te veel lenen of juist niets doen tijdens beheer – werken fors negatief door op het financieel welzijn van huishoudens.

1.1 Algemene ontwikkelingen

De inflatie daalt, maar blijft voorlopig hoog. Na de inflatiepiek in 2022 heeft de inflatie dit jaar een geleidelijke daling ingezet (zie Figuur 1). De inflatieschok kwam oorspronkelijk voort uit oplopende energie- en voedselprijzen, mede veroorzaakt door de oorlog in Oekraïne. In tegenstelling tot eerdere prognoses houdt de inflatie, en dan met name de kerninflatie, langer aan. Dit heeft een groot effect op de financiële positie van huishoudens.

Figuur 1. Sterke stijging van inflatie en kerninflatie sinds eind 2021.



Bron: CBS, Macrobond

Per saldo is de pijn van de hoge inflatie ongelijk verdeeld en worden sommige groepen harder geraakt dan andere. Tot nu toe hebben de krappe arbeidsmarkt, hogere (minimum)lonen en steun van de overheid een algemene koopkrachtdaling door de gestegen kosten voor levensonderhoud beperkt. Desondanks worden huishoudens met een laag inkomen over het algemeen harder geraakt door de hoge inflatie, omdat de hogere energielasten en voedselprijzen een relatief groter deel uitmaken van de uitgaven. Bij deze groep is de kans op financiële stress groot en kan dit leiden tot suboptimaal gedrag zoals stapeling van (consumptieve) kredieten, toenemend gebruik van buy-now-pay-later diensten, onderverzekering en marginale pensioenopbouw. Ondanks de (tijdelijke) daling van de gemiddelde huizenprijzen komen koopstarters nog steeds nauwelijks aan bod door de gestegen hypotheek-



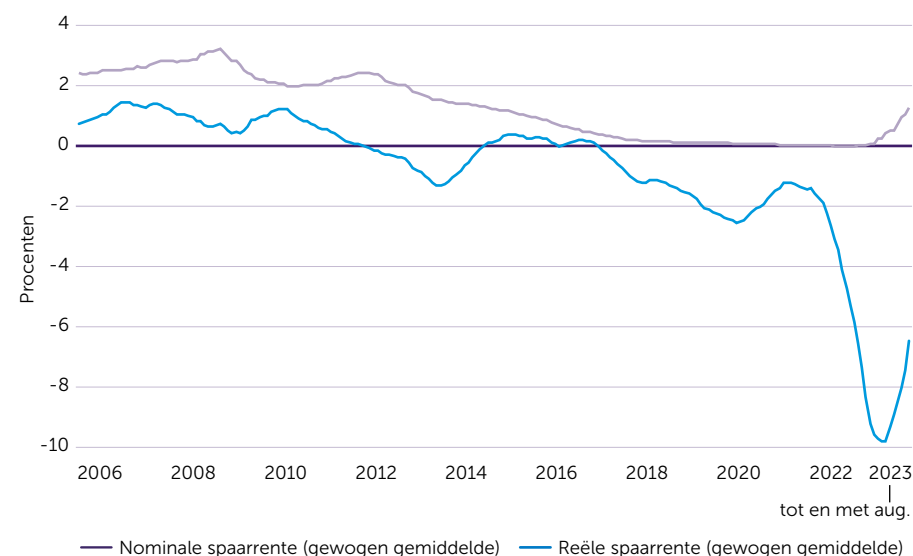
rente en de structurele krapte. Huizenbezitters komen mogelijk ook in de problemen door de hogere hypotheekrente na het verstrijken van de rentevaste periode.

Consumenten zien spaarrentes nog beperkt meestijgen. Nederland is een spaarzaam land met een van de hoogste spaartegoeden per huishouden ten opzichte van andere Europese landen. Waar consumenten de stijging van de kapitaalmarktrentes wel terugzien in de hypotheekrente, blijft een vergelijkbare stijging van de spaarrentes voorlopig uit. Bovendien blijft door de hoge inflatie de reële spaarrente negatief (zie Figuur 2), wat betekent dat het spaargeld minder waard wordt.

Wij bewaken dat het klantbelang voldoende centraal staat bij de dienstverlening van banken en dus ook bij het aanbod van spaarproducten. Het is van belang dat banken kritisch kijken naar het spaarassortiment en de variatie aan spaarproducten die zij aanbieden. Hierbij vinden wij een aantal spaarvormen ongewenst, zoals dakpansparen en teaser-rates, waarbij klanten met een hoge initiële rente worden verleid maar na een bepaalde tijd een lagere rente ontvangen. Ook onderscheid tussen klanten waarbij een select aantal klanten worden beloofd met hogere rente, vinden wij onwenselijk. Wij zien ruimte voor verbetering bij banken om klanten proactief te benaderen voor het gebruik van alternatieve, passende producten voor spaargeld. Denk bijvoorbeeld aan activatie van klanten om beter gebruik te maken van (kortlopende) termijndeposito's waar doorgaans een hogere rentevergoeding tegenover staat.

Rentestijgingen hebben invloed op het verdienmodel van banken en de dekkingsgraden van pensioenfondsen. De aanhoudend lage rente van de afgelopen jaren zette de rentemarge van banken, en daarmee de winstgevendheid, onder druk. Nu de rente stijgt, neemt de rentemarge weer toe en zien banken en andere geldverstrekkers hun rente-inkomsten stijgen. De hogere rente leidt ook tot een hogere dekkingsgraad bij pensioenfondsen. Tegelijkertijd zijn de verplichtingen van de fondsen toegenomen door de toegekende indexatie. Netto zijn de dekkingsgraden van pensioenfondsen over het afgelopen jaar gezien licht gestegen.

Figuur 2. Hoewel de nominale spaarrente recent licht stijgt, blijft de reële spaarrente negatief.



Bron: DNB, CBS, Macrobond

Specifiek voor neo-brokers pakt de gestegen kapitaalmarktrente nadelig uit door dalende volumes en komt het verdienmodel nog verder onder druk te staan door forse concurrentie en verzadiging van de markt. Neo-brokers zijn partijen die beleggingsdiensten verlenen voor consumenten en daarbij vol inzetten op lage tarieven door hun eigen kosten te minimaliseren door efficiëntere ICT-systemen, de afwezigheid van fysieke kantoren, het faciliteren van enkel onlinedienstverlening, etc. Voor consumenten zijn lage kosten en gebruiksgemak belangrijke redenen om met (zelf)beleggen te beginnen. Nu de aanwas van nieuwe klanten en transacties stukt en daarmee verhoudingsgewijs de operationele kosten stijgen, moeten neo-brokers op zoek naar nieuwe inkomstenbronnen. Tegelijkertijd zullen (binnenlandse en buitenlandse) brokers hun diensten zo lang mogelijk tegen zo laag mogelijke kosten aan willen bieden. Dit kan op korte termijn uitmonden in een consolidatieslag gedreven door dunne winstmarges en schaalvergroting. Toenemende concurrentie en druk op winstmarges kunnen leiden tot het risico dat (neo-)brokers in toenemende mate tekortschieten in de dienstverlening.



Toekomstbestendigheid van financieel dienstverleners, adviseurs en bemiddelaars blijft een centraal thema. Consolidatie, gewijzigde verdienmodellen en een meer professionele organisatie zijn enkele aanpassingen die wij zien bij de financieel dienstverleners. Deze aanpassingen vloeien deels voort uit het gegeven dat de financieel dienstverleners aan toenemende wettelijke normen van de beheerste bedrijfsvoering voor financieel dienstverleners moeten voldoen. Uit AFM-onderzoeken blijkt dat het voldoen hieraan geen vanzelfsprekendheid is. Hierdoor komt een beheerste en integere bedrijfsvoering bij een deel van de populatie in het gedrang. In ernstige gevallen komt de continuïteit in gevaar doordat kantoren niet doorlopend aan de vergunningvereisten voldoen en een verdienmodel hebben dat wendbaar noch toekomstbestendig is.⁷ Daarnaast vindt een deel van de sector het lastig om de kennis op peil te houden voor specifieke, nieuwe diensten, zoals schadeverzekeringen op het gebied van cybersecurity en klimaat. Ook zien wij dat een deel van de heterogene sector volop in beweging is. Kantoren kiezen voor specialisatie naar doelgroepen of producten, of gaan samen op in grotere organisaties. We moedigen deze ontwikkelingen aan, maar wijzen financieel dienstverleners erop dat een beheerste en integere bedrijfsvoering blijvend moet worden gewaarborgd.

⁷ Zo blijkt bijvoorbeeld uit een onderzoek naar de naleving van de diplomaplicht dat op grote schaal (40% van de gecontroleerde financiële dienstverleners) niet voldaan is aan de wettelijke eisen. Zie [‘Marktdrukken 2022’](#), AFM, november 2022.

Box 2 De relevantie van demografische veranderingen voor de financiële sector

Trends en risico’s in de financiële sector kunnen niet los worden gezien van huidige en toekomstige demografische ontwikkelingen. In Nederland spelen diverse demografische ontwikkelingen, zoals vergrijzing, groeiende bevolking door migratie en een toenemend aantal huishoudens die tegelijkertijd in omvang gemiddeld kleiner worden^{8,9}. Deze ontwikkelingen hebben een groot effect op de vraag naar bijvoorbeeld woningen en financiële producten als verzekeringen en pensioenaanspraken. Financiële instellingen en beleidsmakers moeten zich bewust zijn van deze demografische trends om hun producten en distributie van producten aan te passen aan de veranderende behoeften van klanten en om adequaat te reageren op de risico’s die dit met zich meebrengt.

Een van de meest opvallende demografische trends is de vergrijzing van de bevolking in veel ontwikkelde landen, waaronder Nederland. Factoren zoals medische vooruitgang en verbeterde levensomstandigheden hebben geleid tot een stijging van de levensverwachting, terwijl geboortecijfers zijn gedaald. Deze vergrijzende bevolkingssamenstelling leidt onder andere tot een verschuiving in de financiële dienstverlening (afgestemd op een oudere doelgroep) en een grotere vraag naar pensioenuitkeringen. Bovendien heeft de vergrijzing van de bevolking invloed op de woningmarkt. Ouderen verhuizen niet of nauwelijks. De vergrijzing draagt daardoor bij aan de geringe doorstroming op de woningmarkt en bemoeilijkt het voor koopstarters om toe te treden. Ook het feit dat het aantal huishoudens – mede door vergrijzing – toeneemt, maakt de woningmarkt krappere.

⁸ [‘De Nederlandse economie in historisch perspectief’](#), CPB, juli 2023.

⁹ [‘Hoe wonen mensen?’](#), CBS.



Niet alleen de vergrijzing, maar ook de opkomst van een nieuwe, digitaal-gedreven generatie is een ontwikkeling waar de financiële sector rekening mee moet houden. Deze nieuwe generatie is technologiegericht, heeft een sterke interesse in duurzaamheid en is bekend met digitale financiële innovaties. Als gevolg hiervan zien we een toenemende groei van technologie-gedreven financiële diensten, zoals beleggen via een app en digitale betalingsplatforms. Voor financiële instellingen is het belangrijk dat zij inspelen op deze trends, maar ook de (maatschappelijke) risico's scherp hebben, zoals het normaliseren van het kopen op afbetaling of gespreid betalen, want dit draagt bij aan schuldgewenning.

De groei van de Nederlandse bevolking, en specifiek de toenemende diversiteit als gevolg van migratie, leidt tot extra druk op vraagstukken rondom financiële inclusie. Financiële inclusie verwijst naar het streven om alle individuen en gemeenschappen toegang te bieden tot een breed scala aan financiële diensten en producten op een betaalbare, gemakkelijke en gelijkwaardige manier, ongeacht hun sociaaleconomische status, geografische locatie, geslacht, etniciteit of andere kenmerken. Binnen de financiële sector betekent dit onder andere dat instellingen rekening moeten houden met de toegankelijkheid van financiële dienstverlening voor consumenten met een andere culturele achtergrond of beperktere beheersing van de Nederlandse taal en/of digitale vaardigheden.¹⁰ Daarnaast kunnen bepaalde klanten feitelijk geweerd worden door klantspecifieke beprijzing van de verzekeraar (*personalised pricing*) of door banken als gevolg van Wwft-controles. Financiële instellingen dienen hierbij een evenwicht te vinden tussen hun rol als poortwachter om te voorkomen dat het financiële systeem wordt misbruikt voor financieel-economische criminaliteit en het zorgdragen voor toegankelijke financiële dienstverlening voor iedereen.

¹⁰ 'Toegang tot financiële dienstverlening niet vanzelfsprekend', AFM, januari 2023.

Box 3 Belangrijke regelgevingstrajecten

Pensioentransitie

De Wet toekomst pensioenen (Wtp) is op 1 juli 2023 in werking getreden.

De definitieve versie van nagenoeg alle lagere regelgeving (besluiten en ministeriële regelingen) is gepubliceerd. De pensioensector is hiermee in een nieuwe en uitdagende implementatiefase terechtgekomen en binnen de AFM is de focus verschoven van beleid naar toezicht.

De AFM zal tijdens de transitie in haar toezicht onder meer aandacht besteden aan de vraag of informatieverstrekking vanuit de pensioen-uitvoerders aan de deelnemers correct, tijdig, evenwichtig, duidelijk en persoon-specifiek is. Ook na de transitie is dit van groot belang. De overgang van bestaande afspraken naar premiereregelingen, met voor de uitkering gereserveerde, persoonlijke vermogens, heeft ingrijpende gevolgen voor de informatieverstrekking aan deelnemers. Omdat pensioenen sneller meebewegen met de financiële markten zullen pensioenuitkomsten volatieler zijn en veranderen ook de verwachtingen van deelnemers over de beschikbaarheid van informatie. Aan deelnemers zal niet langer de aangroei van aanspraken moeten worden uitgelegd, maar de toe- of afname van het vermogen en de verwachte uitkering als gevolg van ontwikkelingen in de beurskoers en rentestand. Dit brengt nieuwe uitdagingen met zich mee. Het is belangrijk dat de pensioen-uitvoerder zich ervan vergewist dat de deelnemersinformatie correct is.

De pensioentransitie vraagt ook dit jaar veel aandacht, met name voor wat betreft het tijdig en correct informeren van pensioendeelnemers en het op orde hebben van de pensioenadministratie bij pensioenuitvoerders. Het nieuwe pensioenstelsel en de daaruit voortkomende nieuwe toezichttaken hebben belangrijke consequenties voor ons toezicht. Als eerste zullen de communicatieplannen rond de overgang naar nieuwe stelsel van de sector aan de deelnemers door de toezichthouder bekeken worden. We verwachten rond de 200 communicatieplannen. Ten tweede betekent de Wtp een structurele uitbreiding van het toezichtmandaat in verband met keuzebegeleiding, risicopreferentieonderzoeken, opdrachtbevestiging en klachtenafhandeling



en daarnaast een piekbelasting in de transitiefase als gevolg van de communicatieplannen en daaropvolgende communicatie aan deelnemers. Hoewel de transitietermijn verlengd is, blijft deze krap en een risico voor de transitie. We bereiden ons hier al geruime tijd op voor, samen met de pensioensector, zodat we goed toezicht kunnen houden op deze cruciale overgangsfase in de pensioenvoorziening van het grootste deel van de Nederlandse bevolking.

DORA

Binnen het retaildomein van de AFM valt slechts een kleine populatie adviseurs en bemiddelaars binnen scope van DORA. In januari 2023 is de Digital Operational Resilience Act (DORA) in werking getreden, waarna ondernemingen twee jaar de tijd hebben om aan de verordening te voldoen. DORA heeft als doel om de digitale weerbaarheid van spelers op financiële markten te vergroten, nu het risico op cyberaanvallen steeds pregnanter wordt met de toenemende afhankelijkheid van financiële processen. DORA wordt van toepassing op verzekerings-, herverzekerings- en nevenverzekeringstussenpersonen met meer dan 250 fte in dienst of meer dan €50 miljoen omzet.

De adviseurs en bemiddelaars die onder DORA vallen zijn op dit moment nog in beperkte mate volwassen op het gebied van IT-beheersing, waardoor er vanuit deze sector waarschijnlijk relatief grote inspanningen zijn vereist om aan regelgeving te voldoen. Voor de DORA-populatie is het toezicht op de integere en beheerste bedrijfsvoering vastgelegd in de Wft en bijbehorend BGfo, waar slechts in beperkte mate verplichtingen zijn vastgelegd op het gebied van beheersing van IT-risico's.

MiCAR

Binnen MiCAR is er een belangrijke toezichtrol voor de AFM die ziet op de bescherming van (retail) beleggers tegen risico's van cryptoactiva. Deze risico's zijn aanzienlijk. Cryptoactiva zijn inherent complexe en speculatieve producten met een hoge mate van volatiliteit. Het technische en internationale karakter van cryptoactiva maakt beleggers bovendien kwetsbaar voor fraude, misleiding en oplichting. De signalen die wij van consumenten ontvangen

bevestigen dat.¹¹ Daarnaast worden cryptoactiva en bijbehorende diensten vaak actief gepusht door aanbieders, *facilitators* en influencers waarbij investeerders vaak onduidelijk en incomplete en – soms zelfs – bewust misleidende informatie ontvangen. Tot slot lopen investeerders risico's bij het aanhouden en bewaren van cryptoactiva. Door operationele en veiligheidsproblemen (bijvoorbeeld een cyberaanval) kunnen beleggers mogelijk hun inleg kwijtraken.

Met de introductie van MiCAR wordt een deel van deze risico's geadresseerd, maar niet volledig weggenomen. In algemene zin geldt hierbij dat de beleggersbescherming onder MiCAR minder stevig is dan onder MiFID. Ook blijft onder MiCAR de mogelijkheid bestaan dat klanten crypto's uitlenen aan derde partijen. Hiermee worden risico's versterkt en kunnen verliezen bij één partij doorwerken bij andere instellingen. Tot slot heeft MiCAR ook niet direct impact op de intrinsieke volatiliteit van crypto's en de risico's die dit met zich meebrengt.

