

Trendzicht 2019

**Een verkenning van
trends en risico's op de
financiële markten**



Wegwijs

Dit trendrapport is clickable.



Ga naar home



Blader verder of terug

Autoriteit Financiële Markten

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





Inleiding en samenvatting

Het vroegtijdig signaleren en begrijpen van veranderingen in de sector draagt bij aan een effectieve, vooruitblikkende en preventieve toezichtaanpak.

Inleiding

In AFM Trendzicht signaleert de AFM belangrijke trends en bijbehorende risico's in de financiële sector. Het vroegtijdig signaleren en begrijpen van veranderingen in de sector draagt bij aan een effectieve, vooruitblikkende en preventieve toezichtaanpak. In deze eerste editie is een centrale plek ingeruimd voor hét moment waarop een van deze trends – politieke onzekerheid – zijn voorlopige climax kent: brexit op 29 maart 2019. Daarnaast komt de voortschrijdende digitalisering van de sector aan bod, net als de groeiende rol van de financiële sector in de transitie naar een duurzame samenleving en economie. In deze verkenning duiden we deze trends vanuit de missie van de AFM om zich sterk te maken voor eerlijke en transparante financiële markten, en bij te dragen aan duurzaam financieel welzijn.

Verdieping belangrijker dan verbreding

Trendzicht is een nieuwe publicatie met als doel inhoudelijke achtergrond, verdieping en samenhang te bieden bij relevante toezichtonderwerpen. Daartoe bespreken we in Trendzicht een selectie van trends om een aantal (opkomende) risico's en toezichtvraagstukken in perspectief te zetten. Trendzicht geeft ons daarbij de ruimte hierover uitgebreider te communiceren dan in bestaande AFM-publicaties zoals de Agenda. Verdieping is daarbij belangrijker dan verbreding. We streven er niet naar om alle trends en risico's in de

financiële sector aan te stippen. Gericht lichten we er een drietal trends uit die op dit moment relevant zijn voor het duiden van een aantal lopende veranderingen in de sector. Dit neemt niet weg dat andere trends eveneens van invloed zijn, zoals de voortdurende lage rente en internationalisering. [Figuur 1](#) (pag. 4) geeft een overzicht van de besproken trends en bijbehorende risico's. De trends en bijbehorende risico's zijn nog in verschillende mate van ontwikkeling, waardoor hun precieze effecten nog niet op alle vlakken even helder zijn. Meestal zijn al wel opkomende dilemma's en andere vraagstukken te identificeren. Waar mogelijk geven we oplossingsrichtingen aan, waarbij soms vooral de sector aan zet is en in andere gevallen meer inspanningen van het toezicht nodig zijn.

Agenda 2019

De verkenningen in Trendzicht dragen mede bij aan het bepalen van de toezichtprioriteiten van de AFM. De concrete implicaties van de trends en risico's voor de toezichtactiviteiten van de AFM voor het komende jaar zullen worden uitgewerkt in de Agenda 2019, die begin 2019 wordt gepresenteerd.



Figuur 1 AFM Trendzicht 2019. De pijlen geven een indicatie van de urgentie en omvang van de onderliggende risico's.

Bron: AFM



Het is van belang dat financiële instellingen zich adequaat op brexit voorbereiden.

De AFM verwacht van de sector dat technologische ontwikkelingen in het belang van de klant worden ingezet.

Samenvatting

Politieke onzekerheid

Een harde *no deal* brexit in maart 2019 is het meest prominente geopolitieke risico voor financiële instellingen. De uittreding van het Verenigd Koninkrijk (VK) uit de Europese Unie (EU) heeft grote gevolgen voor de financiële sector. Britse financiële partijen spelen een belangrijke rol in de Europese financiële sector. Wanneer zij markttoegang tot de EU verliezen brengt dat een groot aantal risico's met zich mee voor de effectenhandel, de verzekeringsmarkt en het Europese toezicht. Hoewel alle betrokken partijen proberen een ordelijke brexit met een overgangperiode mogelijk te maken, is het risico op een harde brexit per maart 2019 nog niet geweken. Het is van belang dat financiële instellingen zich hier adequaat op voorbereiden. Een substantieel aantal handelsplatformen en handelspartijen heeft voor Nederland als nieuwe vestigingsplaats heeft gekozen. De AFM bereidt zich voor om effectief toezicht te kunnen houden op deze nieuwe partijen en markten.

Daarnaast zijn financiële markten onderhevig aan onzekerheid over het monetaire beleid. Het monetaire beleid is in een aantal landen, zoals de Verenigde Staten en Canada, verstrakt en voor Europa wordt dit verwacht. Dit roept vraag op of investeerders de risico's van hun beleggingen adequaat hebben ingeschat. Vanwege de lage rente zijn investeerders in de afgelopen jaren op zoek gegaan naar beleggingen met een relatief hoog rendement. De dreiging van een handelsoorlog vergroot de kans op abrupte bewegingen op de financiële markten, wat de stabiliteit en soepele werking van deze markten kan beïnvloeden.

Digitalisering financiële sector

Het groeiend aantal toepassingen van door technologie gedreven innovaties in de financiële sector (fintech) beïnvloedt alle segmenten van de markt. Digitalisering maakt het mogelijk om de consument steeds gerichter en persoonlijker te benaderen. Er ontstaan nieuwe aanbieders, datastromen en distributiemogelijkheden die financiële producten en advies toegankelijker (sneller en altijd beschikbaar) maken. Dat biedt voordelen voor klanten, maar brengt ook nieuwe uitdagingen met zich mee voor zowel aanbieder als toezichthouder. Bij grootschalige inzet van data komen vraagstukken op over onder andere privacy, eigenaarschap van data, solidariteit in verzekeringen, en nieuwe beïnvloedingsmogelijkheden. Een andere keerzijde van digitalisering is dat nieuwe verschijningsvormen ontstaan van financiële (cyber)criminaliteit. Dit leidt tot toenemende druk op de poortwachtersrol van financiële instellingen om het gebruik van het financiële systeem voor criminele doeleinden te voorkomen. De AFM verwacht van de sector dat technologische ontwikkelingen in het belang van de klant worden ingezet (zorgplicht 2.0). De toepassing van nieuwe technologieën, in combinatie met een toenemend gebruik van data en een groeiende cyberdreiging, stelt daarbij hoge eisen aan de beheerste en integere bedrijfsvoering van financiële instellingen. Voor de AFM betekent de digitalisering dat haar toezicht zich meer zal richten op het zorgvuldig gebruik van klantdata, de robuustheid van complexer wordende waardeketens en de beheersing van risico's in een IT-intensieve bedrijfsvoering.



Geldende (wettelijke) vereisten zijn onverminderd van toepassing op financiële producten en diensten met een duurzaam karakter.

Transitie naar een duurzame samenleving en economie

De financiële sector bevindt zich in het hart van de transitie naar een duurzame samenleving en economie. Onder invloed van maatschappelijke en beleidsmatige ontwikkelingen groeit het aanbod van financiële producten en diensten met een duurzaam karakter. Beleggers laten duurzaamheid ook een steeds grotere rol innemen bij hun beslissingen, waardoor de zogenaamde ESG-factoren (*environmental, social and governance*) steeds belangrijker in de financiële verslaggeving van (beursgenoteerde) ondernemingen worden. De AFM ondersteunt de belangrijke bijdrage van de financiële sector aan de duurzaamheidstransitie. Zij ziet ook risico's ontstaan die uiteindelijk belemmerend kunnen werken, wanneer zij niet worden opgepakt. Rode draad in die risico's is de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie. Het gaat hierbij niet alleen om informatie om risico's voortkomend uit duurzaamheid beter te kunnen inschatten, maar ook om inzicht in de mate waarin een onderneming, een product of een dienst een positieve bijdrage levert aan duurzaamheidsdoelstellingen. Het gebrek aan standaarden voor wat duurzaam mag heten, ligt hieraan ten grondslag. Zolang dit niet is opgelost, blijven financiële ondernemingen zelf verantwoordelijk voor duidelijkheid over de gebruikte terminologie en de waarborgen voor de gehanteerde claims.

Een ander aandachtspunt is dat financiële ondernemingen duurzaamheid op een verantwoorde en zorgvuldige wijze integreren in hun financiële producten en diensten. Geldende (wettelijke) vereisten zijn onverminderd van toepassing op financiële producten en diensten met een duurzaam karakter. De AFM richt zich daarom binnen haar aandachtsgebieden op de zorgvuldigheid waarmee duurzaamheid een plek krijgt in de financiële sector. De ontwikkeling van Europese wetgeving voor duurzame financiering zal de toezichtstaak van de AFM op dit terrein mede nader invullen.

01

Politieke onzekerheid



01



Brexit is de grootste bron van politieke onzekerheid voor de financiële sector in Europa.

Politieke onzekerheid op de financiële markten

Brexit is de grootste bron van politieke onzekerheid voor de financiële sector in Europa. In 2016 spraken de inwoners van het VK zich via een referendum uit de EU te willen verlaten. Sindsdien werken de EU en het VK aan een ordelijke transitie naar een nieuwe onderlinge verstandhouding. Het risico dat dit niet lukt en dat het VK zonder nadere afspraken (no deal) uit de EU treedt op 29 maart 2019, is nog niet geweken. Dit wordt het zogeheten *cliff-edge*-scenario of een harde brexit genoemd. In dit scenario zijn de EU-regels van de ene op de andere dag niet meer van toepassing in het VK. Als gevolg hiervan verliezen ondernemingen uit het VK hun recht op markttoegang tot de EU en *vice versa*. Ook als dit scenario wordt ontweken, is echter nog allerminst zeker hoe de samenwerkingsrelatie tussen de EU en het VK er gaat uitzien. Zelfs als het VK en de EU tot een overeenkomst komen, kunnen sommige ondernemingen hun markttoegang verliezen. De komst van Britse financiële partijen naar Nederland blijft daarmee onverminderd actueel. Dat geldt ook voor de risico's op de financiële markten en voor discussies die worden gevoerd over het voorkomen van toezichtarbitrage en -concurrentie op de post-brexit financiële markten.

Politieke midden verliest positie en internationale samenwerking verloopt moeizamer

Brexit is een uiting van een bredere trend van toenemende geopolitieke risico's voor de financiële markten. In meerdere Westerse landen lijkt het politieke midden positie te verliezen aan partijen op de politieke flanken. Deze politieke polarisatie bemoeilijkt het vinden van consensus, wat tot

beleidsonzekerheid leidt. De moeizame coalitieonderhandelingen die zich hebben afgespeeld in Duitsland en de politieke spanning in Italië zijn daarvoor illustratief. Binnen de EU spelen daarbij stevige politieke discussies die de verhoudingen op scherp zetten, zoals op het gebied van onder andere migratiebeleid, versterking van de eurozone en een nieuw meerjarig financieel kader van de EU-begroting. Buiten Europa kan minder dan voorheen worden uitgegaan van de VS als gelijkgestemde partner in internationale samenwerking.

Onzekerheid monetair beleid

Daarnaast zijn financiële markten onderhevig aan onzekerheid over het monetaire beleid. De rente is al geruime tijd zeer laag. Enerzijds heeft dit in een toename van schulduitgiftes geresulteerd. Anderzijds zijn investeerders hierdoor op zoek gegaan naar beleggingen die een relatief hoog rendement opleveren (*search for yield*). Dit heeft geleid tot hoge waarderingen in een aantal beleggingscategorieën. Nu het monetaire beleid in een aantal landen (zoals de VS, Canada en het VK) is verstrakt en dit voor Europa wordt verwacht, roept dit de vraag op of investeerders de risico's adequaat hebben ingeschat. Een wijziging van de rente die afwijkt van de verwachtingen in de markt kan tot abrupte prijswijziging van deze beleggingen leiden. Dit kan leiden tot een piek in verkopen en mogelijk tot een periode van verhoogde volatiliteit en liquiditeitskrapte in sommige markten. Opkomende landen met schulden in buitenlandse valuta zijn hier gevoelig voor, zoals de situatie in Turkije en Argentinië illustreert.

01



Britse partijen zijn van groot belang voor Nederlandse organisaties die actief zijn op de Europese effectenmarkt.

Handelsoorlog kan wereldwijd gevolgen hebben

De dreiging van een handelsoorlog vergroot de risico's van deze onzekere situatie. Verhogingen van invoertarieven door de VS, China en de EU hebben al een stijgende volatiliteit op de financiële markten veroorzaakt. De verhogingen van invoertarieven over en weer hebben zich uitgebreid tot steeds meer producten. De reëel-economische consequenties hiervan zijn vooralsnog beperkt. Verdere escalatie van protectionistische maatregelen kan echter grotere gevolgen hebben voor de economie en de internationale samenwerking op andere terreinen verder onder druk zetten. Als gevolg hiervan neemt de kans op abrupte bewegingen op financiële markten toe, wat hun stabiliteit en soepele werking kan beïnvloeden.