1.2 Digitalisering

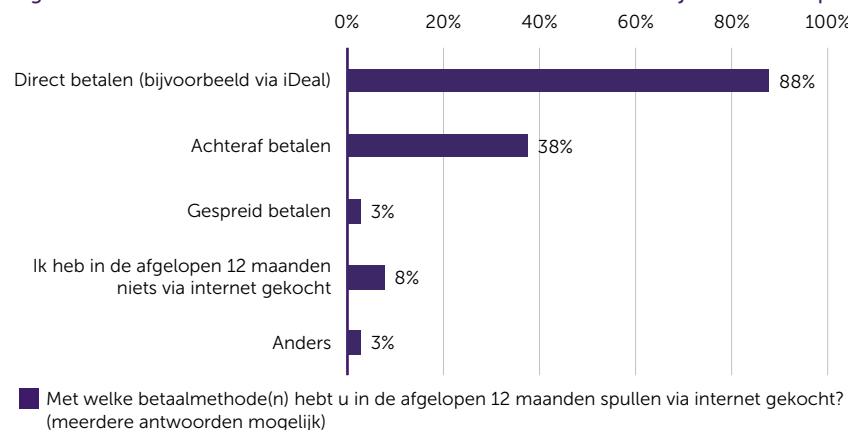
Gedegen IT-risicobeheer en datakwaliteit worden steeds belangrijkere pijlers van een beheerste bedrijfsvoering om digitalisering en automatisering van processen in goede banen te leiden. Door standaardisering en de toenemende beschikbaarheid van brondata kan het acceptatieproces bij hypotheek, kredieten en beleggen verder worden geautomatiseerd. Dit kan voordelen bieden voor klanten. Er hoeven minder documenten te worden gedeeld waardoor de doorlooptijd van het acceptatieproces wordt versneld. Gebruik van brondata kan ook leiden tot een beter klantbeeld waardoor kredietverlening beter aan kan sluiten bij de financiële situatie van consumenten. Automatisering van acceptatieprocessen brengt echter ook risico's met zich mee. Fouten in geautomatiseerde processen, verkeerd gebruik van brondata en gebrekkige datakwaliteit kan voor een grote groep klanten nadelige gevolgen hebben. Het kan leiden tot overkreditering of niet passende producten. De negatieve gevolgen hiervan zien klanten doorgaans pas later en de impact is vaak groot.

¹¹ [AFM signalenmonitor](#).



Digitalisering van financiële dienstverlening heeft grote impact op product(vorm)en, advies en distributie, en zal tot een grotere rol van technologiebedrijven in de financiële sector leiden. In de nabije toekomst verwachten wij dat AI en DeFi grote impact hebben op financieel dienstverleners en hun klanten. Denk aan nieuwe productvormen, nieuwe manieren waarop dienstverleners advies geven aan consumenten of aan nieuwe manieren waarop zij financiële diensten aanbieden. Grote techbedrijven verwerven daarnaast een steeds belangrijkere rol, zowel binnen de keten van de bedrijfsvoering, maar ook als financieel dienstverlener zelf. Het varieert van het faciliteren van de IT-infrastructuur door het aanbieden van clouddiensten of het afwikkelen van betalingsverkeer, tot het aanbieden van financiële diensten en producten binnen het ecosysteem van deze grote techbedrijven, zoals buy-now-pay-later (BNPL). Door slimme software neemt het gemak toe waarmee BNPL kan worden toegevoegd aan een brede waaier van producten, van witgoed tot kleding. We zien dan ook dat consumenten achteraf betalen relatief vaker gebruiken (zie Figuur 3). Wij zien achteraf betalen als een suboptimale financiële beslissing, omdat het slechts een uitstel van betaling betreft en consumenten ertoe kan aanzetten meer uit te geven dan ze eigenlijk kunnen dragen. Ook draagt het bij aan schuldgewenning. Op dit moment vallen BNPL-aanbieders nog niet onder AFM-toezicht, maar de herziening van de Consumer Credit Directive (CCD) kan hier verandering in brengen (zie ook Box 1).

Figuur 3. Consumenten kiezen relatief vaak voor achteraf betalen bij online aankopen.



Bron: AFM Consumentenmonitor voorjaar 2022

Embedded finance maakt het afsluiten van financiële producten toegankelijker, maar kan ook risico's met zich meebrengen rondom consumentenbescherming.

Embedded finance houdt in dat via niet-financiële aanbieders financiële diensten worden aangeboden bij de verkoop van hun producten of diensten. Voorbeelden zijn het door niet-financiële instellingen uitgeven van eigen creditcards of het mogelijk maken van het beheer van bankrekeningen, of het aanbieden van verzekeringen bij de aanschaf van bepaalde producten (fiets, reis e.d.). Dit laatste wordt ook wel embedded insurance genoemd.¹² Een andere vorm hiervan is de mogelijkheid om via verscheidene platforms verzekeringen die losstaan van een product, zoals overlijdensrisicoverzekeringen, af te sluiten. Enerzijds kan embedded finance helpen bij het vergroten van de toegankelijkheid en het gebruiksgemak van financiële diensten. Anderzijds kan embedded finance zorgen voor meer risico's op het gebied van consumentenbescherming, doordat (i) de distributie van financiële producten en diensten complexer wordt en (ii) duidelijke informatie over het financiële product (o.a. prijs, voorwaarden, dekking) op de achtergrond raakt. Dit leidt mogelijk tot misselling, oververzekering, overkreditering, of ongewenst of onjuist financieel advies.

Op distributieniveau is Decentralized Finance (DeFi) een nieuwe ontwikkeling die mogelijk veel impact heeft in de toekomst.

De producten en diensten die op DeFi-platforms worden aangeboden verschillen niet zozeer van traditionele producten en diensten. Wat wel verschilt is de manier waarop acceptatie van consumenten plaatsvindt en de manier waarop deze producten aangeboden worden. Binnen DeFi-platforms bieden aanbieders financiële diensten geautomatiseerd aan via zogenaamde 'smart contracts' en sluiten deze af zonder, of na geringe, inmenging van een tussenpersoon. Waar dit voorheen vooral betrekking had op meer exotische producten als crypto's of CFDs liggen inmiddels verzekeringen of kredieten ook binnen handbereik. Dit brengt risico's met zich mee voor wat betreft consumentenbescherming, governance, misselling en integriteit.

De distributie van crypto's gebeurt vaak via gerichte en agressieve marketing aan consumenten.

Voor nieuwe (digitale) financiële producten en productvormen, zoals crypto's, geldt dat aanbieders de drempel om deze producten af te nemen zo laag mogelijk maken. Daarnaast treedt er een waterbedeffect op met traditionele

¹² 'Kansen en risico's van digitalisering verzekeringsmarkt de komende 10 jaar', AFM, april 2023.



productenvormen, omdat er minder strikte voorwaarden gelden. Hierdoor zijn consumenten sneller geneigd deze producten en diensten af te nemen, mogelijk versterkt door (AI-ondersteunde) gerichte en agressieve marketing, zonder zich volledig bewust te zijn van de langlopende verplichtingen en risico's die ermee samenhangen. In tegenstelling tot traditionele beleggingsproducten zijn crypto's tot nu toe niet als financieel product geclassificeerd. Daardoor gelden er geen reclameregels voor de promotie van crypto's en is reclame vooralsnog indringend en veelvuldig aanwezig. Met de komst van MiCAR zullen ook reclame voor crypto's aan regelgeving omtrent misleiding en risicowaarschuwingen moeten voldoen.

Voor kwetsbare consumenten is er een groot risico van uitsluiting van financiële dienstverlening door digitalisering. Een grote zorg bij verregaande digitalisering van financiële producten, advies en distributie betreft de mogelijke uitsluiting van groepen die juist behoefte hebben aan fysiek klantcontact.¹³ Deze groepen die niet mee kunnen komen in digitale wereld, zijn divers en omvangrijk. Om uitsluiting van alledaagse of basale zaken, zoals online betalen of het openen van een rekening, te voorkomen, is productafstemming met de toezichthouder over zaken als geschiktheid en bereikbaarheid nodig. Zowel de AFM als De Nederlandsche Bank (DNB) roepen op tot samenwerking binnen de sector en de overheid en stimuleren de introductie van een persoonlijk financieel onderhoud (pfo) om handelingsperspectief voor financiële gezondheid voor alle Nederlanders te realiseren. Onafhankelijke financieel adviseurs spelen daarbij een belangrijke rol en hebben toegevoegde waarde voor klanten, zeker bij complexe situaties of (het ervaren van) drempels.¹⁴

Het aantal cyberaanvallen neemt de afgelopen jaren sterk toe. Cyberaanvallen resulteren onder andere in een tijdelijke onderbreking van de dienstverlening door een aanval op de financiële infrastructuur en diefstal van (privacygevoelige) data. De beheersing van cyberrisico's is cruciaal en richt zich niet alleen op financieel dienstverleners, maar ook op de (externe) ketenpartijen en intermediairs. Marktpartijen zullen in een complex ecosysteem van externe applicaties en samenwerkingen cyberrisico's moeten beheersen. De bewustwording en de markt voor zowel (klein)zakelijke als particuliere cyberverzekeringen zijn nog gering, maar gaan naar verwachting groeien. Het is van belang dat verzekeraars doorlopend beoordelen

hoe zij zo transparant mogelijk kunnen communiceren over de dekking van cyberverzekeringen. Bovendien moet de sector gezamenlijk bekijken hoe zij – gezien de groei van deze markt – nu al kan bijdragen aan de onderlinge vergelijkbaarheid van het productaanbod. Het internationale karakter van deze markt zorgt voor een extra uitdaging.¹⁵

1.3 Verduurzaming

Er is grote druk op de financiële sector om vaart te maken met de duurzaamheids-transitie, maar de impact van verduurzamingsinitiatieven is niet altijd duidelijk voor consumenten. De druk om vaart te maken uit zich onder andere in grote hoeveelheden nieuwe duurzaamheidsregelgeving gericht op de dienstverlening van financiële ondernemingen. De regelgeving richt zich voornamelijk op het verbeteren van transparantie over duurzaamheidsrisico's en -impact en de aansluiting van producten bij de duurzaamheidswensen van klanten. We zien ook een sterke prikkel in de markt om tegemoet te komen aan de duurzaamheidsvraag van klanten. Er is een duidelijke push naar duurzame producten gaande en veel financiële instellingen profileren zich op duurzaamheidsgebied. Het risico blijft dat een discrepantie tussen de aangeboden duurzame financiële producten en de wensen van klanten leidt tot teleurstellingen. Dit geldt specifiek voor duurzame beleggingen waarbij greenwashing een toenemende zorg is voor toezichthouders. Het risico bestaat dat financiële instellingen verkeerde verwachtingen scheppen rond duurzaam beleggen. Onderzoek van de AFM laat zien dat beleggingen die als duurzaam worden aangeprezen, op verschillende manieren invulling geven aan het begrip duurzaamheid.¹⁶ Dit kan ertoe leiden dat consumenten veel verwachten van de bijdrage van hun belegging aan de duurzaamheidstransitie, terwijl dit voor lang niet alle producten opgaat. Het is daarom belangrijk dat aanbieders transparant communiceren over de doelstellingen van hun producten en de impact die daarbij wordt behaald.¹⁷ Ook pensioenfondsen hebben hiermee te maken en moeten, om teleurstellingen te voorkomen, oog houden voor transparantie rond duurzame beleggingskeuzes en de gevolgen voor de pensioenen van deelnemers.

¹³ 'Toegang tot financiële dienstverlening niet vanzelfsprekend', AFM, januari 2023.

¹⁴ 'Keuzes maken blijft essentieel in de markt van financieel dienstverleners', AFM, november 2022.

¹⁵ 'Cyberverzekeringen: vergelijkbaarheid vraagt aandacht van verzekeraars', AFM, februari 2023

¹⁶ 'De retailmarkt voor duurzaam fondsbeleggen', AFM, april 2022.

¹⁷ 'Impact door duurzaam beleggen', AFM, november 2022.



Klimaatrisico's vertalen zich in risico's voor de financiële sector. Financiële instellingen kunnen geraakt worden door fysieke risico's, waarbij klimaatverandering leidt tot schade aan de leefomgeving. Denk bijvoorbeeld aan natuurrampen zoals overstromingen, langdurige droogte en bosbranden. Daarnaast zijn er transitie-risico's, waar verlies geleden wordt door toenemende regulering en normering van duurzaamheid vanuit de overheid of een verandering van de voorkeuren van consumenten. Fysieke en transitierisico's werken onder andere door in de marktwaaarde van beleggingen, kredietportefeuilles van hypotheekverstrekkers en de verplichtingen van verzekeraars.

De kans neemt toe dat klimaatrisico's huizenprijzen beïnvloeden, maar de bewustwording ervan en verzekering ertegen blijven achter. Op de woningmarkt spelen meerdere klimaatrisico's die impact hebben op de waardering van huizen. De twee meest prominente zijn funderingsschade (verzakkingen en paalrot) en overstromingen. Funderingsschade is niet verzekeraar en overstromingen onder bepaalde voorwaarden.¹⁸ Beide risico's worden nog onvoldoende ingeprijsd in de Nederlandse woningmarkt waardoor zowel potentiële huizenkopers als huizenbezitters in financiële problemen kunnen komen.¹⁹ Potentiële kopers van een woning worden onvoldoende geïnformeerd over mogelijke klimaatrisico's en omdat klimaatrisico's geen onderdeel zijn van het financieringstraject, dreigt er het risico van overkreditering. Zie de Verdieping "Het inprijzen klimaatrisico's op de woningmarkt" voor een uitgebreidere analyse.

Wist je dat...

In Nederland 800.000 woningen staan met een verwachte kostenpost voor funderingsschade van €64.000 per woning. Deze kosten zijn voor rekening van de eigenaar, terwijl 40% van de huiseigenaren die in risicogebieden wonen vertrouwt op financiële steun van verzekeraar of overheid bij een overstroming of verzakking.²⁰

1.4 Internationalisering

Internationale marktdynamiek leidt niet altijd tot uitkomsten die in het belang van de klant zijn. De gedachte van een Europese markt en internationale concurrentie is dat dit ten goede komt aan het financieel welzijn van huishoudens. Deze gedachte gaat niet altijd op in de financiële dienstverlening. Toenemende internationalisering maakt het, samen met digitalisering, voor aanbieders makkelijker om over de landsgrenzen financiële producten aan te bieden. We zien dit bijvoorbeeld bij internationaal opererende brokers die, op zoek naar meer omzetvolume, retailbeleggers prikkelen om veel transacties te verrichten of in risicovolle producten te beleggen. Ook malafide aanbieders, al dan niet met een Europees paspoort vanuit een andere EU-lidstaat, benaderen consumenten steeds doelgerichter via internet en apps. Daarbij spelen ook de beperkingen van nationaal toezicht in een internationale markt en het beperkte aangrijpingspunt op grensoverschrijdende spelers.

Retailparticipatie op Europese kapitaalmarkten blijft vooralsnog achter. De participatie van huishoudens aan de kapitaalmarkten is relatief beperkt in Europa ten opzichte van de VS en Aziatische landen als China en Japan. Slechts 20% van de huishoudens in het eurogebied bezit aandelen of beleggingsfondsen, slechts een derde belegt in vrijwillige pensioen- en verzekeringsregelingen en ongeveer 40% van het spaargeld van de huishoudens in de EU wordt aangehouden als bankdeposito's, vergeleken met 10% in de VS.²¹ Distributiemodellen verschillen sterk per lidstaat. Als gevolg van deze verschillen missen producten om vermogen op te bouwen schaalgrootte, als gevolg waarvan de kosten relatief hoog zijn. Om retailparticipatie te vergroten en de hoge mate van fragmentatie tegen te gaan heeft de Europese Commissie de Retail Investment Strategy (RIS) opgesteld.²² Deze strategie en het bijbehorende wetsvoorstel beogen verschillen in sectorale wetgeving (zoals MiFID II en de IDD) te verminderen, kapitaalmarkten toegankelijker te maken voor burgers en kosten te verlagen zodat langetermijnrendementen verbeteren.

¹⁸ Zie [Overstroming \(verzekeraars.nl\)](#)

¹⁹ 'Is flood risk already affecting house prices?', ABN AMRO, februari 2022.

²⁰ 'Schade door klimaatverandering steeds vaker onverzekerbaar', AFM, oktober 2021 en 'Huiseigenaren onvoldoende bewust van risico's klimaatverandering', Vereniging Eigen Huis, februari 2023.

²¹ 'A Capital Market Union for Europe', IMF, September 2019.

²² 'Retail investment package', Europese Commissie, mei 2023.



1.5 Integriteit en crimineel gedrag

Digitalisering en internationalisering vergroten de mogelijkheden voor crimineel gedrag. Technologische ontwikkelingen en internationalisering van de financiële markten bevorderen de toegang van tal van nieuwe spelers op de financiële markten. Ook criminelen zijn creatief in het benutten van kansen die technologie, digitalisering en grensoverschrijdende structuren bieden. Dit zien we onder andere terug in het toenemende bereik van buitenlandse malafide aanbieders van beleggingsproducten. Dergelijke malafide activiteiten hebben grote impact op (groepen) slachtoffers die hiervan schade ondervinden (zie Box 4).

Box 4 De AFM pakt crimineel gedrag in de financiële sector aan.

(Malafide) finfluencers en andere nieuwe schakels in de execution-only-keten kunnen consumenten misleiden. Finfluencers prijzen doorgaans via diverse socialmediakanalen beleggingen aan bij consumenten. Net als andere nieuwe spelers in de execution-only-markt, zoals signaalaanbieders of aanbieders van tradingbots, presenteren zij daytrading als een laagdrempelige manier om geld te verdienen. Wij zien hierbij meerdere risico's voor beleggers.²³ Deze nieuwe spelers opereren mogelijk ten onrechte zonder vergunning of zijn te weinig zorgvuldig in hun beleggingsaanbevelingen. Verder prijzen zij risicovolle producten of illegale partijen aan, en kan er sprake zijn van belangenverstrengeling. Dit ontstaat doordat zij vergoedingen krijgen voor het aanbrengen van klanten, waar zij bovendien onvoldoende transparant over zijn. Er zijn met name zorgen over de risico's van finfluencers en andere nieuwe schakels in de execution-only-keten door de combinatie van de groeiende rol van social media in het beslisproces, lage drempels om zelf transacties uit te voeren en de toestroom van onervaren beleggers.

De aanpak van crimineel gedrag binnen de financiële sector is een van de kerndoelstellingen van de AFM. Crimineel gedrag omvat bijvoorbeeld het misleiden van consumenten bij beleggingsfraude of voorschotfraude of het misbruiken van de financiële sector door geld wit te wassen. Daarnaast kan crimineel gedrag ook bestaan uit zelfverrijking als gevolg van belangenverstrengeling, marktmisbruik of het zonder vergunning actief zijn op de financiële markt.