Brexit

Een harde brexit op 29 maart 2019 zal disruptieve gevolgen hebben voor de financiële sector en financiële instellingen moeten zich hierop voorbereiden. De economieën van de EU en het VK zijn nauw met elkaar verbonden, niet alleen in reëel-economische termen maar ook op financieel-economisch terrein. De kapitaalmarkten van de EU en het VK zijn integraal verweven en veel Europese ondernemingen en consumenten zijn voor wat betreft hun financiële dienstverlening afhankelijk van de financiële sector in het VK. Wanneer Britse partijen in het geval van een harde brexit per eind maart 2019 hun markttoegang tot de EU verliezen (en *vice versa*), kan dit tot ernstige verstoringen van het effectenverkeer en een inperking van grensoverschrijdende dienstverlening leiden. Verschillende kwesties, zoals de Ierse grens, staan op dit moment een definitief uittredingsakkoord in de weg. Zolang dit akkoord nog niet is gesloten, blijft een harde brexit een reële mogelijkheid en is de sector genoodzaakt zich hierop voor te bereiden. Onderstaande analyse gaat dan ook uit van dit scenario.

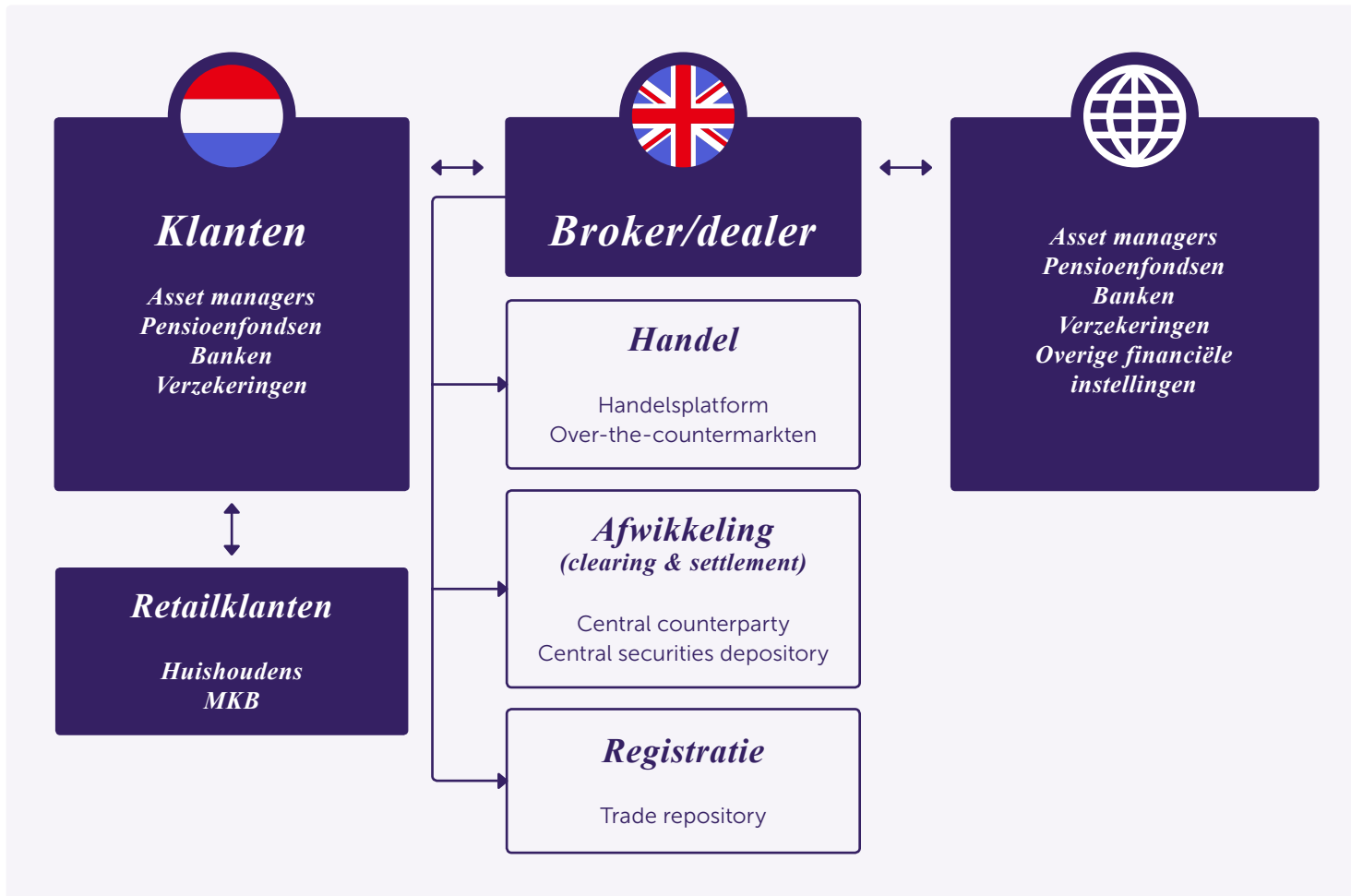
De grootste risico's betreffen de efficiënte werking van de kapitaalmarkt; de retail-dienstverlening wordt in mindere mate geraakt. De volgende paragrafen gaan in op de belangrijkste gevolgen en risico's van een harde brexit vanuit het oogpunt van het gedragstoezicht. De risico's die achtereenvolgens worden beschreven, hebben betrekking op de toegang tot de internationale financiële kapitaalmarkt, de continuïteit van de effectenhandel, de voortzetting van internationale bank- en verzekeringsdiensten, uitbestedingen naar het VK en toezichtarbitrage. Tot slot komt de komst van Britse financiële partijen naar Nederland aan bod.

Toegang tot de internationale financiële markt onder druk

Britse partijen zijn van groot belang voor Nederlandse organisaties die actief zijn op de Europese effectenmarkt. Effectenhandel (handel in aandelen, obligaties en derivaten) is een gereguleerde activiteit en veel partijen die een rol spelen in het Europese effectenverkeer, bevinden zich in het VK.

De markt kan grofweg worden ingedeeld in drie delen: de grote *broker dealers*, hun klanten en de marktinfrastructuur (Figuur 2) Pag 10). De grote *broker dealers* zijn partijen als Goldman Sachs, JP Morgan en Barclays; zij bieden hun klanten toegang tot diverse markten. Zij zijn of zoeken bijvoorbeeld een tegenpartij als een klant een renterisico wil afdekken. In de Nederlandse context zijn klanten onder andere pensioenfondsen, maar ook andere asset managers, banken en grote bedrijven. De marktinfrastructuur betreft de handelsplatformen en de afwikkelinfrastructuur (*clearing & settlement*) die de financiële handel mogelijk maakt. De kern van het brexit-risico op de effectenmarkt is dat de grote *broker dealers* en een groot deel van de marktinfrastructuur zich in het VK bevinden en post-brexit hun markttoegang tot de EU verliezen. Zij kunnen in dat geval geen Nederlandse en andere Europese klanten meer bedienen. Nederlandse klanten, zoals pensioenfondsen, kunnen daardoor worden geconfronteerd met hogere kosten of kunnen sommige transacties niet meer uitvoeren.

01



Figuur 2 Vereenvoudigde weergave van de verhouding tussen het VK en NL op de kapitaalmarkt

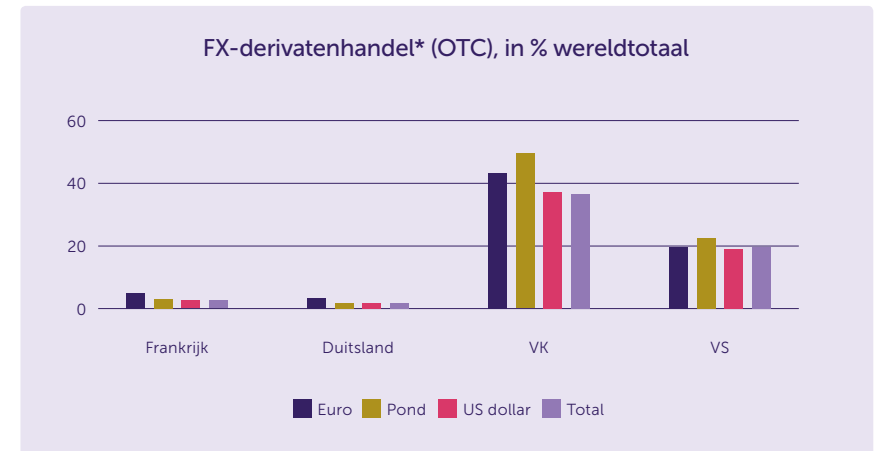
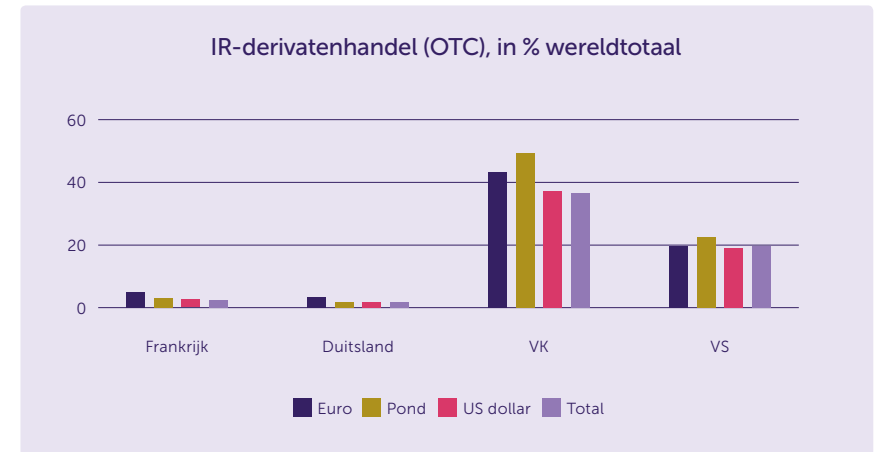
Bron: AFM

01



Een tekort aan Europese alternatieven beperkt Europese financiële partijen in hun transactiemogelijkheden, wat risico's en kosten verhoogt. Het VK is voor diverse markten een belangrijke financiële hub. Vooral de markten voor derivaten bevinden zich voor een significant deel in het VK, terwijl andere Europese landen hier een veel kleinere rol vervullen (Figuur 3). Dit probleem speelt ook op andere markten, zoals de obligatiemarkt en de repomarkt. De grote *broker dealers*, die toegang tot al deze markten kunnen verschaffen, hebben binnen Europa 90% van hun activiteiten in Londen gevestigd (Batsaikhan, Kalcik en Schoenmaker, 2017). In de huidige setting kunnen zij vanuit Londen de gehele Europese markt bedienen, maar door brexit dreigt dat te veranderen. Vrijwel alle Britse partijen die vanuit Londen de Europese markt bedienen, zijn daarom momenteel bezig vergunningen in EU-lidstaten aan te vragen en voldoende mensen naar Europese vestigingen te verplaatsen om de dienstverlening aan Europese partijen post-brexit te kunnen voortzetten.¹

Niettemin kost deze operationele omzetting tijd en is het geen gegeven dat alle instellingen tijdig over de juiste vergunning(en) beschikken. Hierdoor is het mogelijk dat minder of zelfs geen Europese alternatieven beschikbaar zijn voor wegvallende Britse financiële partijen. Als er geen alternatieve tegenpartij kan worden gevonden, beperkt dat Europese klanten in hun transactiemogelijkheden. Europese klanten kunnen dan bijvoorbeeld hun renterisico niet voldoende afdekken op de derivatenmarkt of hun liquiditeit niet veilig stellen op de repomarkt. Zelfs als het mogelijk is om Europese alternatieven te vinden, hebben Europese partijen doorgaans een beperktere schaal en kunnen zij daardoor een minder goede prijs bieden. Voor Nederlandse klanten, zoals pensioenfondsen, blijft de markttoegang dan behouden, maar kan dit leiden tot grotere risico's, minder beleggingsmogelijkheden en een lager rendement. Voor deze partijen is het van belang dat zij hiervoor met hun Britse dienstverleners een oplossing zoeken en zo nodig tijdig op zoek gaan naar alternatieven.

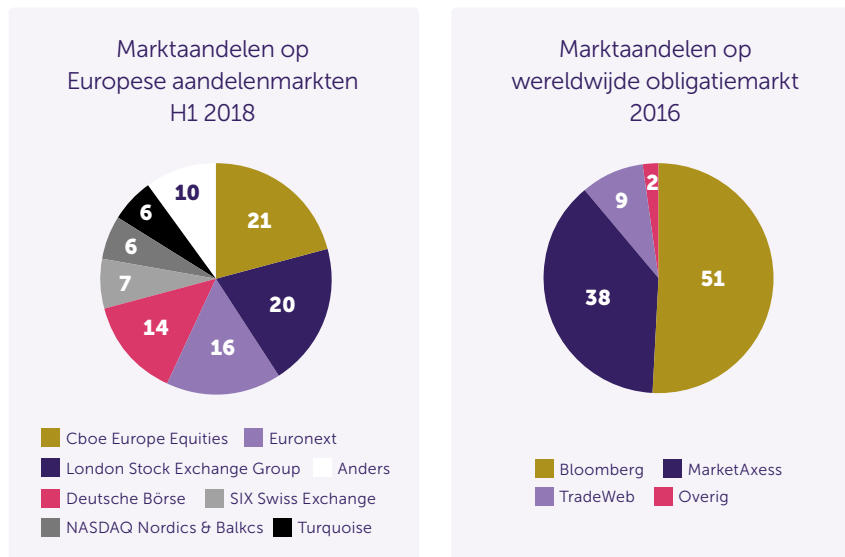


Figuur 3 Over The Counter FX en IR derivatenhandel 2016

Bron: BIS (2016); Bewerking AFM; * Valutaderivaten incl. spottransacties, valutatermijncontracten, valuta swaps, opties en andere producten.