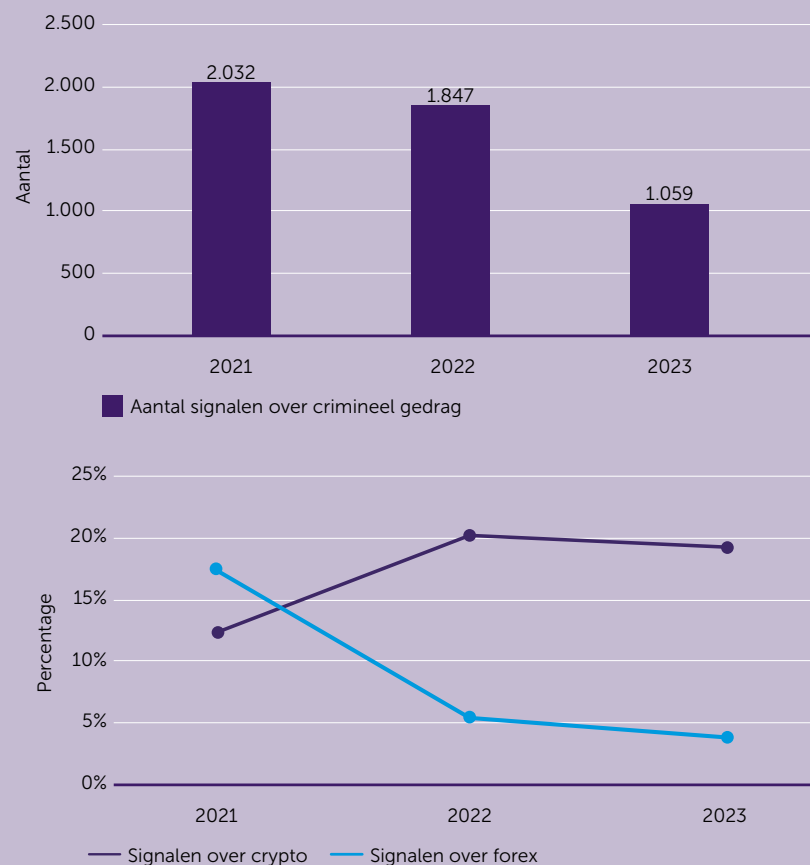
De omvang van crimineel gedrag laat zich moeilijk meten vanwege het verborgen karakter. Waar het wel aan het licht komt zien we dat de schade groot is. Zowel op individueel niveau wanneer consumenten in financiële problemen komen nadat ze zijn opgelicht, als op collectief niveau wanneer de schades van beleggingsfraudes bij elkaar opgeteld in de tientallen miljoenen lopen. Daarnaast tast crimineel gedrag de integriteit van de financiële sector aan wat op termijn het vertrouwen in de financiële markt ondermijnt.

De AFM ontvangt steeds meer signalen over crimineel gedrag met betrekking tot crypto. Wij ontvangen per jaar tussen de 4000 en 5000 meldingen, waarvan ongeveer 2000 meldingen die mogelijk betrekking hebben op crimineel gedrag. De helft van deze meldingen heeft betrekking op fraude of oplichting, 20% gaat over het actief zijn op de financiële markt zonder vereiste vergunning en 14% over boiler rooms. Daarnaast is sinds 2022 crypto het meest voorkomende product in meldingen over mogelijk crimineel gedrag. In 2021 was forex (speculatieve financiële instrumenten (derivaten) gebaseerd op valutaparen) nog het meest voorkomende product.

²³ 'AFM wijst 'finfluencers' op regels bij online posts over beleggen', AFM, december 2021.



Figuur 4. Boven: De AFM ontvangt per jaar ongeveer 2.000 meldingen over crimineel gedrag in de financiële sector. Onder: Crypto is het meest voorkomende product in meldingen over mogelijk crimineel gedrag.



Bron: AFM

Digitalisering en internationalisering creëren steeds meer mogelijkheden om Nederlandse consumenten en de financiële sector bloot te stellen aan criminele gedragingen.

Criminelen zijn creatief in het benutten van kansen die technologie, digitalisering en grensoverschrijdende structuren bieden. Zo is het voor (illegale) partijen vanuit het buitenland eenvoudiger om Nederlandse consumenten benaderen. Daarnaast kunnen criminelen door de digitalisering consumenten gericht benaderen en kunnen zij bijvoorbeeld met de hulp van AI hun misleidende boodschappen steeds beter verwoorden en hun criminele intenties verbloemen. Om deze ontwikkelingen en uitdaging het hoofd te bieden zorgen wij ervoor dat wij onze informatiepositie op orde hebben en goed benutten en pakken onze rol in de keten van de aanpak van criminaliteit.

De AFM zet in op samenwerking met (inter)nationale ketenpartners om crimineel gedrag te bestrijden.

Dit doen wij door proactief in te spelen op ontwikkelingen in de financiële sector, ook op het gebied van (mogelijk) crimineel gedrag. Daarmee willen wij consumenten te beschermen tegen crimineel gedrag en te voorkomen dat financiële ondernemingen bewust of onbewust betrokken raken bij crimineel gedrag. Dit doen wij door samen te werken met ketenpartners in het Financieel Expertise Centrum (FEC). Met onder andere partners als de Politie, het Openbaar Ministerie (OM), De Nederlandsche Bank (DNB) en de Belastingdienst delen wij informatie en kennis om zicht te krijgen op bredere trends en fenomenen in de markt. Daarnaast delen de ketenpartners ook informatie en kennis om specifieke overtredingen aan te pakken. Ook met internationale partners werken wij samen in de aanpak van grensoverschrijdend crimineel gedrag in de financiële sector. Tot slot monitoren wij transacties op de financiële markten. Wanneer wij daarin afwijkingen ontdekken die mogelijk duiden op marktmanipulatie of handel met voorwetenschap dan kunnen wij dat zelfstandig onderzoeken of aangifte doen bij het OM.

Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang	
Pensioen-transitie	De pensioentransitie wekt onrealistische verwachtingen over het pensioen wanneer de informatie niet correct, duidelijk, tijdig en evenwichtig is. De pensioenregeling sluit niet aan bij de risico's die pensioendeelnemers kunnen dragen en/of willen nemen. Pensioendeelnemers overzien niet de urgentie en impact van beslissingen die zij nemen. Door toegenomen werkdruk en vernieuwde bedrijfsvoering bij pensioenuitvoerders vinden pensioendeelnemers onvoldoende gehoor bij vragen en klachten.	Wet- en regelgeving	↗	⋮
Gerichte en agressieve marketing	Gerichte en agressieve marketing via sociale media en partijen als finfluencers en signaalaanbieders geven een verkeerde voorstelling van rendement, risico en kosten. Hierdoor zijn consumenten sneller geneigd complexe of misleidende producten en diensten af te nemen zonder zich volledig bewust te zijn van de risico's of na te gaan of het past bij hun situatie. Op de cryptomarkt geldt specifiek dat malafide aanbieders na de inwerkingtreding van MiCAR onterecht de indruk kunnen wekken dat crypto's minder risicovol zijn (<i>cryptowashing</i>).	- Digitalisering - Internationalisering	→	←
Embedded financiële producten en diensten	De laagdrempeligheid van embedded financiële producten en diensten leidt tot misselling, oververzekering, overkreditering, of ongewenst of onjuist financieel advies, omdat informatie over het financiële product (o.a. prijs, voorwaarden, dekking) op de achtergrond raakt. Consumenten vergelijken de producten onderling nauwelijks en kijken niet kritisch naar premies en voorwaarden. Daarnaast is de distributie van embedded financiële producten en diensten complexer en minder transparant, waardoor consumentenbescherming mogelijk minder kan worden gewaarborgd.	Digitalisering	↗	→
AI in financieel advies en producten	De inzet van AI binnen financieel advies, verzekeringsproducten en kredietacceptatie leidt tot risico's voor het klantbelang, van risicoselectie en premiedifferentiatie tot onverzekerbaarheid en uitsluiting. Bij onbeheerst gebruik van AI bestaat het risico op een <i>blackbox</i> , wat o.a. leidt tot niet-geschikt financieel advies. Door toenemende automatisering, uitbesteding en digitale (externe) bronontsluitingen ontstaan fouten in beslisregels of algoritmes met ernstige gevolgen voor advies en distributie.	Digitalisering	↗	
Klimaatrisico's woningmarkt	Het niet inprijzen van funderings- en overstromingsrisico's leidt tot schadelijke financiële gevolgen voor woningkopers en -eigenaren. Beide risico's zijn niet (volledig) verzekeraar en huizenbezitters zijn onvoldoende bewust over deze risico's, waardoor ze onverwacht de waarde van hun woning zien dalen of te maken krijgen met herstelkosten.	Verduurzaming	↗	
Overkreditering	Consumenten met hoge leningen bewegen naar alternatieve, meer risicovolle manieren van financiering van aankopen, zoals flitskrediet, buy-now-pay-later, vormen van (private) lease, of financiering op basis van koopsoorttaxatie. Te hoge leningen (hypothecair, consumptief) maken consumenten kwetsbaar in geval van koopkrachtdaling, verandering van persoonlijke omstandigheden en rentestijging. Hierdoor gaan zij op zoek naar risicovolle financieringsmogelijkheden.	Macro-economische ontwikkelingen	→	
Financiële criminaliteit	Toenemende digitalisering, waaronder nieuwe digitale communicatiekanalen en de opkomst van AI, creëert meer mogelijkheden voor criminelen om consumenten op te lichten, bijvoorbeeld door het maken van geloofwaardige reclames voor dubieuze beleggingen. Finfluencers kunnen onwenselijke producten aanprijzen bij (onervaren) volgers. Het beperkte nationale toezichtmandaat op grensoverschrijdende spelers belemmert goed toezicht.	- Digitalisering - Internationalisering	↗	



02 Kapitaalmarkten

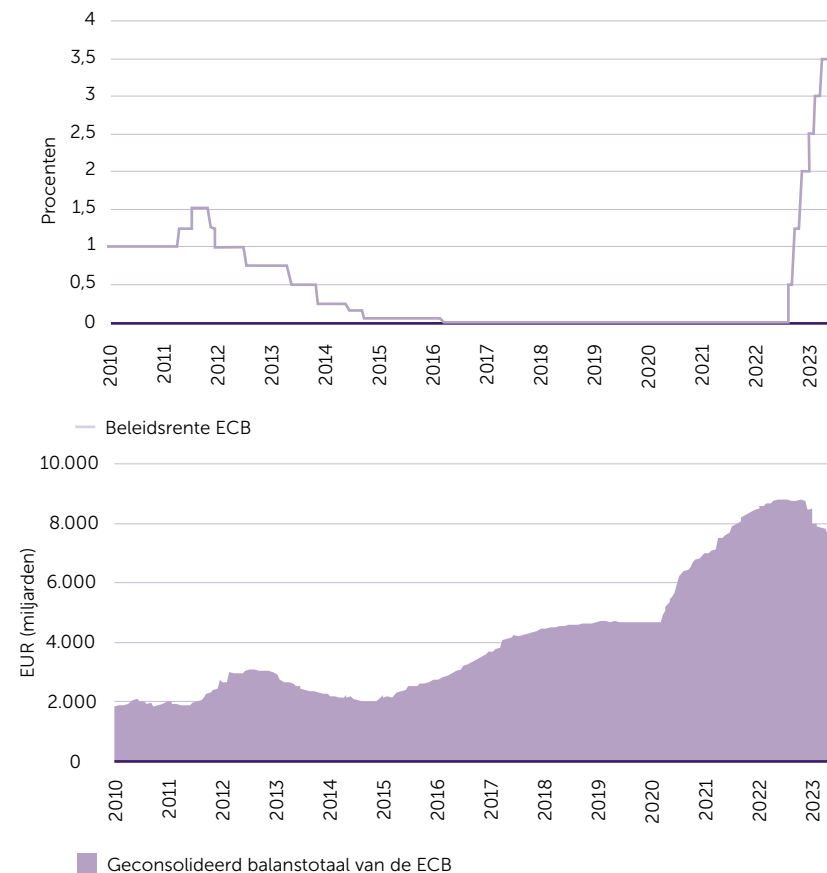


Goed werkende kapitaalmarkten dragen bij aan de economie en het duurzaam financieel welzijn van Nederland. Kapitaalmarkten spelen een belangrijke rol bij de allocatie van kapitaal ten behoeve van economische activiteiten, de herverdeling van financiële risico's, de financiering van verduurzaming van de economie en de energietransitie. Het is cruciaal dat marktpartijen vertrouwen hebben in de goede werking van de markt. De AFM ziet er daarom op toe dat alle betrokken marktpartijen, bij nieuwe uitgifte en van order tot afwikkeling, hun verantwoordelijkheid nemen om te zorgen dat de handel eerlijk, ordelijk en transparant verloopt.

2.1 Algemene ontwikkelingen

Het monetaire beleid van centrale banken is een belangrijk thema op de kapitaalmarkten. Vorig jaar liep de inflatie sterk op en veranderde het beleid van centrale banken van verruimend naar verkrappend. Dit leidde in eerste instantie tot het stapsgewijs verhogen van de beleidsrente en vervolgens ook tot de afbouw van het obligatie-opkoopprogramma (*quantitative easing*, QE). Inmiddels hanteert de ECB een beleidsrente van 4%, waar deze begin 2022 nog 0% was (zie Figuur 5, boven). Naast een verhoging van de beleidsrente besloot de ECB in 2022 haar balans niet verder uit te breiden en te stoppen met haar ruime monetair beleid. Vanaf maart 2023 is de ECB zelfs begonnen met kwantitatieve verkrapping (*quantitative tightening*, QT) door €15 miljard per maand aan obligaties te verkopen. Het effect van deze draai in beleid is duidelijk te zien in het balanstotaal van de ECB (zie Figuur 5, onder).

Figuur 5. De beleidsrente van de ECB op het hoogste punt in jaren (boven) terwijl het balanstotaal van de ECB krimpt (onder).



Bron: Macrobond



Tegen de achtergrond van macro-economische ontwikkelingen, geopolitieke spanningen en klimaatverandering, kunnen op gedigitaliseerde kapitaalmarkten nieuwe (abrupte) marktrisico's ontstaan. Kapitaalmarkten zijn in hoge mate

verbonden en in een gedigitaliseerde wereld is razendsnelle informatieoverdracht en -verwerking mogelijk. Op het oog losstaande events kunnen – tegen de achtergrond van macro-economische ontwikkelingen, geopolitieke spanningen of klimaatverandering – leiden tot volatiele veranderingen in waardering van financiële instrumenten. Snelle verwerking van nieuwe informatie kan zorgen voor abrupte koersschokken, waardoor marktpartijen in liquiditeitsproblemen kunnen komen. De hyperconnectiviteit van social media en de nieuwsvoorziening, maar ook van kapitaalmarkten zelf, vergroot deze risico's. Toezichthouders worden door digitalisering en internationalisering van kapitaalmarkten steeds vaker geconfronteerd met marktrisico's die moeilijker te ondervangen zijn. In de Verdieping "Algoritmische collusie op kapitaalmarkten" laten we aan de hand van algoritmische collusie²⁴ zien hoe wij als toezichthouder omgaan met nieuwe risico's in een veranderende wereld, bijvoorbeeld door vergaande digitalisering.

Op de gastermijnmarkt zien we extra volatiliteit vanwege haar gevoeligheid voor (geo-)politieke ontwikkelingen. Vorig jaar was er veel aandacht voor de ontwikkelingen op de gasmarkt.²⁵ Hoewel in 2023 de rust enigszins lijkt te zijn teruggekeerd, zijn de risico's blijvend. De TTF-gastermijnmarkt is gevoelig voor fundamentele ontwikkelingen op de wereldwijde gas- en aanverwante energiemarkten, zoals de oorlog in Oekraïne en de concurrentie om LNG-import met Zuidoost-Azië en China. Dit kan zich uiten in verhoogde prijsniveaus en volatiliteit. Het is vooralsnog afwachten wat het langetermijneffect is van het Market Correction Mechanism (MCM)²⁶. Wanneer de prijs onvermoed opnieuw richting de afgesproken maximale prijs beweegt, kan de liquiditeit zich mogelijk verplaatsen naar buiten de EU of buiten de beurs om (Over-the-Counter, OTC).

²⁴ Algoritmische collusie is een vorm van stilzwijgende samenzwering op basis van algoritmes.

²⁵ De ontwikkeling op de TTF-gastermijnmarkt wordt nader beschreven in onze publicatie [State of the Capital Markets 2023](#).

²⁶ 'Infographic - A market mechanism to limit excessive gas price spikes', Europese Raad.

Box 5 Belangrijke regelgevingstrajecten

EMIR review

De herziening van EMIR moet leiden tot het vergroten van de aantrekkelijkheid van centraal geclearde derivaten in de Europese Unie. In december 2022 heeft de Europese Commissie een voorstel tot herziening van de European Market Infrastructure Regulation (EMIR) gepubliceerd. Begin 2022 heeft er een publieke consultatie plaats gevonden waar belangrijke stakeholders, zoals toezichthouders en marktpartijen, input konden geven voor verbetering van het Europese clearingraamwerk. De nieuwe voorstellen zijn erop gericht om de hoeveelheid centraal geclearde derivaten in de EU te vergroten. Dit wil men onder andere doen door het verbeteren en verkorten van procedures voor CCP's. Dit maakt het clearen bij deze Europese CCP's in potentie goedkoper, klantvriendelijker en aantrekkelijker. Verder zijn er ook wijzigingen op komst met betrekking tot het grensoverschrijdende toezicht op CCP's en de clearing door niet-financiële bedrijven. Het voorstel is onderdeel van een breder pakket aan maatregelen dat gerelateerd is aan de Europese Kapitaalmarktunie (Capital Markets Union, CMU).²⁷

MiFID/ MiFIR review

Het voorstel voor de MiFIR review ziet voornamelijk op aanpassingen rond de handel in financiële instrumenten en op het vergroten van de transparantie van deze handel. Zo maken de voorgestelde aanpassingen aan MiFIR onder andere een *consolidated tape* mogelijk. Een *consolidated tape* beoogt toegangsdrempels weg te nemen en de beschikbaarheid van marktdata in gefragmenteerde Europese kapitaalmarkten te verbeteren. Daarnaast behelst het voorstel een verbod op *payment-for-order-flow* (PFOF), een praktijk waarbij retail brokers een vergoeding krijgen van market makers of handelsplatformen voor het uitvoeren van orders van hun cliënten. De triloog is in april 2023 gestart.

²⁷ 'Capital markets union: clearing, insolvency and listing package', Europese Commissie.



MiCAR

Het complexe en internationale karakter van cryptoactivamarkten kan bijdragen aan het ontstaan van niet-integer handelsgedrag. Zo bestaat het risico op marktmisbruik. Denk hierbij aan georkestreerde koersstijgingen met als doel tegen een hogere prijs crypto's te dumpen (*pump and dump*) en handel met voorwetenschap op cryptoplatformen. Hierbij worden bijvoorbeeld cryptoactiva aangeschaft vlak voordat deze kunnen worden verhandeld op het platform om deze vervolgens na de introductie weer te verkopen. Niet ondenkbaar is ook dat marktpartijen cryptoactiva gebruiken voor witwassen, financiering van terroristische activiteiten en het ontwijken van sanctieregelgeving.

Hoewel de Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR) de nodige haakjes biedt voor het toezicht om deze risico's aan te pakken, bestaan er zorgen of deze haakjes voldoende stevig en praktisch handhaafbaar zijn. Zo zal het signaleren en aanpakken van marktmisbruik ingewikkeld zijn onder MiCAR. Zogenaamde tokens worden op veel verschillende internationale platformen verhandeld en marktpartijen zijn niet verplicht om transactiedata te rapporteren aan de AFM. Ook het toezicht op witwassen vormt een uitdaging. Door *private wallets* blijft het immers goed mogelijk voor partijen om buiten platformen om anoniem cryptoactiva te verhandelen.