¹ Zie o.a. FT, 2018: JPMorgan to move several dozen staff ahead of Brexit

01



Figuur 4 Marktaandeel naar handelsvolume op de Europese kapitaalmarkt en de wereldwijde obligatiemarkt

Bron: Federation of European Securities Exchanges (2018); Greenwich Associates 2016 European and North American Fixed-Income Studies

Continuïteit effectenhandel onzeker

Britse handelsplatforms worden minder toegankelijk voor Europese partijen. Hoewel Europese partijen in beginsel mogen blijven handelen op Britse platforms, is deze deelname aan restricties onderworpen.² Bovendien kan het VK besluiten dat Europese partijen geen toegang meer krijgen tot deze platforms. In reactie hierop vraagt een deel van de in het VK gevestigde handelsplatforms een vergunning aan in een EU-land. Een aantal platforms heeft de intentie kenbaar gemaakt om zich in Nederland te vestigen.³

Onder deze platforms bevinden zich enkele van de grootste aandelenplatforms op de Europese kapitaalmarkt en de wereldwijde obligatiemarkt (Figuur 4). Wat handelsplatforms betreft, zou dit een sterke uitbreiding betekenen van de Nederlandse markt.

Partijen die transacties aangaan in derivaten waarop de clearingverplichting op basis van EMIR van toepassing is, kunnen na een harde brexit deze verplichting niet meer vervullen bij een *Central Counterparty* (CCP) die in het VK is gevestigd, waardoor de kosten zullen toenemen. Clearing is het salderen van de bruto effectenposities van handelende partijen ten opzichte van één tegenpartij (de CCP), waardoor alle handelende partijen uitkomen op één nettopositie bij de CCP. Dit maakt het eenvoudiger om tegenpartijrisico te beheersen. Derivaten waarop clearingverplichting op basis van EMIR van toepassing is, moeten worden *gecleared* bij een vergunninghoudende CCP in de EU. De CCPs die in het VK zijn gevestigd, hebben een dominante positie op de Europese markt verworven en verzorgen de *clearing* van ruim 90% van de in Euro gedenomineerde renteswaps en 40% van de in euro gedenomineerde *credit default swaps* (ECB, 2017). De instellingen LCH Clearent en ICE Clear zijn daarbij de meest dominante spelers. Post-brexit kwalificeren deze Britse CCPs in beginsel niet meer als een CCP met een vergunning in een EU-lidstaat. Een financiële partij die een transactie met clearingverplichting wil uitvoeren moet dan *clearen* bij een vergunninghoudende CCP in de EU en dat kan leiden tot hogere kosten. CCPs in de EU hebben minder volume en daarnaast zorgt een spreiding van de brutoposities over verschillende CCPs voor minder netteringsmogelijkheden en mogelijke extra onderpandverplichtingen. De schattingen van de extra onderpandverplichtingen als gevolg van brexit en de kosten daarvan voor Europese financiële instellingen lopen sterk uiteen en variëren van enkele miljarden tot EUR 20 miljard per jaar (Europees Parlement, 2017; Bruhl, 2017).

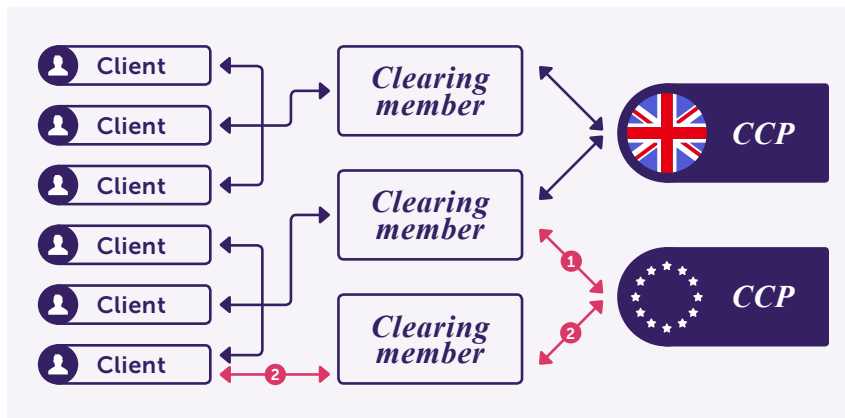
² Deelname is bijvoorbeeld niet toegestaan als de Europese partij een dominante positie zou verwerven.

³ Deze belangstelling is in de media gerapporteerd. De AFM loopt niet vooruit op en doet geen mededelingen over een eventuele vergunningaanvraag van deze partijen, noch over de uitkomst daarvan. Bovendien hangt de uiteindelijke beslissing van deze partijen om zich al dan niet in Nederland te vestigen af van meerdere factoren, waaronder de afspraken over markttoegang die tussen de EU en het VK moeten worden gemaakt.

01



Clearing Members en hun klanten zijn nu aan zet om zich op brexit voor te bereiden. Clearing bij een CCP gebeurt via zogeheten Clearing Members, een klein aantal partijen dat is aangesloten op de CCP en via deze CCP-stukken *clear* voor de eigen groep en/of andere partijen. Deze partijen zullen als de in het VK gevestigde CCPs niet meer worden erkend als vergunninghoudende CCP, aansluiting bij een andere, in de EU gevestigde, CCP moeten zoeken als zij deze diensten willen blijven aanbieden voor EU-klanten die met de clearingverplichting te maken hebben (Figuur 5 lijn (1)). Een aantal partijen is hier voor nieuwe contracten inmiddels mee begonnen. De clearingverplichting rust echter op de partij die de transactie aangaat. Als de Clearing Member er niet in slaagt om bij een Europese CCP aan te sluiten, zal de handelende partij een andere Clearing Member moeten zoeken die wel aansluiting heeft op een Europese CCP (Figuur 5 lijn (2)) om te voorkomen dat deze partij wordt geconfronteerd met hogere kosten. Clearing Members en hun cliënten moeten hierover dus tijdig met elkaar in gesprek gaan.