DORA

Op de kapitaalmarkten zijn relatief veel partijen in scope van DORA-regelgeving. In januari 2023 is de Digital Operational Resilience Act (DORA) in werking getreden, waarna ondernemingen twee jaar tijd hebben om aan de verordening te voldoen. DORA heeft als doel om de digitale weerbaarheid van spelers op financiële markten te vergroten, nu het risico op cyberaanvallen steeds pregnanter wordt met de toenemende afhankelijkheid van financiële processen. Binnen de kapitaalmarkten zijn CCP's, CSD's, handelsplatformen en HER's in scope van DORA. Momenteel gelden voor deze populatie al verschillende soorten wetgeving die op onderdelen raakvlakken hebben met DORA, waaronder MiFID, CSRD en EMIR. Hoewel voor een deel van de partijen het verschil tussen de huidige IT-beheersing en de vereisten vanuit DORA relatief beperkt zal zijn, zal een deel van de ondernemingen nog significante inspanningen moeten verrichten om voldoende weerbaar te zijn tegen IT-risico's.

2.2 Digitalisering

De ontwikkelingen op het gebied van digitalisering, zoals kunstmatige intelligentie (AI), zorgen mogelijk voor grotere efficiëntie, maar kunnen ook de ordelijke werking van kapitaalmarkten en het toezicht erop beïnvloeden. Voor marktpartijen zijn er grote voordelen bij de inzet van AI, zoals een informatievoorsprong en kostenvoordelen. Daarnaast wordt AI ingezet om met behulp van grote hoeveelheden, alternatieve data (denk aan satellietbeelden van bewegingen van olietankers of volle parkeerterreinen bij de bouwmarkt) *market intelligence* op te bouwen en zo betere investeringsbeslissingen te maken. Dit kan in theorie leiden tot efficiëntere prijsvinding, meer liquiditeit en lagere kosten voor eindgebruikers. Het spanningsveld tussen eerlijkheid, ordelijkheid en transparantie van kapitaalmarkten wordt door geavanceerde technologie ook groter. Neem als voorbeeld een op *machine learning* gebaseerd algoritme dat zichzelf, zonder menselijke interventie, heeft aangeleerd om met een variant op *spoofing of layering*²⁸ de markt te manipuleren. Toezicht op dit soort ontwikkelingen vereist een gespecialiseerde aanpak, zowel om de ordelijke werking van de markt te behouden als transparantie en eerlijkheid te bevorderen.

Wist je dat...?

Op Nederlandse handelsplatformen ongeveer 75% van alle uitgevoerde aandelenorders wordt ingelegd door middel van een handelsalgoritme?²⁹

Het gebruik van AI leidt tot grote risico's, met name door mogelijk tekortschietende transparantie en uitlegbaarheid, waardoor de goede werking van kapitaalmarkten onder druk kan komen te staan. Door de complexiteit, het gebruik van grote hoeveelheden data en nieuwe correlaties en structuren die AI-technologie bloot kan leggen, zijn er zorgen rondom transparantie en uitlegbaarheid. Als beslissingen niet uitlegbaar zijn, kan bijvoorbeeld eerlijkheid van handel niet worden gegarandeerd. Uiteindelijk leidt dit tot een ondermijning van het vertrouwen en ontstaan er risico's voor de stabiliteit van financiële markten. Toezicht op AI vereist daarom adequate governance die voorkomt dat de markt tot een *blackbox* verwordt. Op dit

²⁸ Spoofing en layering zijn handelsstrategieën waarbij (veel) orders worden geplaatst met als doel om de markt te misleiden met betrekking tot ware handelsintenties.

²⁹ 'State of the Capital Markets', AFM, oktober 2023.





moment wordt er gewerkt aan Europese wetgeving die toeziet op het gebruik van AI. In deze AI-verordening worden onder andere bepaalde ethische principes geborgd waaraan betrouwbare AI moet voldoen. Denk hierbij aan veiligheid, transparantie en menselijke aansprakelijkheid en verantwoordelijkheid.³⁰

Met AI zijn hoge kosten gemoeid, zowel van kennis als kapitaal, en deze zorgen mogelijk voor een ongelijk speelveld binnen de kapitaalmarktinfrastructuur.

Ook zonder AI zijn er zorgen over concentratierisico's rondom belangrijke partijen die de kapitaalmarktinfrastructuur ondersteunen, zoals banken, handelsplatformen en market makers. Zo vereist het actief zijn als market maker hoge investeringen (technologie, kapitaal en gespecialiseerd personeel) die niet iedere kleine speler kan bekostigen. Hierdoor blijven slechts enkele, kapitaalkrachtige spelers over. AI kan dit verder versterken, omdat ook voor het toepassen van AI hoge investeringen, zowel in kennis als kapitaal, nodig zijn. Kleine, nieuwe of niche partijen – die belangrijk zijn voor de gezondheid van het financiële ecosysteem – zijn door deze hogere impliciete toetredingsdrempels niet meer rendabel. Indien alleen grote, kapitaalkrachtige marktpartijen dit kunnen bekostigen, draagt het bij aan het creëren van een ongelijk speelveld binnen de kapitaalmarktinfrastructuur. Concentratie rondom enkele partijen, schaadt mogelijk de financiële stabiliteit.

Cyber risico's zullen blijvend relevant zijn, ook met de komst van DORA. De kapitaalmarktinfrastructuur is in hoge mate gedigitaliseerd. Zowel de handelsplatformen als de grootste liquiditeitsverschaffers (Handelaren voor Eigen Rekening, HER's) zijn afhankelijk van geavanceerde technologie. Deze technologie kan zowel door die partijen zelf ontwikkeld zijn als door (grote) technologiebedrijven. Daarnaast zijn kapitaalmarkten wereldwijd met elkaar verbonden, wat goed is voor de efficiëntie van en liquiditeit op kapitaalmarkten. Deze connectiviteit is echter ook kwetsbaar, zo bleek onder andere uit een cyberaanval op een relatief onbekende financiële dienstverlener in januari van dit jaar. Dit bedrijf maakt cruciale software waarmee derivatentransacties worden gereconcilieerd. Als gevolg van de aanval konden een aantal weken geen transactierapportages worden gemaakt door handelsplatforms en toezichthouders.³¹ Het doel van de nieuwe regelgeving DORA is om de

kapitaalmarktinfrastructuur te verstevigen door onder meer financiële instellingen te verplichten om bepaalde *best practices* te implementeren. Uit onderzoek van de AFM blijkt dat in Nederland niet alle handelsplatformen en HER's volledig DORA-proof zijn.³²

2.3 Verduurzaming

Kapitaalmarkten spelen een belangrijke rol bij de financiering van de duurzaamheidstransitie. De primaire functie van kapitaalmarkten is efficiënte prijsvinding en risico- en kapitaalallocatie. Hiermee wordt ook de duurzaamheidstransitie mede mogelijk gemaakt. Kapitaalmarkten faciliteren kapitaalstromen van banken en assetmanagers naar duurzame projecten en maken de allocatie van kapitaal naar groene investeringsopties mogelijk. Om aan de duurzaamheidsdoelstellingen van de EU te voldoen, zijn grote hoeveelheden kapitaal nodig. Het Internationale Energie Agentschap (IEA) voorspelt dat wereldwijde investeringen in groene energie in 2023 groter zullen zijn dan in fossiele energiebronnen, maar investeringen in fossiele brandstoffen hoog blijven. Van de \$2.800 miljard investeringen in energie in 2023 gaat naar schatting \$1.700 miljard naar groene technologie zoals hernieuwbare energie, opslagtechnieken en elektrische voertuigen. De overige \$1.100 miljard gaat naar fossiele en uitstoot-intensieve sectoren (zie Figuur 6).³³ Netto-investeringen in groene energie blijven daarmee achter op de doelstellingen. Duurzame financieringsactiviteit zal moeten verdubbelen of zelfs verdrievoudigen om deze doelstellingen in 2050 te halen.³⁴

30 Deze principes gelden nu ook al grotendeels in bestaande wetgeving rondom (algoritisch) handelen, zoals MiFID en MAR.

31 'Derivatives market still hit by fallout from Ion Markets cyber attack', Financial Times, februari 2023.

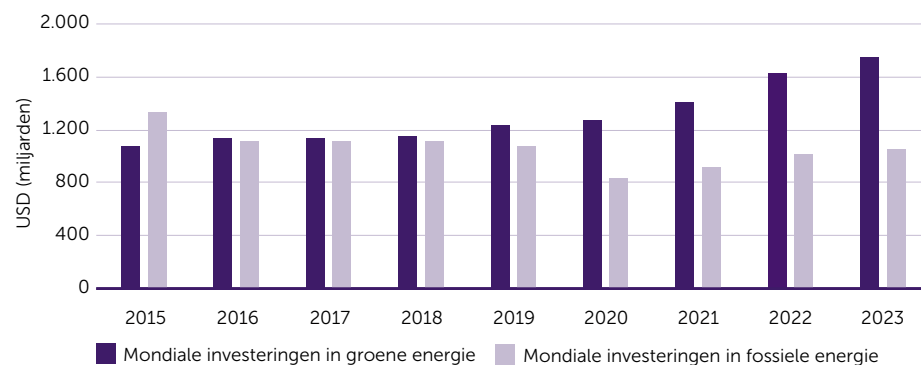
32 'IT Incident Management Capital Markets', AFM, maart 2023.

33 'World Energy Investment 2023', IEA, juni 2023.

34 'A reality check on Green Finance', New Finance, juni 2022.



Figuur 6. Groene investeringen nemen toe, maar investeringen in fossiele brandstoffen blijven hoog.



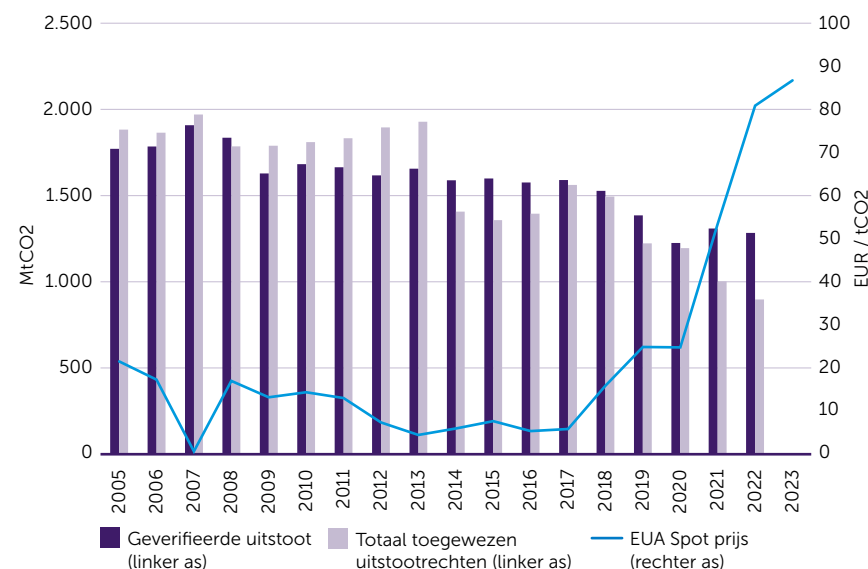
Bron: Internationaal Energie Agentschap (IEA)

Ontwikkelingen op de gastermijnmarkt hebben materiële invloed op de energietransitie. De gastermijnmarkt speelt een belangrijke rol bij het beprijzen van energie en dus de energietransitie. Hoge prijzen kunnen resulteren in zowel meer als minder investeringen in de energietransitie. Enerzijds kunnen hoge fossiele brandstofprijzen ervoor zorgen dat hernieuwbare alternatieven aantrekkelijker worden. Anderzijds hebben energiebedrijven minder prikkels om te investeren in hernieuwbare alternatieven als er veel winst wordt gemaakt op fossiele brandstoffen. Uiteindelijk is het belangrijk dat op gastermijnmarkten en onderliggende markten op een transparante en eerlijke manier de prijs van gas tot stand komt, zodat marktpartijen investeringsbeslissingen kunnen nemen die de duurzaamheidstransitie ondersteunen.

Ook het Europese emissierechtenhandelssysteem (ETS) en de in Amsterdam gevestigde termijnmarkt dragen bij aan de energietransitie. Industrieën die onder ETS vallen, moeten CO₂-uitstoot compenseren door voldoende uitstootrechten te kopen (European Union Allowance, EUA's). Zij staan daarbij voor de keuze om uitstootrechten te kopen of te investeren in uitstootbesparingen. Investeringen in uitstootbesparingen worden aantrekkelijker naarmate de uitstootrechten duurder worden. Er komen steeds minder uitstootrechten beschikbaar waardoor bedrijven moeten concurreren om steeds schaarser wordende uitstootrechten waardoor

de prijs stijgt (zie Figuur 7). De termijnmarkt met EUA's als onderliggende waarde speelt een belangrijke rol in het prijsvormingsproces. Deze in Amsterdam gevestigde markt is evenals de gastermijnmarkt kwetsbaar voor politieke ontwikkelingen. Door onverwachts (politiek) ingrijpen in de markt kan volatiliteit ontstaan in de EUA-markt en afgeleide termijnmarkten met mogelijk gevolgen voor marktpartijen zoals acute liquiditeitsproblemen door marginverplichtingen.

Figuur 7. Lager aanbod van uitstootrechten drukt de EUA-prijs omhoog.



Bron: European Environment Agency (EEA), EEX, AFM

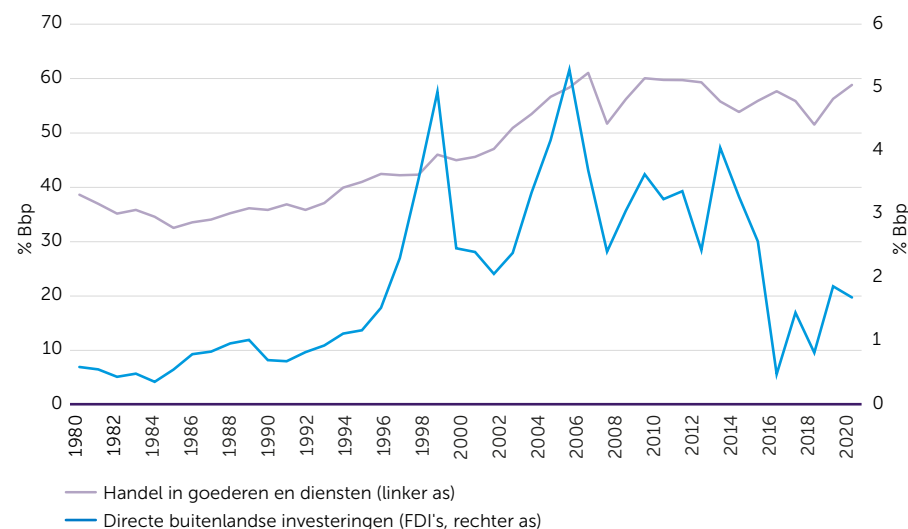




2.4 Internationalisering

Geopolitieke spanningen en deglobalisering hebben invloed op het rendement van beleggingsfondsen die wereldwijd actief zijn. Decennialang was de consensus gericht op globalisering van handel en investeringen. Beleggingsfondsen (en andere bedrijven) die wereldwijd actief zijn, profiteren van globalisering en vrije marktwerking, wat zij terug zagen komen in hogere rendementen. Op dit moment worden tekenen van deglobalisatie, of *slowbalisation*, zichtbaar (zie Figuur 8).³⁵ Naast de oorlog in Oekraïne lopen de spanningen tussen de VS en China steeds verder op. Deze oplopende spanningen hebben mogelijk invloed op de rendementen van mondiaal opererende bedrijven. Beleggers zijn zich niet altijd bewust van geopolitieke risico's van de bedrijven waarin zij beleggen. Transparantie rondom deze risico's, zoals ketenafhankelijkheden, is daarom belangrijk.

Figuur 8. Teken van slowbalisation: stabiliserende wereldhandel en afnemende directe buitenlandse investeringen (Foreign Direct Investments, FDI's).



Bron: IMF WEO³⁶

³⁵ 'The High Cost of Global Economic Fragmentation', IMF, augustus 2023

³⁶ 'World Economic Outlook: A Rocky Recovery', IMF, april 2023.

De liquiditeit op EU-aandelenmarkten blijft achter bij Azië en de VS. Dit komt onder andere door de dominantie van bancaire financiering binnen de EU als voornaamste financieringsbron voor bedrijven.³⁷ Ook zijn Europese kapitaalmarkten volgens nationale lijnen gesegmenteerd en is de bijdrage van alternatieve financieringsbronnen, zoals venture capital en private equity, beperkt. In de VS en Azië is bedrijfsfinanciering een stuk gediversifieerder. Dit maakt een economie weerbaarder, bijvoorbeeld bij oplopende stabiliteitsrisico's in het bancaire systeem. De EU-aandelenmarkten beleven dan ook een trage voortgang, wat wordt weerspiegeld in het afnemende aandeel van de EU in de wereldwijde aandelenmarktkapitalisatie van beursgenoteerde aandelen. Dit maakt het onder andere voor Europese bedrijven lastiger om op de Europese kapitaalmarkten financiering aan te trekken.

Hoewel er vooruitgang is geboekt op het gebied van geïntegreerde kapitaalmarkten, blijven de Europese kapitaalmarkten gefragmenteerd. Met tientallen (nationale) beurzen en handelsplatformen in verschillende landen is de Europese kapitaalmarkt gefragmenteerd. Het verminderen van fragmentatie op Europese kapitaalmarkten is belangrijk om de concurrentiepositie van Europa te versterken, investeringen aan te trekken en de financiering van bedrijven te vergemakkelijken. De Europese Commissie heeft hiervoor een aantal actieplannen gemaakt onder de noemer van de Capital Markets Union (CMU). Een kapitaalmarktenunie moet – via efficiënte marktinfrastuctuur en bemiddelaars – de stroom van kapitaal van beleggers naar Europese investeringsprojecten vergroten, de allocatie van risico en kapitaal in de EU verbeteren en uiteindelijk Europa beter tegen toekomstige schokken bestand maken.

³⁷ 'State of the Capital Markets', AFM, oktober 2023.



Box 6 Europese kapitaalmarkten post-brexite

Als gevolg van brexit is Nederland een belangrijk financieel handelscentrum geworden in de Europese Unie (EU), vooral op het gebied van aandelen- en obligatiehandel. Na brexit hebben zeven nieuwe handelsplatformen zich in Nederland gevestigd, waarvan twee zich richten op aandelenhandel (Cboe en Turquoise) en vier op obligatiehandel (Tradeweb, Bloomberg, MarketAxess en CME). Het aanverwante ecosysteem is ook gegroeid, met meer Handelaren voor Eigen Rekening, vermogensbeheerders en datadienstverleners die activiteiten naar Nederland hebben verplaatst.

De mate van divergentie in de regelgeving tussen het VK en de EU op het gebied van kapitaalmarkten blijft voorlopig beperkt. In de aanloop naar brexit bestond er veel onzekerheid over een toename van divergentie van regelgeving tussen het VK en de EU. Toenemende divergentie kan immers leiden tot marktverstoringen en hogere kosten voor de betrokken participanten. Om haar financiële sector en diensten te hervormen heeft het VK nieuwe regels geïntroduceerd, zoals het afschaffen van de Double Volume Cap (DVC) en de Share Trading Obligations (STO's), en het wijzigen van de definitie van Systematic Internalisers (SI's). Kortgezegd vergoot dit de handelsvrijheid van marktpartijen in het VK. De komende periode zal meer blijken hoe de EU haar regelgeving zal aanpassen aan de nieuwe situatie, zoals rond de herziening van regels rond derivatenclearing (EMIR). De kans is het grootst dat discrepanties ontstaan op gebieden met nieuwe regelgeving, zoals rond crypto en Fintech, aangezien er pre-brexite beperkte regelgeving bestond voor deze terreinen.

Samenwerking tussen het VK en de EU op het gebied van wet- en regelgeving is essentieel. In juni 2023 is er een Memorandum of Understanding (MoU) ondertekend tussen het VK en de EU om samenwerking en dialoog op het gebied van financiële diensten te versterken, met nadruk op vrijwillige samenwerking op het gebied van regelgeving. Dit is ook van belang in relatie tot de Europese Kapitaalmarktunie (CMU). Met het vertrek van het VK uit de EU zijn de uitdagingen rond de Europese Kapitaalmarktunie verder toegenomen. Londen maakt als vooraanstaand financieel centrum immers geen deel meer uit van de EU.

2.5 Integriteit en crimineel gedrag

Digitalisering en AI faciliteren nieuwe vormen van marktmisbruik op kapitaalmarkten. Ontwikkelingen op het gebied van digitalisering zorgen voor nieuwe risico's voor kapitaalmarkten. Een voorbeeld hiervan is dynamiek op social media, die aangezwengeld door geautomatiseerde content tot flinke koersschommelingen van financiële instrumenten kan leiden. Dit hebben we onder andere gezien bij de GameStop-casus.³⁸ Deze dynamiek kan ook op een malafide manier worden ingezet, door bewust de markt te manipuleren met valse berichtgeving of 'beleggingstips' van influencers.³⁹ AI-modellen creëren hier nieuwe nog verdergaande mogelijkheden voor, door bijvoorbeeld criminelen in staat te stellen om geloofwaardige nieuwsberichten of afbeeldingen over beursgenoteerde instellingen te genereren die kunnen worden verspreid op social media om de markt te manipuleren. Ook de handel in cryptoactiva, die met MiCAR onder toezicht van de AFM komen te vallen, is gevoelig voor verschillende (nieuwe) vormen van marktmisbruik. Dit soort risico's zijn relatief nieuw, hebben mogelijk grote impact op kapitaalmarkten en vragen om nieuwe en doorontwikkelde manieren van toezicht en aanpak van marktmisbruik.

³⁸ 'AFM Market Watch Beleggen en social media in de context van GameStop', AFM, juni 2021.

³⁹ Zie bijvoorbeeld: 'SEC Charges Eight Social Media Influencers in \$100 Million Stock Manipulation Scheme Promoted on Discord and Twitter', SEC, december 2022.

Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang	
Event risk	Events kunnen voor abrupte koersschommelingen en liquiditeitsproblemen zorgen. In de gedigitaliseerde wereld met wereldwijde communicatielijnen, social media en snelle handelsalgoritmes is razendsnelle informatieoverdracht en –verwerking mogelijk. Nieuwe informatie wordt zeer snel ingeprijsd met snelle en uitvergroete marktbewegingen als gevolg. Onderliggende oorzaken van events zijn o.a. macro-economische omstandigheden, geopolitieke spanningen en klimaatverandering.	• Digitalisering • Geopolitieke ontwikkelingen • Internationalisering • Macro-economische ontwikkelingen		
Beheersing van algoritmes	Onbeheerst gebruik van AI in handelsalgoritmes zorgt voor druk op de ordelijke werking van kapitaalmarkten, bijvoorbeeld door het gebruik van <i>blackbox</i> handelsalgoritmes. Gebrekkige beheersing leidt tot fouten in individuele algoritmes, zoals programmeerfouten of datafouten, en mogelijk tot ongewenste interferentie tussen algoritmes. Dit kan leiden tot financiële instabiliteit.	• Digitalisering		
Markt- en grensoverschrijdend marktmisbruik	Internationalisering en fragmentatie van kapitaalmarkten bieden kansen voor vormen van voorwetenschap en marktmanipulatie die lastig te detecteren en aan te pakken zijn. Denk daarbij aan cross-product handel met voorwetenschap of koersmanipulatie in gecorreleerde grensoverschrijdende producten. In deze gevallen wordt op oneerlijke wijze geld verdiend ten koste van andere beleggers.	• Digitalisering • Internationalisering		
Tekortschietende data ten behoeve van beleggersbeslissingen	Tekortschietende (centrale) duurzaamheids-, markt- en prijsinformatie verzwakt de informatiepositie van beleggers en vermindert daarmee de efficiëntie van beleggingsbeslissingen. Met tientallen handelsplatformen in verschillende landen is de Europese financiële markt sterk gefragmenteerd en is er op dit moment te weinig sprake van centrale markt- en prijsinformatie.	• Digitalisering • Internationalisering • Verduurzaming		
Digitale operationele weerbaarheid	De beheerste bedrijfsvoering van marktpartijen blijft achter bij de eisen die horen bij vergaande digitalisering. De beheerste bedrijfsvoering van de hoogtechnologische partijen die actief zijn op kapitaalmarkten is cruciaal voor het goed functioneren van de markt in zijn geheel. Zorgen over operationele beheersing en weerbaarheid zijn er over uitval van infrastructuur, cybersecurity en beheersing van algoritmes.	• Digitalisering		
Ketenafhankelijkheid	Kapitaalmarkten zijn gevoelig voor het uitvallen van een enkele speler in de infrastructuur waardoor handel stil komt te liggen en prijsvorming wordt bemoeilijkt. Toenemende wet- en regelgeving vergroot toetredingsdrempels waardoor er enkele spelers in de handelsketen overblijven. Dit zet druk op de robuustheid van markten en kan leiden tot financiële instabiliteit.	• Digitalisering • Internationalisering • Wet- en regelgeving		
Consolidatie en marktmacht	In delen van de markt en handelsketen blijven een beperkt aantal spelers met aanzienlijke marktmacht over waardoor klanten en eindgebruikers niet altijd de beste uitkomst krijgen. Marktstructuur, zoals marktfragmentatie en grote toetredingsdrempels, leidt tot <i>winner-takes-all</i> -uitkomsten. Dit geldt bijvoorbeeld voor HER's, handelsplatformen of andere partijen die cruciaal zijn voor de kapitaalmarktinfrastructuur.	• Digitalisering • Internationalisering • Wet- en regelgeving		



03 Assetmanagement

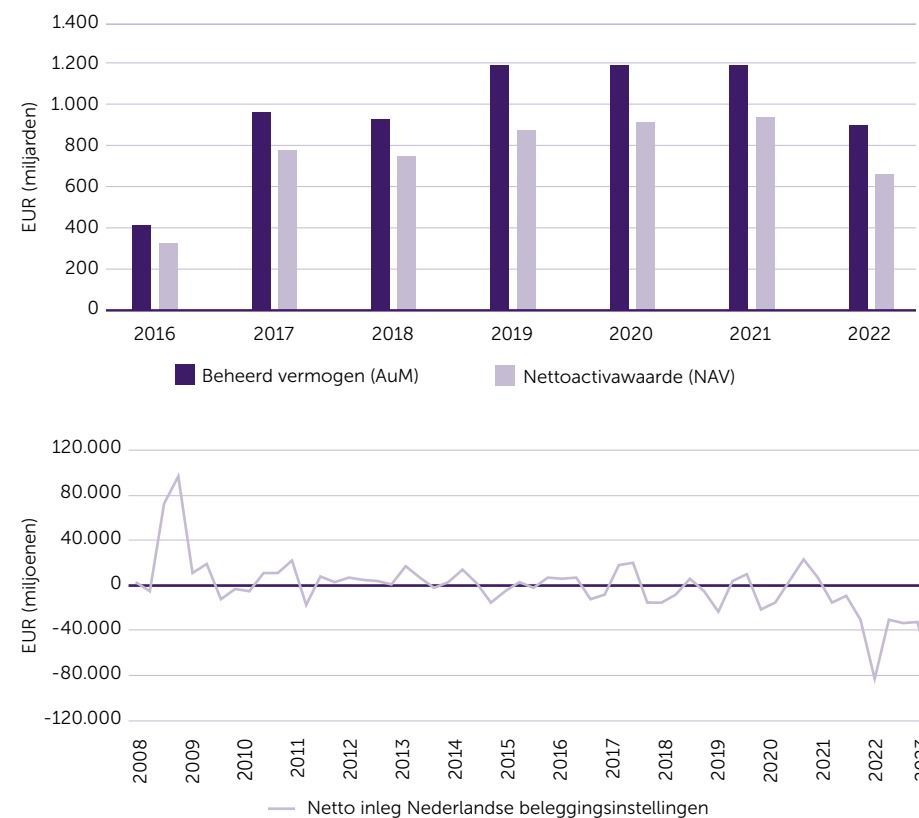


Het toezichtgebied assetmanagement geeft invulling aan de AFM-missie door te werken aan een robuuste en wendbare assetmanagementsector ten behoeve van beleggers. Met ons toezicht dragen we bij aan de bescherming van beleggers en consumenten die direct of indirect geld hebben ondergebracht bij assetmanagers. Zij beleggen op de kapitaalmarkten het vermogen van particulieren en grote institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars.

3.1 Algemene ontwikkelingen

Het totaal beheerd vermogen bij Nederlandse beleggingsinstellingen nam in 2022 aanzienlijk af, met name door de wereldwijde daling van de aandelen- en obligatiekoersen. Na een aantal goede beleggingsjaren werd 2022 gekenmerkt door hoge volatiliteit en dalende aandelen- en obligatiekoersen. Waar normaal-gesproken obligaties in periodes van dalende aandelenkoersen dienen als veilige haven voor beleggers, kregen beleggers nu te maken met de zeldzame situatie dat aandelen en obligaties gelijktijdig daalden. Dit zorgde voor negatieve rendementen bij Nederlandse beleggingsinstellingen en daarmee een lager netto vermogen (zie Figuur 9, boven). Zo boekten pensioenfondsen in 2022 na aftrek van kosten een beleggingsrendement van gemiddeld -21%.⁴⁰ Aanvullend was er ook sprake van een netto-uitstroom bij Nederlandse beleggingsinstellingen (zie Figuur 9, onder). Dit kwam vooral doordat pensioenfondsen relatief veel activa hebben verkocht, mede om te voldoen aan margeverplichtingen als gevolg van de gestegen rente.

Figuur 9. Boven: Lager beheerd vermogen (AuM) en nettoactivawaarde (NAV) van Nederlandse beleggingsinstellingen in 2022. Onder: Daling van de netto inleg bij Nederlandse beleggingsinstellingen.



Bron: AFM, DNB

⁴⁰ [Gegevens individuele pensioenfondsen](#) (kwartaal), DNB.



Door de snel stijgende rente en periodes van acute marktstress neemt het risico op liquiditeitsproblemen toe. Open-end beleggingsfondsen kunnen hierdoor te maken krijgen met liquiditeitsdruk als veel, of enkele grote, beleggers tegelijkertijd willen uitreden. Dit kan ertoe leiden dat assetmanagers snel en tegen verlies activa moeten verkopen (fire sales). Dit risico speelt vooral bij fondsen die in activaklassen beleggen die inherent illiquide zijn, zoals direct vastgoed of (high yield) bedrijfsobligaties. Ook kunnen assetmanagers met grote derivatenportefeuilles in liquiditeitsproblemen komen wanneer zij bij een verhoogde volatiliteit in onderliggende waarde worden geconfronteerd met hoge marginverplichtingen en de (illiquide) activa van het fonds niet op tijd liquide gemaakt kunnen worden. Tot slot speelt de geldmarkt een belangrijke rol bij het aantrekken en wegzetten van liquiditeit door assetmanagers. Wanneer de geldmarktrente in korte tijd sterk stijgt en marktpartijen niet zoals gebruikelijk via geldmarkten voor korte tijd en tegen onderpand liquiditeit aan kunnen trekken, draagt dit bij aan liquiditeitsproblemen. Hoe het risico op liquiditeitsproblemen zich in de toekomst ontwikkelt is mede afhankelijk van het rentebeleid van centrale banken.

Liquiditeitsbeheer is een kritiek onderdeel van de beheerste bedrijfsvoering van fondsbeheerders en vormt de eerste verdedigingslinie tegen stabiliteitsrisico's.

De verhoogde volatiliteit op markten zorgt voor verhoogde liquiditeitsrisico's bij assetmanagers en benadrukt het belang van adequaat liquiditeitsrisicomanagement. Onderdeel daarvan is de beschikbaarheid van *liquidity management tools* (LMT's) waarmee fondsbeheerders bijvoorbeeld tijdelijk onttrekkingen kunnen opschorten. Ook is het belangrijk om de voorwaarden voor de uittreding uit fondsen en de liquiditeit van de onderliggende activa goed op elkaar af te stemmen zodat er geen liquiditeitsmismatch bestaat. In extreme gevallen heeft de AFM de mogelijkheid om de inkoop en uittreding van fondsen op te schorten.

Conjuncturele en structurele ontwikkelingen in de commercieel vastgoedsector kunnen een systemische impact hebben op het financiële systeem en de reële economie. Conjuncturele risico's houden verband met een verhoogde inflatie, een verkrapping van de financiële voorwaarden en een verslechtering van de groei-vooruitzichten. Kwetsbaarheden in verband met structurele veranderingen in de commercieel vastgoedsector zijn onder meer verduurzaming en de verschuiving naar e-commerce. Ongunstige ontwikkelingen hebben onder andere impact op

kredietrisico's van banken en liquiditeitsrisico's bij open-end beleggingsfondsen. De European Systemic Risk Board (ESRB) heeft in december 2022 de EU en nationale autoriteiten opgeroepen om de monitoring van deze risico's die voortvloeien uit de commerciële vastgoedsector, te verbeteren.⁴¹

De toenemende druk op het beheerd vermogen is een katalysator voor de consolidatieslag in de assetmanagementsector. Margedruk, groei van (online) passief (index)beleggen en toenemende wet- en regelgeving noodzaakt assetmanagers om zich strategisch te herpositioneren. De overname- en consolidatiegolf doet zich voor in alle segmenten van de markt. Het slechte beursjaar van 2022 heeft het beheerd vermogen door assetmanagers significant geraakt. Ten eerste door dalende koersen voor assetclasses, zoals aandelen. Ten tweede heeft de stijging van de rente geleid tot lagere waarderingen van obligaties. Samen resulteert dit, door een lager beheerd vermogen, in dalende inkomsten. Daarnaast neemt de minimale hoeveelheid beheerd vermogen toe die nodig is om uit de kosten te komen om aan wet- en regelgeving te voldoen. Dit maakt het voor assetmanagement partijen steeds lastiger om hun soliditeit te waarborgen.

Naast overnames zien we dat uitbesteding aan belang wint bij assetmanagers, wat leidt tot concentratierisico's. Binnen de assetmanagementsector neemt het belang van uitbesteding al enige jaren toe. Naast uitbesteding van (beleggings) administratie en IT worden in toenemende mate ook vergunningplichtige activiteiten zoals portefeuille- en vermogensbeheer uitbesteed. Als assetmanagers activiteiten uitbesteden aan derde partijen, blijven zij daar zelf verantwoordelijk voor. Dat vraagt om goede afspraken en beheersmaatregelen, zodat de dienstverlening aan klanten niet in gevaar komt. Daarnaast ontstaan er concentratierisico's wanneer veel assetmanagers afhankelijk worden van een beperkt aantal derde partijen voor bepaalde werkzaamheden. Onderbreking van de dienstverlening bij een dergelijke partij kunnen dan voor problemen bij een groot aantal assetmanagers zorgen.

⁴¹ 'ESRB issues a recommendation on vulnerabilities in the commercial real estate sector in the European Economic Area', ESRB, januari 2023.



Box 7 Belangrijke regelgevingstrajecten

DORA

Binnen de assetmanagementsector heeft de implementatie van DORA grote impact. In januari 2023 is de Digital Operational Resilience Act (DORA) in werking getreden, waarna ondernemingen twee jaar tijd hebben om aan de verordening te voldoen. DORA heeft als doel om de digitale weerbaarheid van spelers op financiële markten te vergroten, nu het risico op cyberaanvallen steeds pregnanter wordt met de toenemende afhankelijkheid van financiële processen. Binnen de assetmanagementsector zijn beheerders van beleggingsinstellingen (ICBE en AIFM), beleggingsondernemingen, handelsplatformen, aanbieders van crowdfundingdiensten, aanbieders van datarapporteringsdiensten, aanbieders van cryptoactivadiensten en bepaalde bewaarders in scope van DORA.⁴² De verplichte taak voor financiële partijen is onder andere een uitgebreide 'framework' voor de beheersing van IT-risico's, een analyse van de veiligheid per systeem en IT-leverancier en van de waarborging van de continuïteit. Binnen de populatie zien we verschillen in IT-volwassenheidsniveaus, wat de relevantie van het investeren in het mitigeren van IT-risico's benadrukt. Omdat assetmanagers steeds vaker bedrijfsprocessen – waaronder IT – uitbesteden, is het van belang dat de implementatie van DORA tijdig en zorgvuldig wordt opgepakt en aangepakt.

SFDR level 2

Sinds begin dit jaar zijn de aanvullende verplichtingen uit de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR level 2) van toepassing op, onder andere, vermogensbeheerders en pensioenfondsen. Uiterlijk op 1 januari 2023 moest aanvullende informatie over de duurzaamheid worden gepubliceerd waaronder i) de verklaring inzake de belangrijkste ongunstige effecten van beleggingsbeslissingen en ii) informatie over de duurzaamheidskenmerken van financiële producten. De implementatie van deze aanvullende transparantieplichtingen heeft wederom een grote inspanning van marktpartijen

gevraagd. De beschikbare duurzaamheidsinformatie moet inzicht geven in de mate van duurzaamheid van financiële producten en de manier waarop ondernemingen omgaan met duurzaamheid.

Uit signalen uit de markt blijkt dat partijen nog worstelen met onduidelijkheden rondom deze regelgeving. Na inwerkingtreding van de aanvullende vereisten van de SFDR begin 2023 worstelen marktpartijen nog met de uitvoer. Partijen hebben vooral moeite met het verkrijgen van de data die nodig is om aan de SFDR vereisten te voldoen zoals het rapporteren over de belangrijkste ongunstige effecten. Daarbij lopen marktpartijen bij het naleven van de SFDR vereisten, waaronder het gebruik van het verplichte informatietemplate, ook tegen praktische onduidelijkheden aan. Ook is de regelgeving nog volop in ontwikkeling. Zo er een aanpassing van de SFDR level 2 vereisten op komt en heeft de Europese Commissie een review van de SFDR level 1 aangekondigd.