Figuur 5 Vereenvoudigde weergave van de clearingmarkt

Bron: AFM

Na brexit kunnen financiële instellingen in het VK en de EU sommige verplichtingen met betrekking tot internationale *uncleared over-the-counter* (OTC) derivatencontracten niet meer naleven. Derivatencontracten worden gedurende hun looptijd regelmatig aangepast (zogeheten *life-cycle-events*). Dit gaat bijvoorbeeld om het doorrollen van open posities, het uitvoeren van opties en *trade compression*⁴. Hierbij kan het gaan om gereguleerde activiteiten. Post-brexit verliezen Britse partijen waar deze contracten mee zijn afgesloten hun markttoegang en mogen zij de gereguleerde activiteiten mogelijk niet meer uitvoeren. Het gevolg is dat instellingen geconfronteerd kunnen worden met grotere brutoposities, de onmogelijkheid om risico te verplaatsen naar een andere entiteit, of om een open positie te behouden. Dit kan leiden tot een groter risicoprofiel dan gewenst, hogere margeverplichtingen en hogere kosten. Mogelijk wordt hierdoor EUR 23.000 miljard aan contracten tussen partijen in het VK en de EU getroffen, wat ongeveer een kwart van het totale aantal contracten tussen deze partijen behelst (Bank of England, 2017). Ter voorbereiding hierop zijn derivatendealers in het VK bezig om delen van hun derivatenportefeuille over te dragen aan Europese partijen (*novation*)⁵. Hoewel dit het brexitrisico beperkt, brengt dit andere risico's met zich mee. Zo kan de nieuwe Europese tegenpartij in een andere risicocategorie vallen dan de oorspronkelijke Britse tegenpartij. Daarnaast kunnen derivatencontracten die oorspronkelijk voor de inwerkingtreding van EMIR zijn afgesloten na *novation* onder EMIR-verplichtingen vallen, terwijl zij daar nu nog van zijn uitgezonderd. Vanwege de diverse soorten derivatencontracten, is het belangrijk dat derivatendealers en hun klanten tijdig afspraken maken over een oplossing.

Vaak is bij het sluiten van overeenkomsten in complexe financiële instrumenten overeengekomen dat het Britse recht wordt toegepast en dat ze vallen onder Britse jurisdictie. Dit betekent dat Engels recht leidend is bij een geschil en dat de zaak voor de Engelse rechtbank kan worden gebracht.

⁴ Het vervangen van een verzameling contracten door één contract met dezelfde nettopositie.

⁵ FT, 2017: [Investment banks split on shifting assets ahead of Brexit](#)



01



Banken en verzekeraars in het VK en de EU kunnen na brexit mogelijk geen diensten meer verlenen aan klanten in een andere jurisdictie.

Een uitspraak van de Engelse rechtbank kan op dit moment worden afdgedwongen in elk EU-land. Na brexit kan hierover onzekerheid ontstaan en dreigt de juridische basis onder de naleving van deze (derivaten)contracten weg te vallen. Houders van deze instrumenten kunnen met hun tegenpartij in gesprek over een oplossing, zoals het gebruik van Frans of Iers recht voor nieuwe contracten.

Voor de kredietwaardingsmaatschappijen (*credit rating agencies* (CRAs)) ontstaat het risico dat in het VK geproduceerde ratings niet meer geldig zijn in de EU. CRAs vallen onder Europees toezicht van ESMA (*European Securities and Market Authority*). Zij moeten bij ESMA zijn geregistreerd om ratings te kunnen leveren die financiële instellingen voor juridische doeleinden kunnen gebruiken. Dit betreft vooral prudentiële doeleinden. Het gebruik van niet-erkende ratings in bijvoorbeeld prospectussen is wel toegestaan, mits duidelijk wordt gemaakt dat het geen rating betreft van een erkende Europese CRA. De drie grote CRAs - Moody's, S&P en Fitch - hebben hun hoofdvestiging in het VK en hebben gezamenlijk meer dan 90% marktaandeel. In het geval van brexit kwalificeren deze in het VK gevestigde CRAs niet meer als Europese CRA. Om post-brexit nog erkend te worden, moeten delen van de bedrijfsvoering naar de EU worden verplaatst. Deze CRAs hebben overigens al vestigingen in de EU. Het is toegestaan om ratings die deze Europese vestigingen leveren te laten maken door analisten buiten de EU (onder het *endorsement regime*), maar daar moeten gegronde redenen voor zijn. ESMA heeft al aangegeven hier geen losse interpretatie te hanteren en dringt er bij de CRAs op aan om de voor de EU relevante activiteiten naar de EU te verplaatsen ([ESMA, 2018](#)).

Voortzetting internationale bank- en verzekeringsdiensten ongewis

Banken en verzekeraars in het VK en de EU kunnen na brexit mogelijk geen diensten meer verlenen aan klanten in een andere jurisdictie. De Britse

bankensector bedient ongeveer de helft van de zakelijke markt in Europa. Wat de verzekeringsmarkt betreft staat vanuit het VK in totaal ongeveer EUR 50 miljard aan verzekeringsverplichtingen uit in de EU, en zijn circa 38 miljoen Europese polishouders potentieel kwetsbaar ([Bank of England, 2018](#)). Verzekeraars verkopen vanuit het VK verzekeringsovereenkomsten aan bedrijven en consumenten in de EU en *vice versa*. Een vergunning is nodig voor het verkopen van een verzekeringsovereenkomst, het uitbetalen van claims en het accepteren van premies voor bestaande overeenkomsten. Veel verzekeraars binnen het VK en de EU maken op dit moment gebruik van het Europese paspoort om deze diensten in andere EU-landen te kunnen leveren, maar post-brexit is dit niet meer mogelijk. Naast de marktinefficiëntie die brexit teweegbrengt voor toekomstige overeenkomsten, zijn de huidige overeenkomsten mogelijk op korte termijn al niet meer uit te voeren. Dit betekent dat premies niet meer kunnen worden ingelegd en uitkeringen niet meer kunnen worden voldaan. Dit creëert een directe kwetsbaarheid voor klanten van Britse banken en verzekeraars in Nederland. Dit probleem lijkt in Nederland vooral te spelen op de zakelijke markt, consumenten worden beperkt bediend door verzekeraars uit het VK. Deze banken en verzekeraars moeten samen met hun klanten tijdig een oplossing vinden.

De dekking van bestaande verzekeringen wordt mogelijk aangepast. Nederlandse klanten van Nederlandse verzekeraars kunnen ook worden geconfronteerd met veranderingen. Verzekeringen met een buitenlanddekking, zoals een autoverzekering of reisverzekering, kunnen dekking aanbieden in de EU. Hoewel de meeste verzekeringen de dekking op (EU-onafhankelijk) landenniveau definiëren, is het mogelijk dat er aan de EU gerefereerd wordt in de polisvoorwaarden. Klanten van verzekeraars dienen tijdig te worden geïnformeerd wanneer verzekeraars de voorwaarden als gevolg van brexit wijzigen.

01



Het risico op toezichtarbitrage door financiële instellingen neemt toe als concurrentie tussen EU-lidstaten ontstaat om Britse financiële partijen aan te trekken.

Uitbestedingen naar Britse partijen niet zomaar mogelijk

Nederlandse financiële partijen die diensten hebben uitbesteed aan partijen in het VK, voldoen mogelijk niet meer aan de vergunningseisen. Diverse Nederlandse financiële partijen hebben diensten uitbesteed aan Britse partijen. Asset managers en banken kunnen bijvoorbeeld gebruikmaken van datagerelateerde diensten of bewaardiensten van effecten in het VK. Deze diensten mogen in beginsel alleen worden uitbesteed aan een partij in een equivalent verklaard toezichtregime. In het geval van een harde brexit kwalificeert het VK daar niet voor. Deze partijen zijn dan genooddacht een EU-alternatief te vinden. Het is daarnaast aan de regelgevers om tot overeenstemming te komen over een equivalentieverklaring, wat de minste verstoring met zich zou meebrengen.