Pensioentransitie

Met name voor assetmanagers die een fiduciaire rol voor pensioenfondsen uitvoeren brengt de pensioentransitie behoorlijke uitdagingen met zich mee. Die uitdagingen zijn er onder andere op het gebied van strategisch en tactisch portefeuillebeheer. De introductie van cohorten onder de solidaire variant en/of (een gedeeltelijke) introductie van het flexibele contract leidt ertoe dat pensioenfondsen een additioneel beroep doen op de beheerders om aangepaste varianten van de beleggingsportefeuille opnieuw te analyseren. Ook moeten zij scenario's door rekenen en daarbij specifiek naar bijvoorbeeld de renteafdekking, het gebruik van derivaten en de verantwoording van rendementen kijken. Daarnaast vraagt de transitie om aanpassingen in de bedrijfsvoering en daarmee samenhangende aanpassingen in data, IT-toepassingen en administratieve organisatie (beleid, SIRA, proces- en werkbeschrijvingen). Tot slot vraagt de Wet toekomst pensioenen (Wtp) nog meer om samenwerking en afstemming binnen de keten. Er bestaat een lange traditie van uitbesteding in de pensioensector met name op het gebied van vermogensbeheer en

⁴² Momenteel geldt voor beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen al verschillende soorten wetgeving (MiFID, UCITS, AIFMD) die bepaalde onderdelen van DORA al raken (zoals risicomanagement, incidentmeldingen en uitbestedingen). Daarnaast geldt voor de crowdfundingplatformen de ECSPR, waar in mindere mate DORA-onderwerpen zijn opgenomen.



pensioenadministratie. De interactie tussen deze ketens is in de huidige situatie beperkt. Verwacht mag worden dat de samenwerking en afstemming binnen de keten van pensioenadministratie, vermogensbeheer en beleggingsadministratie sterk gaat toenemen. Deze intensivering van uitwisseling en afstemming tussen pensioen- en vermogensbeheerketen vraagt om additionele aandacht op de beheersing van deze (uitbestedings)keten en een inspanning op het gebied van IT en data. Tot slot moet de timing van de transitie van individuele pensioenfondsen passen bij de capaciteit van beheerders.

3.2 Digitalisering

De verwachting is dat het gebruik van op kunstmatige intelligentie (AI) gebaseerde toepassingen door assetmanagers in zowel portefeuillebeheer als operationele processen toeneemt. Wereldwijd zien we dat AI-systemen steeds meer worden geïntegreerd in allerlei bedrijfsprocessen, onder andere met de komst van Large Language Models (LLM) als ChatGPT. In de assetmanagementsector kan AI worden gebruikt voor procesoptimalisatie om operationele kosten voor assetmanagers te drukken. AI-systemen worden gebruikt bij zowel portfoliomanagement als operationele processen, bijvoorbeeld in 1e en 2e-lijns toepassingen, risicomanagement en compliance. Daarnaast kan het worden ingezet bij het klant-acceptatieproces (Wwft) en het handhaven van de Sanctiewet (SW).

Naast de inzet van AI voor bedrijfsprocessen, kunnen assetmanagers AI-modellen inzetten bij het bepalen van hun beleggingsbeleid. Het beleggingsbeleid van assetmanagers wordt van oudsher gebaseerd op beschikbare data die relevant is voor het verwachte risico en rendement van activaklassen. Het gebruik van AI bouwt voort op de kwaliteit en kwantiteit van beschikbare data door verbanden bloot te leggen die niet gemakkelijk door mensen kunnen worden gedestilleerd. Uit academische literatuur blijkt dat bijvoorbeeld *machine learning* daadwerkelijk kan helpen om met behulp van grote hoeveelheden data niet-lineaire patronen bloot te leggen en op die manier bijdraagt aan het maken van optimale beleggingsbeslissingen. Denk hierbij niet alleen aan het voorspellen van beleggingsrendementen, maar ook van andere statistieken als risico of duurzaamheid/ESG-score van een belegging. Desondanks blijven ook AI-beleggingsmodellen onderhevig aan de fundamentele onzekerheid van de financiële markten (het is niet zeker dat relaties uit het verleden in de

toekomst zullen bestaan) en zijn menselijke beslissingen nodig voor het maken van methodologische keuzes.

Een van de belangrijkste risico's die voortvloeit uit het gebruik van AI-modellen door assetmanagementpartijen is het gebrek aan uitlegbaarheid.

Kortgezegd betekent uitlegbaarheid dat het AI-model uitlegbaar en begrijpelijk is voor de mens. De mens moet technisch en objectief begrip hebben van het gedrag van een algoritme, bijvoorbeeld het verklaren van de bijdrage van de verschillende variabelen van het model aan de output. Toepassingen die inzicht bieden in de werking van een algoritme én in het proces dat leidt tot de output (*explainable AI*, XAI) worden dan ook steeds populairder. Desondanks zullen sommige AI-modellen – bijvoorbeeld modellen die worden gebruikt voor het identificeren van patronen (zoals neurale netwerken) – voorspellingen genereren die inherent lastig zijn te verklaren en interpreteren door de mens. Deze modellen hebben daarmee het karakter van een *blackbox*. Dit gebrek aan interpreteerbaarheid maakt het lastig om te onderscheiden wanneer een AI-model een betekenisvol patroon blootlegt of dat het slechts ruis is.⁴³

AI-modellen zijn daarnaast vatbaar voor kwaliteitsfouten, wat mogelijk leidt tot financiële instabiliteit.

Kijkend naar AI-modellen en algoritmes zijn er twee soorten kwaliteitsfouten mogelijk: fouten binnen het AI-model of algoritme zelf en/of fouten binnen de uitkomst van het AI-model of algoritme. Bij fouten binnen het AI-model of algoritme zelf kunnen er verschillende redenen zijn. Dit kan veroorzaakt worden door gebrekkige beheersing van algoritmes door de mens zelf, zoals een programmeerfout, maar ook vooroordelen (*biases*) in een algoritme kunnen tot kwaliteitsfouten leiden. Daarnaast kunnen fouten in de uitkomst van een AI-model of algoritme onder meer veroorzaakt worden door een slechte datakwaliteit (bijvoorbeeld incomplete of niet-representatieve input). Daarbij is ook de kwaliteit en juistheid van de trainings- en testdata van groot belang voor een juist werkend AI-model. Zowel programmeerfouten als datafouten hebben impact op de risico-beheersing van individuele assetmanagers en kunnen in extreme gevallen – bijvoorbeeld wanneer het grote assetmanagers betreft – een bedreiging vormen voor de financiële stabiliteit. Voor assetmanagers betekent dit dat dit soort factoren moet

⁴³ Het huidige EU-regime voor beleggingsfondsen bevat al transparantie bepalingen die het ontstaan van een blackbox zou moeten voorkomen, onder andere door het management verantwoordelijk te stellen voor het toezicht op het algemene beleggingsbeleid, de specifieke beleggingsstrategieën en de individuele limieten van de fondsen, alsook voor het monitoren van het risicobeheer.





worden meegenomen in hun risicobeheersingsproces. Het is daarbij de vraag in hoeverre assetmanagers de kennis hebben om deze risico's goed in te schatten. Het is essentieel dat de datakwaliteit op orde is en de onderliggende AI-modellen en algoritmes worden begrepen.

De verregaande digitalisering maakt de assetmanagementsector kwetsbaar voor cyberaanvallen. De sterke afhankelijkheid van IT brengt voor assetmanagementpartijen risico's met zich mee op het gebied van digitale weerbaarheid. De assetmanagementsector lijkt – over het algemeen – kwetsbaar bij cyberincidenten, onder andere als gevolg van 'legacy' IT-systemen. Bovendien maakt de toenemende uitbesteding van (onderdelen van) bedrijfsprocessen naar (enkele grote) serviceproviders – waaronder cloudplatforms – de assetmanagementsector als geheel kwetsbaar voor cyberincidenten bij dergelijke 'knooppunten'. We zien dan ook dat cyberincidenten toenemen in aantal en ernst. Een cyberincident schaadt mogelijk het vertrouwen en de continuïteit van een assetmanagementpartij. Het is daarom belangrijk dat zowel assetmanagementpartijen als de AFM de beheersing van cyberrisico's begrijpt en beheerst. Het uitvoeren van TIBER-testen⁴⁴ en de DORA-regelgeving dragen hieraan bij.

3.3 Verduurzaming

De assetmanagementsector speelt een belangrijke rol in het vervullen van de sterk groeiende vraag naar duurzame investeringen. Assetmanagers mobiliseren kapitaal voor duurzame investeringen en sturen op duurzaamheidsaspecten in de bedrijfsvoering van bedrijven waarin zij beleggen. Vanuit beleggers is er een grote vraag naar deze duurzame investeringen en niet-duurzame bedrijven worden steeds vaker uitgesloten van beleggingsportefeuilles. Voor assetmanagers is het van belang dat zij duurzaamheid integreren in hun bedrijfsvoering en risico's van de duurzaamheidstransitie beheersen. Vooralsnog is het aantal fondsen en belegd vermogen in SFDR artikel 9 fondsen beperkt (zie Figuur 10).

⁴⁴ De AFM voert sinds 2021 als onderdeel van het TIBER programma geavanceerde *red teaming tests* uit in samenwerking met grote ondernemingen onder haar toezicht om het cyberrisico op instellingsniveau te helpen beheersen. Ook bij een aantal AM-partijen worden TIBER-testen uitgevoerd.

Wist je dat...?

31% van de pensioenuitvoerders heeft aangegeven in haar beleid rekening te houden met de belangrijkste ongunstige effecten van beleggingsbeslissingen op duurzaamheidsfactoren? Deze groep relatief grote pensioenuitvoerders voert voor ruim 80% van alle pensioendeelnemers de pensioenregeling uit.⁴⁵

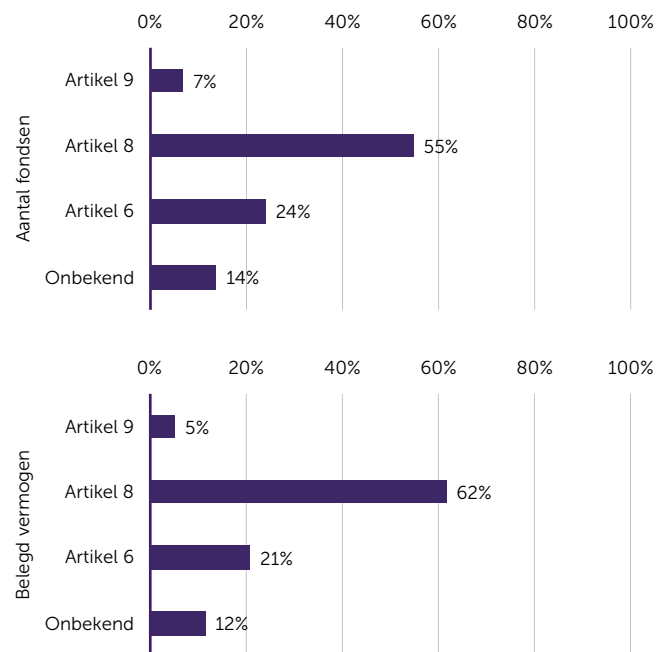
Hierbij is van groot belang dat er tijdige, juiste en volledige data over ESG-factoren beschikbaar is. Een gebrek aan betrouwbare data om duurzaamheidsprestaties te meten, kan bijdragen aan greenwashing en het onjuist inschatten van duurzaamheidsrisico's. Daarnaast hebben assetmanagers moeite met het verkrijgen van de data die nodig is om aan de SFDR vereisten te voldoen, zoals het rapporteren over de belangrijkste ongunstige effecten. Dit zorgt voor terughoudendheid bij assetmanagers rondom duurzaamheidsuitingen, onder andere uit angst voor reputatierisico's als de doelstellingen niet worden behaald (*green hushing*).

⁴⁵ 'Eerste onderzoek naar naleving van SFDR- en Taxonomievereisten door pensioenfondsen en PPI's', AFM, november 2022.





Figuur 10. Het aantal fondsen (boven) en belegd vermogen (onder) in SFDR artikel 9 fondsen is vooralsnog beperkt.



Bron: Morningstar⁴⁶

Het meenemen van duurzaamheidsambities is voor assetmanagers een extra dimensie in hun beleggingsbeslissingen. Duurzaamheid meenemen bij beleggingsbeslissingen maakt van een 2D-vraagstuk (optimalisatie risico-rendement) een 3D-vraagstuk (optimalisatie risico-rendement-duurzaamheid). Zoals hierboven beschreven spelen assetmanagers een belangrijke rol bij de duurzaamheidstransitie en wordt vanuit de maatschappij in toenemende mate gevraagd dat zij – om deze transitie in stroomversnelling te brengen – meer beleggen in aandelen van 'groene' bedrijven en minder in die van 'bruine' bedrijven. Dit betekent echter dat assetmanagers hun beleggingsbeslissingen niet meer slechts baseren op een

afweging tussen risico en rendement (2D), maar dat duurzaamheidsprestaties een steeds belangrijkere rol gaan spelen (3D). Dit leidt tot zowel praktische als wettelijke bezwaren. Aan de praktische kant moeten assetmanagers rekening houden met onderwerpen als classificatie (wat is duurzaam?) en effectiviteit (wat is precies de impact op de duurzaamheidstransitie?). Wettelijke bezwaren kunnen gaan over de fiduciaire plicht van assetmanagers om een optimaal rendement bij een aanvaardbaar risico te behalen. Het is belangrijk dat assetmanagers transparant zijn naar hun klanten welke keuzes zij maken op het gebied van duurzaamheid en wat de impact is op risico en rendement.

Indien beleggers duurzaamheidsrisico's op korte termijn onvoldoende integreren in hun risico- en portefeuillemanagement schaadt dit mogelijk op langere termijn de duurzaamheidstransitie en financiële stabiliteit. Een omstandigheid op ESG-gebied die een negatief effect op de waarde van een belegging heeft wordt aangeduid als ESG-*risico*.⁴⁷ Als er op korte termijn geen rekening wordt gehouden met ESG-*risico's* in de (beleggings)strategie kan dit op langere termijn voor problemen zorgen, bijvoorbeeld wanneer er is belegd in *stranded assets*, als er een CO₂-belasting wordt ingevoerd, als er sprake blijkt te zijn van fraude of corruptie, etc. Dit vormt een bedreiging voor de financiële stabiliteit, omdat het kan leiden tot gedwongen verkopen van activa, het overslaan van het risico op tegenpartijen in derivatencontracten, het opdrogen van kredietbemiddeling of besmetting van andere fondsen en activaklassen als gevolg van een verlies aan vertrouwen door investeerders. Uiteraard komt mogelijk ook de duurzaamheidstransitie in gevaar als beleggers blijvend in 'bruine' bedrijven investeren ten koste van 'groene' bedrijven. Een ordelijke transitie naar een groene economie vermindert op de lange termijn de klimaat-*risico's* voor de economie en het financiële stelsel. Asset managers spelen hierbij een cruciale rol, zowel in de uitvoering als de communicatie hierover.

⁴⁶ De data zijn niet een volledige weergave van alle beleggingsfondsen, maar een subset van fondsen die aan Morningstar rapporteren.

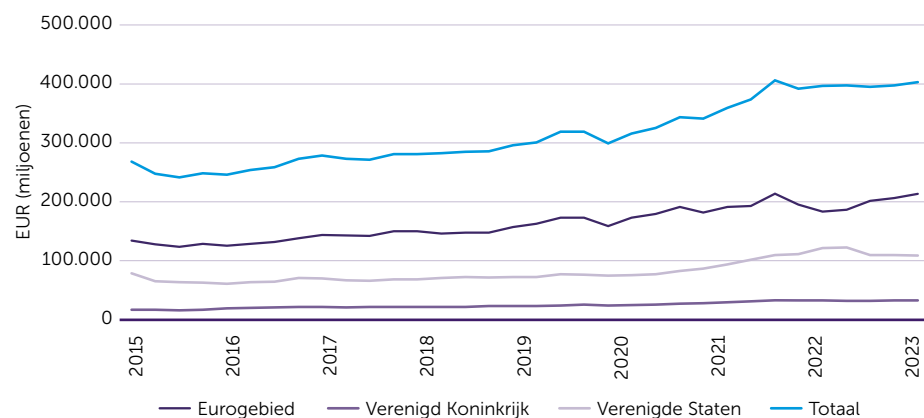
⁴⁷ Zie [Sustainable Finance Disclosures Regulation \(SFDR\)](#).



3.4 Internationalisering

Fusies en overnames door buitenlandse partijen zetten druk op de zeggenschap van Nederlandse pensioenfondsen, waardoor bijvoorbeeld duurzaamheidsambities lastiger te behalen zijn. Grote buitenlandse vermogensbeheerders beheren een steeds groter deel aan Nederlandse vermogens (zie Figuur 11). Zo wordt het Nederlandse pensioenkapitaal voor een groot deel door buitenlandse beleggers beheerd. Enerzijds kan dit positief zijn, omdat deze grote vermogensbeheerders door schaalvoordelen (kosten) efficiënter kunnen beleggen waardoor nettorendementen hoger uitvallen. Anderzijds brengt het risico's met zich mee, onder andere rondom autonomie en het behalen van (Europese) duurzaamheidsambities. Veel van deze grote (buitenlandse) vermogensbeheerders beleggen grotendeels passief, waardoor zij geen of minder actief beleid (kunnen) voeren om de resultaten en het gedrag van de individuele bedrijven waarin ze investeren te beïnvloeden. Hierdoor komt de autonomie van pensioenfondsen mogelijk onder druk te staan, omdat zij minder of geen zeggenschap hebben bij een aandeelhoudersvergadering en niet zomaar hun geld kunnen onttrekken. Dit kan gaan knellen wanneer pensioenfondsen juist actief bepaalde ('bruine') bedrijven willen uitsluiten van hun beleggingen.

Figuur 11. Het Nederlands belegd vermogen in buitenlandse beleggingsfondsen neemt gestaag toe.



Bron: DNB

3.5 Integriteit en crimineel gedrag

Bij het tegengaan van witwassen, terrorismefinanciering en overtredingen van de Sanctiewet kan een waterbedeffect ontstaan. Financiële instellingen vervullen een poortwachtersfunctie voor het tegengaan van witwassen, terrorismefinanciering en het naleven van sancties. De ingevoerde sancties naar aanleiding van de Russische inval in Oekraïne in combinatie met de aanhoudende politieke en maatschappelijke aandacht voor witwassen en terrorismefinanciering zorgen voor grotere druk op de uitvoering van deze poortwachtersfunctie. Bij het tegengaan van niet-integer crimineel gedrag kan een waterbedeffect optreden: het aanpakken van één kanaal waar deze transacties plaatsvinden kan leiden tot grotere druk op andere kanalen. Zo bestaat de kans dat het risico op witwassen zich verplaatst naar assetmanagementpartijen nu de banken hun rol als poortwachter verder vormgeven. De wetgeving vraagt van deze instellingen dat zij een goede invulling geven aan hun poortwachtersfunctie, waaronder een systematische beoordeling van integriteitsrisico's en het monitoren van transacties in lijn met de geldende Wwft-, Wft- en Sw- regelgeving.

Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang	
Consolidatie en marktmacht	De veranderende omgeving – o.a. schaal- en margedruk, opkomst (online) passief beleggen en toenemende wet- en regelgeving – leidt tot strategische herpositionering van assetmanagers in de vorm van (grensoverschrijdende) fusies en overnames. Hierdoor blijven zowel in de markt als de handelsketen enkele spelers met dominante marktpositie over. Dit leidt mogelijk niet tot de beste uitkomst voor beleggers.	• Digitalisering • Internationalisering • Wet- en regelgeving	→	☰
Liquiditeitsrisico	Forse uitstroom van vermogen of het gebruik van te hoge leverage zorgen voor liquiditeitsproblemen bij beleggingsfondsen. Dit risico speelt vooral in tijden van marktstress bij open-end fondsen die in illiquide activa beleggen of voor fondsen die veel gebruik maken van derivaten. Voor sommige typen fondsen kan een discrepantie tussen boekwaarde en marktwaarde van beleggingen het liquiditeitsrisico versterken. Dit speelt met name bij commercieel vastgoed of privacy equity fondsen waar de waardering bemoeilijkt wordt door onvoldoende markttransacties.	• Geopolitieke ontwikkelingen • Macro-economische ontwikkelingen	↗	←
Keten-afhankelijkheid	Uitbesteding van werkzaamheden, zoals portefeuillebeheer, (beleggings)administratie en IT aan derde partijen leidt tot ketenafhankelijkheid. Wanneer veel assetmanagementpartijen afhankelijk worden van een beperkt aantal derde partijen leidt het tot concentratie- en/of systeemrisico's (domino-effect). Assetmanagers blijven zelf verantwoordelijk voor de activiteiten die zij uitbesteden aan derde partijen en moeten daarom voldoende beheersmaatregelen nemen om dienstverlening aan klanten te waarborgen.	• Digitalisering • Internationalisering	→	→
Digitale operationele weerbaarheid	Toenemend gebruik en afhankelijkheid van IT-systemen maakt assetmanagers kwetsbaar voor cyberaanvallen en andere IT-incidenten. De toenemende uitbesteding van bedrijfsprocessen naar grote serviceproviders (zoals cloudplatforms) maakt de gehele assetmanagementsector bovendien kwetsbaar voor cyberincidenten bij dergelijke 'knooppunten'. Assetmanagers moeten voldoende maatregelen nemen voor een sterke digitale operationele weerbaarheid, ook wanneer zij IT uitbesteden.	• Digitalisering	↗	
ESG integratie, beheersing en communicatie	Het onvoldoende integreren van ESG-factoren in risico- en portefeuillemanagement en het onvoldoende beheersen van ESG-risico's leidt tot teleurstellingen bij beleggers. Bovendien bestaat het risico op greenwashing indien assetmanagers in hun communicatie richting beleggers niet transparant zijn over de invulling van ESG in het beleggingsbeleid en de impact op verduurzaming. Beide risico's worden vergroot indien juiste, tijdige en volledige ESG-data ontbreekt.	• Verduurzaming • Wet- en regelgeving	↗	
AI in beleggings-beleid en bedrijfsvoering	Onbeheerst gebruik van AI in zowel portefeuillebeheer als interne operationele processen leidt tot verminderde transparantie over het beleggingsbeleid richting beleggers (<i>blackbox</i>) en onvoldoende risicobeheersing door assetmanagers. In extreme gevallen kunnen fouten in algoritmes of gebrekkige beheersing van algoritmes leiden tot financiële instabiliteit.	• Digitalisering	↗	
Tegengaan witwassen	Witwassen vindt in toenemende mate plaats via beleggingsondernemingen en -instellingen, doordat andere financiële instellingen met een poortwachtersfunctie hogere drempels opwerpen (waterbedeffect). Deze poortwachtersfunctie staat onder grotere druk door uitgebreide(re) sanctiewetgeving en de politieke aandacht voor terrorismefinanciering en witwassen. Dit kan leiden tot onvoldoende naleving en een verhoogd risico op witwassen, terrorismefinanciering en sanctieovertredingen.	• Ondermijning • Wet- en regelgeving	→	



04 Verslaggeving en accountantsorganisaties

Relevante en betrouwbare informatie voor eindgebruikers van verslaggeving en wettelijke controles is een cruciale voorwaarde voor eerlijke en transparante financiële markten. Daarom houden wij toezicht op verslaggeving en de controle daarop door accountantsorganisaties. Voor de beschikbaarheid van juiste informatie in de markt is het functioneren van deze keten van belang. De uitgevende instelling rapporteert over haar financiële en niet-financiële prestaties en de accountantsorganisatie biedt hier zekerheid op door middel van de controleverklaring. Als de keten niet goed functioneert kan dat leiden tot een gebrek aan informatie, foutieve informatie of gebrek aan vertrouwen in die informatie voor eindgebruikers die daarop hun beslissingen baseren. Dit kan leiden tot verkeerde beleggingsbeslissingen of in een uiterst geval financiële schade door fraude.

Wist je dat...?

In 2022 252 vergunninghouders ongeveer 20.000 wettelijke controles uitvoerden? Het aantal vergunninghouders daalt al enkele jaren terwijl de verwachting is dat het aantal controles gaat stijgen.⁴⁸

4.1 Algemene ontwikkelingen

Het accountantsberoep wordt sterk beïnvloed door de groeiende digitale samenleving, meer ketenafhankelijkheid en hierdoor snelle veranderingen in de aard van de gecontroleerde onderneming. De scope van de wettelijke controle neemt toe en daarmee de expertise waar de accountant over moet beschikken. Vooral op het gebied van duurzaamheid, ketenafhankelijkheid en digitalisering gaan de ontwikkelingen snel. Deze veranderingen passen in de al ingezette verschuiving van de traditioneel op de aandeelhouder gerichte financiële informatie naar een bredere (niet-

financiële) informatievoorziening voor een groeiende groep stakeholders. Ook de interactie van ondernemingen met alle relevante stakeholders en omgevingsfactoren staat steeds meer in de belangstelling. Het meest zichtbaar zijn de gevolgen van de duurzaamheidstransitie. Naast de fysieke gevolgen van deze transitie voor ondernemingen, komen er nieuwe rapportage-eisen aan die van ondernemingen vragen te rapporteren over veel meer dan traditionele financiële informatie. Daarnaast neemt digitalisering, en recentelijk AI-modellen in het bijzonder, een grote vlucht. Dit heeft mogelijk grote gevolgen voor de bedrijfsvoering, verdienmodellen en daarbij horende materiële risico's. Het is aan de accountant om deze ontwikkelingen bij te houden en tijdig over de kennis en expertise te beschikken om deze veranderende ondernemingen te controleren. Assurance leveren over een toenemend aantal onderwerpen waar ondernemingen over rapporteren is daarbij essentieel.

Het personeelstekort in de accountancysector neemt verder toe, terwijl het aantal instellingen stijgt waarop een wettelijke controle van toepassing is.

Twee derde van de accountantsorganisaties geeft aan dat een tekort aan personeel een belemmering vormt voor het uitvoeren van activiteiten, terwijl dit een jaar geleden nog minder dan de helft was (zie Figuur 12). Er ligt een aantal factoren ten grondslag aan dit toenemende tekort.⁴⁹ Het aanbod van personeel daalt doordat de interesse in de studie accountancy ten opzichte van andere studies daalt. Daar komt bij dat de vraag naar controles stijgt; een toenemend aantal ondernemingen haalt het personeels-criterium⁵⁰ voor een wettelijke controle⁵¹ en door de inflatie halen meer ondernemingen het omzet- en/of balanscriterium, hoewel deze criteria binnenkort worden verhoogd.⁵² Ook neemt de scope van de wettelijke controle toe en wordt vaker om een accountant gevraagd, bijvoorbeeld in het kader van het aflopen van de tijdelijke

49 'Nieuwe data-analyse geeft inzicht in marktontwikkelingen accountantsorganisaties', AFM, november 2022.

50 Een wettelijke controle is verplicht als een onderneming twee van de drie criteria haalt: €12 miljoen omzet, €6 miljoen balanstotaal, 50 werknemers.

51 'Sector in Beeld 2022', AFM, november 2022.

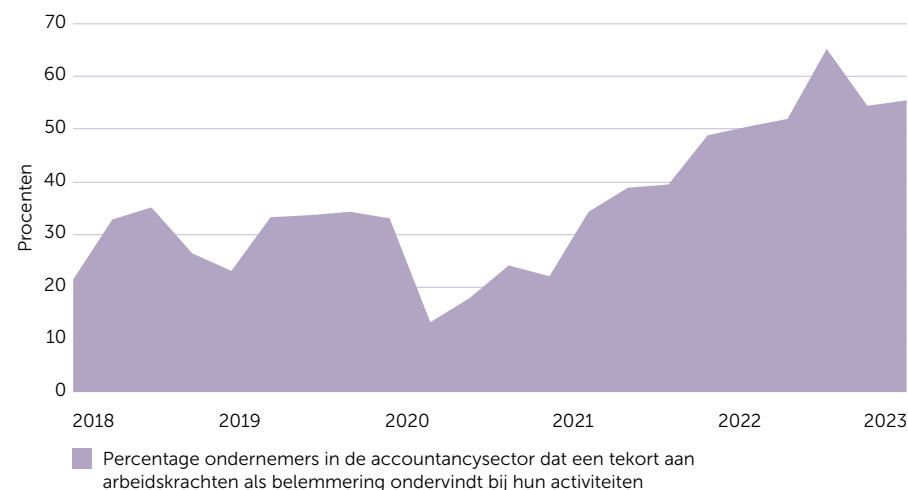
52 'Adjusting SME size criteria for inflation', Europese Commissie, oktober 2023.

48 'Sector in Beeld 2022', AFM, november 2022.



coronaregelingen. In het licht van macro-economische krapte op de arbeidsmarkt is de verwachting dat personeelstekorten voorlopig zullen aanhouden en wellicht zelfs nog verder toenemen.

Figuur 12. Twee derde van de accountantskantoren kampt met een tekort aan personeel (percentage ondernemers in de accountancysector dat een tekort aan arbeidskrachten als belemmering ondervindt bij hun activiteiten).



Bron: CBS

Het risico van een tekort aan personeel en een stijgende vraag is dat een accountantscontrole minder toegankelijk wordt. Kantoren met een tekort aan personeel worden mogelijk selectiever bij het aannemen van nieuwe klanten, waardoor klanten met hogere risico's moeilijker een accountant kunnen vinden. Zo is Euronext van plan de beursnotering van zes kleinere fondsen te beëindigen omdat zij geen accountant kunnen vinden om hun jaarrekening te controleren. Dit is overigens niet uitsluitend terug te voeren op het personeelstekort bij accountantsorganisaties. Ook organisatie-risico's spelen hierbij een rol. Het risico bestaat dat in de toekomst meer ondernemingen hiermee worden geconfronteerd. Dit betreft vooral ondernemingen met een afwijkend risicoprofiel.

Door de vergrijzing in de accountancysector en toenemende eisen vanuit wetgeving vindt er consolidatie plaats, waarin private-equitypartijen een rol spelen. Vanwege de vergrijzing in de accountancysector en de toenemende eisen die volgen uit regelgeving is schaalvergroting nodig. Met name onder kleinere kantoren vindt daardoor een consolidatieslag plaats. De verwachting is dat deze slag zich de komende jaren voortzet. Hierbij zien we een toenemende interesse van private-equitypartijen in accountantsorganisaties. Private-equitypartijen zouden interesse hebben in accountantskantoren vanwege de recessiebestendige en voor-spelbare aard van de sector. Betrokkenheid van private equity zou, naar eigen zeggen, ten opzichte van het partnermodel ook beter in staat zijn om het beroep aantrekkelijker te maken voor jonge mensen. We staan echter aan het begin van deze trend en daardoor hebben we nog beperkt inzicht in de mogelijke effecten en de daarmee samenhangende risico's. De AFM beziet deze ontwikkeling tegen de achtergrond van de al langer lopende discussie over de structuur van de accountancysector en mogelijke negatieve prikkels voor het borgen van de controlekwaliteit. Het is belangrijk dat betrokkenheid van private-equitypartijen geen (additionele) commerciële prikkels introduceren die ten koste gaan van het verbeteren van de controlekwaliteit.⁵³

Mede door de sterk gestegen energieprijzen, hogere loonkosten en terugbetaling van de coronasteun blijft aandacht voor continuïteitsrisico's in de verslaggeving en controle van belang. Het aantal faillissementen in Nederland lag in 2021 en 2022 op een recordlaagte (zie Figuur 13).⁵⁴ Verwacht wordt dat de inflatie de komende jaren op een hoog niveau blijft.⁵⁵ Dit kan zorgen voor continuïteitsrisico's voor bedrijven die sterk afhankelijk zijn van energie, loonkosten en/of minder goed in staat zijn deze veranderingen door te berekenen aan klanten. Marktpartijen verwachten daardoor dat het aantal faillissementen zal gaan stijgen.⁵⁶ Het belang van deze risico's in de verslaggeving en de controle neemt daarom toe.

⁵³ 'Private-equity-investeringen in accountancysector; houd oog voor het risico', AFM, april 2023.

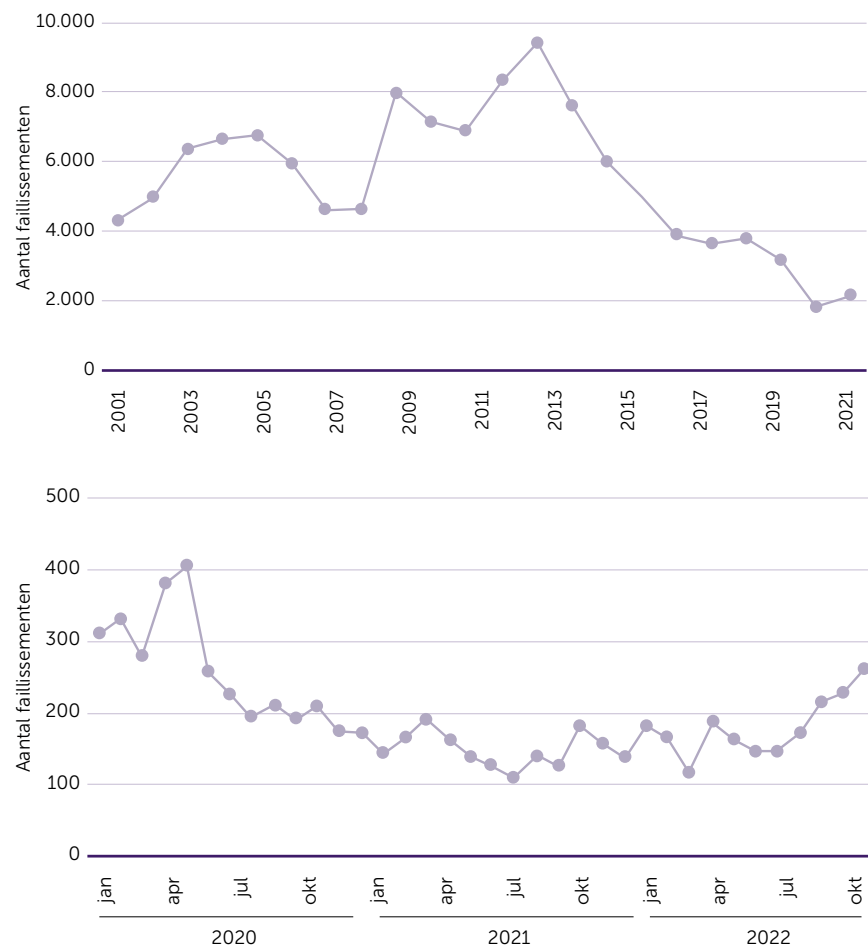
⁵⁴ 'Ook in 2022 een historisch laag aantal faillissementen', CBS, januari 2023.

⁵⁵ 'Macro Economische Verkenning', CPB, september 2023.

⁵⁶ 'Allianz voorziet faillissementsgolf door coronaschulden', accountant.nl, april 2023.



Figuur 13. Hoewel het jaarlijkse aantal faillissementen op een recordlaagte zit (boven), lijkt het aantal faillissementen in de maandelijkse cijfers recentelijk te stijgen (onder).



Bron: CBS

Box 8 Belangrijke regelgevingstrajecten

De demissionair minister van Financiën beoogt nog voor het eind van 2023 het Wetsvoorstel Toekomst Accountancysector bij de Tweede Kamer in te dienen. Dit wetsvoorstel, waarin aanbevelingen van de Commissie Toekomst Accountancysector worden opgevolgd, is in 2021 publiekelijk geconsulteerd. In het wetsvoorstel worden onder andere voorgesteld: de invoering van *audit quality indicators*, een aanwijzingsbevoegdheid, governancevereisten voor de grootste reguliere accountantsorganisaties (intern toezichthoudend orgaan en geschiktheidsvereiste beleidsbepalers) en een vergroting van de verantwoordelijkheid van accountantsorganisaties voor de kwaliteit van hun wettelijke controles. Dit wetsvoorstel is in 2022 aan de Raad van State voorgelegd voor advies, die op sommige aspecten van het wetsvoorstel kritische opmerkingen plaatste.⁵⁷ Het is afwachten op welke wijze de minister van Financiën de opmerkingen van de Raad van State verwerkt in het uiteindelijk bij de Tweede Kamer in te dienen wetsvoorstel. Naar verwachting zal deze wet in 2025 inwerkingtreden.

CSRD

De wettelijke eisen aan duurzaamheidsrapportering nemen toe. De belangrijkste ontwikkeling is de introductie van de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). Dit is de eerste regelgeving die duurzaamheidsrapporteringsverplichtingen introduceert voor grote uitgevende instellingen over boekjaren gestart op of na 1 januari 2024. Stapsgewijs zullen duurzaamheidsrapporteringsverplichtingen voor meer ondernemingen van toepassing worden. De CSRD schrijft voor dat bedrijven rapporteren over meer en specifiekere niet-financiële informatie (NFI) gebaseerd op de European Sustainability Reporting Standards (ESRS). Belangrijke veranderingen zijn onder andere rapportage van de CO₂-uitstoot en meer aandacht voor de effecten van de gehele waardeketen van een onderneming. Op basis van de ESRS-G(2) moeten ondernemingen onder andere veel meer en diepgaander rapporteren over hun governance, waaronder mogelijke betrokkenheid bij fraude en corruptie.

57 'Wet toekomst accountancysector', Raad van State, november 2022.



Ondernemingen moeten incidenten beschrijven en melden hoe vaak deze voorkomen. De CSRD vereist ook dat een externe accountant/assurance provider beperkte mate van zekerheid verschaft over de niet-financiële informatie die is opgesteld op basis van de ESRS.⁵⁸ Een eerste verkenning van de AFM laat zien dat voor inwerkingtreding van de CSRD nog veel stappen te maken zijn op het gebied van verslaggeving, controle, onderliggende systemen, data en het opbouwen van expertise.⁵⁹

4.2 Digitalisering

Digitalisering raakt de accountancysector langs drie assen: de gecontroleerde onderneming, de wettelijke controle en de accountancyorganisatie zelf.