Toezichtarbitrage

Het risico op toezichtarbitrage door financiële instellingen neemt toe als concurrentie tussen EU-lidstaten ontstaat om Britse financiële partijen aan te trekken. Sommige grotere financiële ondernemingen uit het VK zullen zich verplaatsen of een dochteronderneming opzetten in de EU om de toegang tot de interne markt van de EU te behouden. Het risico bestaat dat deze partijen zich bewust in een lidstaat willen vestigen met een relatief licht toezichtregime. Dit effect wordt versterkt als een concurrentiestrijd ontstaat tussen de EU-lidstaten om de vertrekkende instellingen uit het VK aan te trekken, met het oog op de economische voordelen die deze instellingen met zich meebrengen. Een *race to the bottom* in (de toepassing van) financiële regelgeving verzwakt de effectiviteit van het toezicht. De AFM zet zich in Europees verband in om het post-brexit financieel toezicht zo goed en geharmoniseerd mogelijk vorm te geven.

Een ander risico is versplintering van het toezicht. Britse financiële partijen hebben een aantal opties om hun markttoegang tot de Europese markt te behouden. Naast het aanvragen van een Europese vergunning met

paspoortmogelijkheden, kunnen Britse financiële partijen door nationale toezichthouders per land worden geautoriseerd. Het risico hiervan is dat het toezicht op deze partijen versplintert over verschillende nationale toezichthouders en bovendien het grootste deel van de activiteiten in het VK blijft. Ook op dit punt zet de AFM zich in Europees verband in om het toezicht op deze partijen zo goed mogelijk in te vullen, onder andere door te verlangen dat partijen in deze constructie in voldoende mate hun bedrijfsactiviteiten daadwerkelijk in de EU gaan uitvoeren (*substance criterium*).

Komst van Britse financiële ondernemingen naar Nederland

Meerdere marktpartijen uit het VK hebben interesse getoond om zich in Nederland te vestigen. Vrijwel alle grote spelers op de financiële markten die vergunning(en) houden in het VK, hebben als onderdeel van hun *due diligence* Amsterdam overwogen als vestigingsplaats. De AFM heeft ongeveer 150 gesprekken gevoerd met partijen met belangstelling voor een vergunning. Vooral handelsplatforms, handelaren voor eigen rekening en een aantal kleinere banken hebben interesse om zich in Nederland te vestigen.⁶ Onder andere grote in het VK gevestigde handelsplatforms als CBOE, LSE Turquoise en Bloomberg hebben publiek bekendgemaakt zich in Amsterdam te willen vestigen, net als handelaar Jane Street. Ook partijen van buiten de EU die momenteel vanuit Londen de Europese markt bedienen, zoals de Japanse bank MUFG, hebben hun interesse kenbaar gemaakt om naar Amsterdam te komen. De AFM heeft geïnteresseerde partijen opgeroepen uiterlijk 1 juli 2018 hun vergunningaanvraag in te dienen, zodat er normaal gesproken voldoende tijd is om de vergunningaanvraag te verwerken voor 29 maart 2019. Dit neemt niet weg dat naarmate de kans op een harde brexit in maart 2019 groter wordt, alsnog een groot aantal partijen op een later moment een vergunning aanvraagt. Het uiteindelijk aantal vergunningaanvragen dat bij de AFM zal worden ingediend, is daarmee nog onzeker.

⁶ Net als voor de bovengenoemde handelsplatformen geldt dat deze belangstelling in de media is gerapporteerd. De AFM loopt niet vooruit op en doet geen mededelingen over een eventuele vergunningaanvraag van deze partijen, noch over de uitkomst daarvan. Bovendien hangt de uiteindelijke beslissing van deze partijen om zich al dan niet in Nederland te vestigen af van meerdere factoren, waaronder de afspraken over markttoegang die tussen de EU en het VK moeten worden gemaakt.

01



De AFM houdt rekening met het scenario dat 30% tot 40% van de Europese kapitaalmarkt naar Nederland komt.

Gevolgen voor toezicht

Financiële instellingen zijn zelf verantwoordelijk voor een goede en afdoende voorbereiding op alle mogelijke brexit-scenario's. De AFM ziet er samen met DNB en Europese toezichthouders op toe dat de Nederlandse financiële instellingen de impact van brexit in kaart brengen en waar nodig tijdig mitigerende maatregelen treffen. Waar nodig doet de AFM uitvragen bij onder toezicht staande financiële instellingen om scherper in beeld te krijgen of en hoe instellingen zich voorbereiden op brexit. De AFM bespreekt de implicaties van brexit voor de financiële sector met instellingen en brancheorganisaties zoals de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB). In Europees verband zet de AFM zich in om het post-brexit financieel toezicht zo goed en geharmoniseerd mogelijk vorm te geven.

De komst van een substantieel aantal handelsplatformen en handelspartijen naar Nederland heeft grote gevolgen voor het post-brexit toezicht van de AFM. De AFM houdt rekening met het scenario dat 30% tot 40% van de Europese kapitaalmarkt naar Nederland komt. Hiermee komt het zwaartepunt van de handelsplatformen en handel binnen de EU in Amsterdam te liggen. Dit versterkt de Nederlandse financiële markten, heeft een aanzuigende werking op andere kennisintensieve en innovatieve dienstverlenende bedrijven, en draagt bij aan de toegang tot de kapitaalmarkt voor Nederlandse ondernemingen.

Het betekent ook een forse uitbreiding van de verantwoordelijkheden en taken van het (kapitaalmarkten)toezicht van de AFM. Naast een uitbreiding van eenmalige toezichthandelingen, zoals vergunningaanvragen, heeft dit veel gevolgen voor het doorlopende toezicht. Onder doorlopend toezicht valt bijvoorbeeld het toezicht op marktmisbruik. Om dit marktmisbruiktoezicht te kunnen uitvoeren, zal de AFM veel meer transactie- en orderdata moeten verzamelen en ontsluiten. De AFM zal op basis van Europese regelgeving meer data met andere toezichthouders moeten uitwisselen en is daarbij verantwoordelijk voor de kwaliteit van de door Nederlandse partijen gerapporteerde data. Daarnaast zal de AFM vaker te maken krijgen met beleids- en interpretatievragen van nieuwe kapitaalmarktpartijen, en een grotere rol spelen in Europees overleg. Dit vraagt om een uitbreiding van capaciteit, expertise en IT-systemen.