Digitalisering verandert de processen, diensten en producten van de gecontroleerde onderneming.

Organisaties adopteren nieuwe technologieën in hun processen, diensten en producten. Naast deze automatiseringsslag ontstaan nieuwe bedrijfsmodellen die vaak sterk afhankelijk zijn van digitalisering. De sprong die AI-modellen de afgelopen periode gemaakt hebben, geeft digitalisering een verdere impuls met nieuwe automatiseringsmogelijkheden en het ontstaan van nieuwe verdienmodellen. Voor de accountant betekent dit dat de controle zich daaraan tijdig moet aanpassen.

Cyberisico's winnen sterk aan belang. IT-systemen spelen een belangrijke rol bij de beheersing van de bedrijfsvoering en bredere ondernemingsrisico's. Het is belangrijk dat ondernemingen zich bewust zijn van de cyberisico's waaraan deze IT-systemen zijn blootgesteld. In eerste instantie is het aan de onderneming zelf om deze risico's te beheersen. Hierbij speelt een aantal zorgen. Ten eerste lijkt Nederland relatief weinig in cyberweerbaarheid te investeren in vergelijking met omringende landen.⁶⁰ Ten tweede lijkt de corporate governance niet voldoende toegerust op het beheersen van cyberisico's. Verantwoordelijkheid voor digitalisering is doorgaans decentraal binnen organisaties belegd en de zorg is dat de met governance belaste organen (zoals rvc's) over onvoldoende kennis beschikken om het management hierop kritisch te kunnen bevragen.⁶¹ Hoewel grote bedrijven vaker te maken hebben met cyberincidenten (zie Figuur 14), zijn er zorgen over het lagere bewustzijn van cyberisico's in het mkb.⁶² De verslaggeving en governance van deze ondernemingen moeten worden aangepast om deze risico's adequaat te beheersen.

58 'Voor 2024 nog grote stappen nodig in duurzaamheidsinformatie jaarverslaggeving', AFM, maart 2023.

59 'Rapport CSRD: geen tijd te verliezen!', AFM, maart 2023.

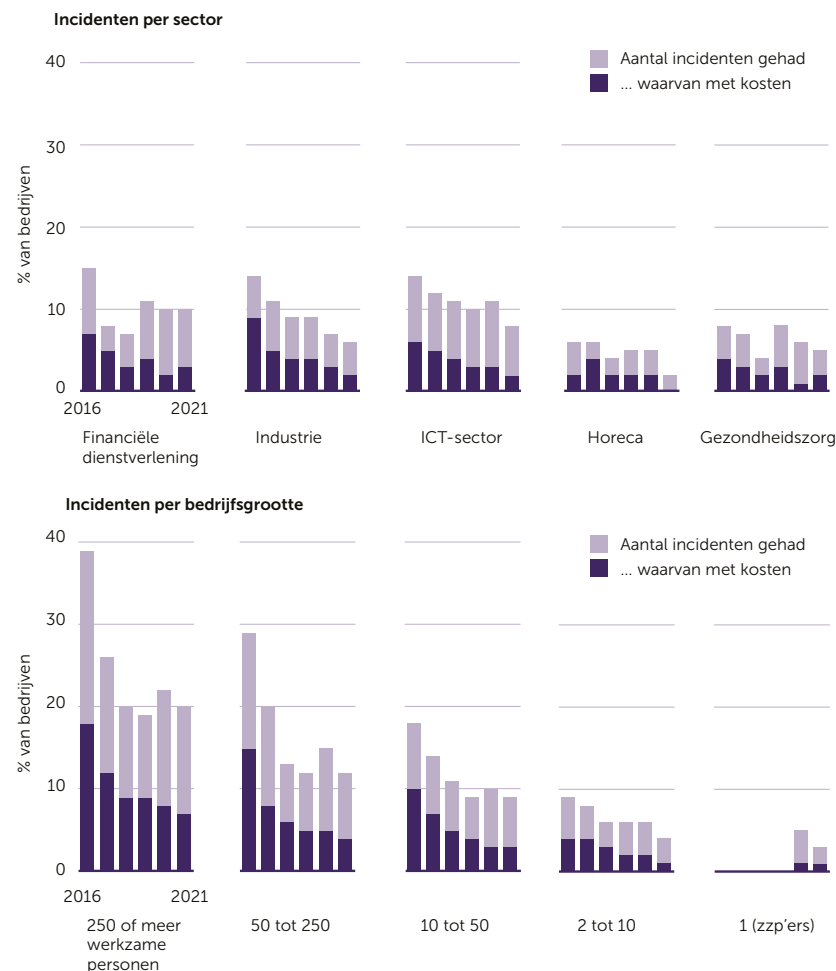
60 'CSR Adviesrapport 'integrale aanpak cyberweerbaarheid'', CSR, april 2021.

61 'Reactie AFM op consultatievoorstel actualisatie Corporate Governance Code 2022', AFM, April 2022.

62 'Preventie cybercrime voor het midden- en kleinbedrijf', ministerie van J&V, juli 2022.



Figuur 14. Grote bedrijven (>250 werknemers) en bedrijven uit de financiële dienstverlening zijn het vaakst slachtoffers van cyberaanvallen.



Bron: CBS Cybersecuritymonitor 2022

Digitalisering vraagt om meer kennis van IT-risico's en IT-audit bij accountantsorganisaties.

De veranderingen als gevolg van de opkomst van de digitale samenleving en economie en daarbij horende materiële risico's hebben invloed op de accountantscontrole. Relevante risico's voor de accountant zijn onder andere de waardering van immateriële activa (bijv. intellectueel eigendom) en een geïntegreerde waardeketen. De accountant moet begrijpen hoe IT-systemen werken, welke afhankelijkheden ze creëren, hoe die bijdragen aan het beheersen van de bedrijfsvoering en welke risico's deze introduceren en daar een oordeel over geven. In het bijzonder lijkt de stormachtige ontwikkeling van AI-modellen ook nieuwe risico's te introduceren voor de accountant. Met deze nieuwe modellen kunnen foto's en teksten die accountants doorgaans gebruiken in de controle kunstmatig worden gegenereerd die moeilijk van echt zijn te onderscheiden.

Digitalisering biedt mogelijkheden om de wettelijke controle te innoveren, maar de inzet van datagedreven technieken lijkt voorlopig achter te blijven.

Toenemende digitalisering van de gecontroleerde onderneming leidt tot meer beschikbare data om de controle op te baseren. Datagedreven analysetechnieken lijken dan ook geschikt om de kwaliteit van de controle te verhogen en/of de benodigde tijdsbesteding te verlagen. Nieuwe AI-technieken vergroten deze mogelijkheden nog verder. De inzet van datagedreven technieken bij de wettelijke controle lijkt echter moeizaam van de grond te komen. Een mogelijke oorzaak is dat een dergelijke innovatie een investering van tijd en middelen vraagt die niet vanzelf door controleteams wordt gedaan, maar door de accountantsorganisatie moet worden aangestuurd. Dit stelt de sector onvoldoende in staat om de voordelen te benutten en tegelijk de risico's te beheersen.

Tot slot beïnvloedt digitalisering de bedrijfsvoering van de accountantsorganisaties zelf.

Digitalisering helpt om verschillende bedrijfsprocessen bij de accountantsorganisatie te automatiseren of verbeteren. Beheersing van deze systemen is daarmee ook voor de accountantsorganisaties zelf belangrijk voor de interne controle. Daarnaast beschikken accountantsorganisaties over grote hoeveelheden gevoelige data die voortvloeien uit de controlewerkzaamheden, waardoor de beheersing van cyberrisico's in het bijzonder relevant zijn. Het is in dit licht opvallend dat accountantsorganisaties vooralsnog buiten de scope van DORA-regelgeving zijn geplaatst.



4.3 Verduurzaming

De invloed van de duurzaamheidstransitie op ondernemingen en vice versa wordt steeds belangrijker in de verslaggeving. Ondernemingen committeren zich steeds meer aan ESG-doelstellingen en hierover moet adequaat worden gerapporteerd. Dit leidt tot nieuwe materiële risico's voor ondernemingen, zoals directe gevolgen van klimaatverandering, maar ook van duurzaamheidsbeleid (zoals het effect van een CO₂-belasting). Er is een groeiende behoefte bij eindgebruikers aan betere informatie over de duurzaamheidsrisico's en -prestaties van ondernemingen en financiële producten. Het belang hiervan in de governance, verslaggeving en de controle neemt daartoe steeds verder toe. Dit vereist dat zowel ondernemingen als accountants voldoende kennis en expertise hebben om de verslaggeving en de controle daarop aan te passen en de AFM om hierop toezicht te houden.⁶³ De AFM heeft eerder zorgen uitgesproken dat er in het management en de rvc's van uitgevende instellingen een inhaalslag moet plaatsvinden met betrekking tot kennis over verduurzaming.⁶⁴

De beschikbaarheid van duurzaamheidsdata sluit nog niet voldoende aan op de rapportage-eisen. De kwaliteit en beschikbaarheid van duurzaamheidsdata zijn een aandachtspunt in de gehele verslaggevingsketen. Mede doordat standaarden en definities nog in ontwikkeling zijn, hebben ondernemingen tijd nodig om systemen, processen en governance op te zetten om de benodigde data op te kunnen leveren. Er wordt bovendien gebruik gemaakt van externe dataleveranciers, waarvan de thematische dekking, kwaliteit en fijnmazigheid sterk kan verschillen. We zien dat de beschikbaarheid van data met betrekking tot CO₂-uitstoot steeds beter wordt, maar dat data over bredere duurzaamheidsonderwerpen zoals biodiversiteit en *social en governance*-gerelateerde onderwerpen nog sterk in ontwikkeling zijn. Vooral waar sprake is van afhankelijkheid van andere ketenpartijen, zoals bij het rapporteren van scope 3 CO₂-emissies (de CO₂-emissies van ketenpartijen), zijn er grote uitdagingen om de rapportage op orde te krijgen. Ondernemingen hebben hier te maken met de optelsom van uitdagingen bij ketenpartners, zoals het gebrek aan uniformiteit, beperkte databeschikbaarheid en gebrek aan expertise om tot een betrouwbare inschatting te komen. De beperkte beschikbaarheid van data loopt door in de controle, omdat ook de accountant geen of beperkte alternatieve databronnen

heeft om de controle op te baseren.

Ondernemingen doen net-zero-claims als onderdeel van hun vrijwillige klimaatplannen. Net-zero-claims zijn toezeggingen om op een moment in de toekomst klimaatneutraal te zijn. Dit heeft doorgaans betrekking op CO₂-uitstoot en betekent dat de CO₂-uitstoot die de onderneming heeft wordt gecompenseerd met vrijwillige *carbon credits*. Hoewel een vrijwillige klimaatbijdrage valt toe te juichen, is er een aantal risico's met betrekking tot net-zero-claims zoals die nu worden vormgegeven. Zo zijn bedrijven onvoldoende duidelijk over de invulling van deze claims. Hierdoor is het onduidelijk hoe zij klimaatneutraliteit bereiken en welke verhouding tussen daadwerkelijke emissiereductie en aanschaf van *carbon credits* zij daarbij hanteren. Een deel van de ondernemingen lijkt er bewust voor te kiezen om deze details niet te publiceren, waarschijnlijk uit angst voor reputatieschade als de doelstellingen niet worden behaald (*greenhushing*). Dit kan niet alleen voor verwarring bij eindgebruikers zorgen over het pad naar net zero, maar werkt ook zorgen over greenwashing in de hand.

4.4 Internationalisering

Grensoverschrijdende dienstverlening van accountantsorganisaties is een aandachtspunt. Nederlandse ondernemingen kunnen gebruik maken van accountantsorganisaties uit andere lidstaten. De verwachting is dat het aantal organisaties dat dit doet in de nabije toekomst toeneemt. We zien dat Nederlandse accountantskantoren ook accountants uit het buitenland halen of capaciteit inzetten van auditkantoren uit andere lidstaten. Voor zover dit gebeurt om capaciteitsproblemen te ondervangen, helpt dit mogelijk met de toegankelijkheid van een accountantscontrole. Een aandachtspunt is echter dat de AFM van accountantsorganisaties uit een andere lidstaat geen toezicht kan houden op het stelsel van kwaliteitsbeheersing en de integere bedrijfsvoering. Dit leidt tot risico's wat betreft de kwaliteit van de controle. Bovendien is voor deze buitenlandse OOB-accountantsorganisaties de geschiktheidsregelgeving voor (mede) beleidsbepalers niet van toepassing en hoeven zij geen rvc in te stellen. Hoewel het zoeken van een buitenlandse accountant past in een Europees geïntegreerde kapitaalmarkt, is het ook een manier om onder specifieke eisen in Nederlandse wetgeving uit te komen.

⁶³ 'Voor 2024 nog grote stappen nodig in duurzaamheidsinformatie jaarverslaggeving', AFM, maart 2023.

⁶⁴ 'Reactie AFM op consultatievoorstel actualisatie Corporate Governance Code 2022', AFM, april 2022.



4.5 Integriteit en crimineel gedrag

Fraude bij gecontroleerde ondernemingen worden een belangrijker aandachtspunt voor de accountantscontrole. Fraude bij een gecontroleerde onderneming die niet wordt opgemerkt of vermeld in de wettelijke controle kan leiden tot materiële verliezen bij aandeelhouders en een breder verlies aan vertrouwen in de financiële markten. Fraude wordt hier in brede zin opgevat. Het gaat dus niet alleen om financiële fraude, maar bijvoorbeeld ook om greenwashing. Fraude- en integriteitsrisico's bij controlecliënten worden verhoogd door toenemende internationalisering, het fiscale vestigingsklimaat in Nederland en ondermijning.

Integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties, zoals betrokkenheid bij corruptie of fraude van cliënten of van de accountantsorganisatie zelf, doen afbreuk aan het vertrouwen in de sector. Dit risico wordt mede veroorzaakt door het gunstige fiscale vestigingsklimaat in Nederland. Dit trekt bedrijven uit het buitenland met beperkte substance en verhoogde integriteitsrisico's aan. Door deze verhoogde integriteitsrisico's worden deze bedrijven vaker geweigerd door grote accountantskantoren en komen vervolgens terecht bij kleinere accountantsorganisaties waar de AFM vooralsnog minder goed zicht op heeft. Het risico is dat bij deze organisaties minder fraude-expertise en capaciteit aanwezig is, waardoor op systeemniveau deze risico's minder goed worden gezien. Daarnaast schaden integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties zelf, zoals examenfraude, het vertrouwen in accountantsorganisaties. Dit soort incidenten onderschrijven het belang van de ingezette inspanningen gericht op het verbeteren van gedrag en cultuur in de accountancysector.⁶⁵

⁶⁵ 'Reactie AFM op examenfraude KPMG', AFM, juli 2023.

Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang	
Veranderende aard gecontroleerde ondernemingen door verduurzaming	Ondernemingen committeren zich aan ESG-doelstellingen, wat leidt tot nieuwe materiële risico's zoals fysieke schade en de gevolgen van duurzaamheidsbeleid. Ondernemingen moeten hier adequaat over rapporteren en accountantsorganisaties moeten deze informatie controleren. Eindgebruikers beschikken over onvoldoende duurzaamheidsinformatie als gevolg gebrek aan duurzaamheidsdata, inconsistentie tussen financiële en niet-financiële rapportages en onvoldoende duurzaamheidsexpertise bij zowel uitvoerende ondernemingen als accountantsorganisaties.	• Verduurzaming • Wet- en regelgeving	→	☰
Veranderende aard gecontroleerde ondernemingen door digitalisering	Ondernemingen adopteren nieuwe technologieën in hun processen, diensten en producten, wat leidt tot nieuwe materiële risico's, zoals uitvallende systemen of ketenpartners en nieuwe waarderingsvraagstukken. Accountantsorganisaties hebben mogelijk onvoldoende kennis en expertise beschikbaar over deze ontwikkelingen bij hun controlecliënten en hoe hun controle-aanpak hierop aan te passen	• Digitalisering	↗	←
Fraude en discontinuïteit bij gecontroleerde ondernemingen	Fraude (o.a. greenwashing, witwassen, selectieve outscoping bij niet-financiële informatie en corruptie) en discontinuïteit bij ondernemingen die niet zijn gedetecteerd of waarvan het risico niet is vermeld in de wettelijke controle leiden tot materiële verliezen bij eindgebruikers en tot breder verlies van vertrouwen in de financiële markt. Mede vanwege het wegvallen van coronasteun is discontinuïteit een groeiend risico.	• Internationalisering • Macro-economische ontwikkelingen • Ondernijning	↗	→
Cyberrisico's	Accountantsorganisaties beheersen het gebruik van technologie en data onvoldoende in hun bedrijfsvoering, waaronder als instrument voor het uitvoeren van wettelijke controles. Ze beschikken bovendien over veel gevoelige data en zijn daarmee kwetsbaar voor cyberincidenten. Ze zijn vooralsnog uitgezonderd van de DORA-regelgeving en zijn in NIS2 niet benoemd als essentiële entiteit. Gebrekkige beheersing van cyberrisico's doet afbreuk aan de kwaliteit van de wettelijke controle en leidt tot operationele risico's, waaronder uitbestedingsrisico's.	• Digitalisering	↗	
Toegankelijkheid accountantscontrole	De toegankelijkheid van accountantscontroles staat onder druk door een toenemende vraag naar controles (toenemende scope en meer controleplichtigen), terwijl het aanbod onder druk staat (personeelstekorten, verminderde populariteit opleiding). Dit merken vooral klanten met een afwijkend risicoprofiel. Ontwikkelingen die als reactie hierop plaatsvinden, zoals de instroom van private equity in het segment van organisaties met een reguliere vergunning en toezichtarbitrage bij de Organisaties van Openbaar Belang (OOB), werken negatief uit op de kwaliteit van de wettelijke controle.	• Macro-economische ontwikkelingen • Wet- en regelgeving	↗	
Integriteitsrisico's	Integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties, betrokkenheid bij corruptie, of fraude van controlecliënten doen afbreuk aan het vertrouwen in de sector. Toenemende internationalisering, het fiscale vestigingsklimaat in Nederland en ondernijning verhogen deze risico's. Integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties zelf, zoals examenfraude, schaden het vertrouwen in accountantsorganisaties en onderschrijven het belang van een gezonde cultuur in de sector.	• Internationalisering • Ondernijning	→	



Heeft u vragen of opmerkingen over deze publicatie?

Stuur een e-mail naar: redactie@afm.nl



Autoriteit Financiële Markten

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

Telefoon

020 797 2000

www.afm.nl

Dataclassificatie

AFM-Publiek

Volg ons: →



De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten. Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.

De tekst van deze publicatie is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlelen. Door veranderende wet- en regelgeving op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet actueel is op het moment dat u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door of in verband met acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.

© Copyright AFM 2023