02



Digitalisering financiële sector



02



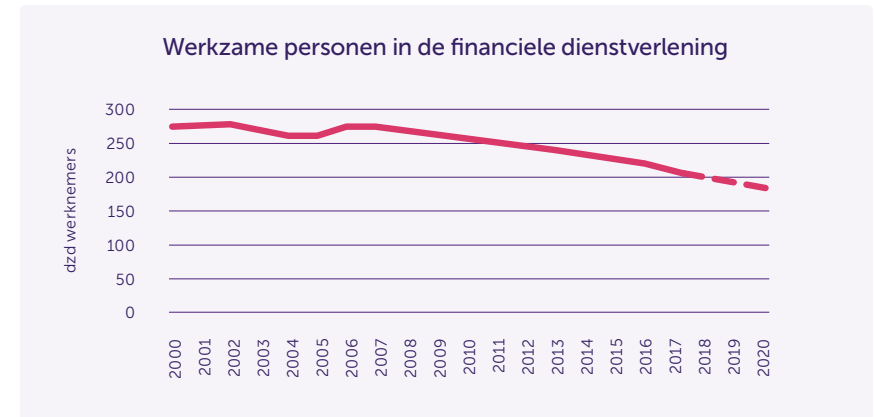
Technologische vernieuwing in alle segmenten van de markt

Het groeiende aantal toepassingen van door technologie gedreven innovaties in de financiële sector (fintech) beïnvloedt alle segmenten van de markt. Fintech maakt het mogelijk dat nieuwe aanbieders, producten en distributiemogelijkheden ontstaan, die gericht zijn op het verhogen van efficiëntie en verbeteren van klantervaringen. Dit uit zich onder andere in vergaande automatisering in de sector, het opbreken van de waardeketen van financiële dienstverlening en het toenemend gebruik van klantdata.

De meest zichtbare verandering in de afgelopen jaren is het verdwijnen van fysieke bankkantoren. De verwachting is nu dat een veel breder palet van financiële dienstverlening digitaal kan en zal worden aangeboden. Een direct gevolg is dat de werkgelegenheid in de financiële sector al enige jaren stevig daalt. Ten opzichte van het hoogtepunt in 2007 is de werkgelegenheid in de financiële sector met ongeveer 20% afgenomen van 272.000 tot 212.000 werkzame personen per 2017. Als deze daling doorzet, biedt de financiële sector in 2020 nog werk aan minder dan 200.000 mensen (Figuur 6; CBS, 2018; UWV, 2017). Hoewel de ontwikkelingen vooralsnog geleidelijk lijken te gaan en lange tijd gaande zijn, hebben nieuwe technologieën de potentie om op korte termijn grote veranderingen teweeg te brengen.

Banken en verzekeraars

In de bancaire sector en in de verzekeringssector vervullen de bestaande spelers een centrale rol bij het op de markt brengen van nieuwe technologieën. Bestaande financiële partijen werken veelal in de vorm van een partnerschap samen met nieuwe partijen of nemen hen over. Vervolgens worden nieuwe producten onder een eigen merknaam op de markt gebracht. De bancaire sector lijkt daarbij met de toepassing van innovaties in de betaaldiensten voor te lopen op de verzekeringssector, waar nog veel potentieel ligt voor de toepassing van bijvoorbeeld *advanced data analytics*.



Figuur 6 Het aantal werkzame personen in de financiële dienstverlening daalt
Bron: CBS, 2018; bewerking AFM

In het intermediaire kanaal vinden veranderingen plaats als gevolg van de opkomst van digitale distributiemogelijkheden. Hoewel de intermediair nog steeds een dominante positie heeft in de distributie van financiële producten, vinden binnen het intermediaire kanaal verschuivingen plaats. Zo zijn vergelijkingsites op dit moment de belangrijkste informatiebron voor de oriëntatie op een nieuwe verzekering (Verbond van Verzekeraars, 2017). Vooral kleinere intermediaire kantoren lijken hierdoor onder druk te komen staan. Bovendien maakt technologie directe digitale distributie mogelijk. Homogene productcategorieën waar sprake is van prijsdruk, zoals autoverzekeringen, lijken hierbij voorop te lopen. Daarnaast is digitale distributie niet aan grenzen gebonden en is het snel schaalbaar, waardoor ook buitenlandse partijen de Nederlandse markt snel kunnen betreden. Vooral nog is dit echter niet ten koste gegaan van de dominantie van de intermediaire sector in de distributie van financiële producten (Decisio, 2017).

02



Vermogensbeheer

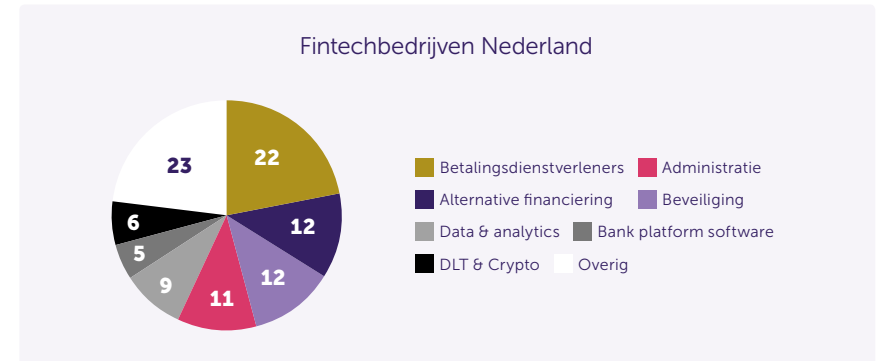
In het vermogensbeheer komen producten met betrekking tot automatisch handelen en robo-advies op de markt. Zowel bestaande als nieuwe partijen ontplooiën activiteiten in de markt voor robo-advies en automatisch handelen. Het vermogensbeheer wordt hierdoor ook toegankelijk voor retailbeleggers met een klein investeringsbedrag. Ook in deze markt zijn het echter voornamelijk bestaande spelers, al dan niet onder een ander label, die robo-advies aanbieden aan het bredere publiek.

Kapitaalmarkt

Door een wisselwerking van regelgeving en technologie raakt de kapitaalmarkt gefragmenteerd. Voordat MiFID in werking trad in 2007 vond de aandelenhandel plaats op nationale beurzen. Sindsdien zijn er diverse alternatieve handelsplatformen ontstaan die de gehele Europese markt bedienen. Inmiddels vindt 25% van de handel in AEX-aandelen plaats op deze alternatieve beurzen, en op de hele Europese kapitaalmarkt behoren alternatieve handelsplatformen tot de grootste beurzen op de markt ([Federation of European Securities Exchanges, 2018](#); [Fidessa, 2018](#); [CBOE, 2018](#)). Bovendien is de waardeketen complexer geworden. Kapitaalmarktpartijen maken gebruik van diverse aanbieders die zich hebben gespecialiseerd, voornamelijk in infrastructurele taken (bijvoorbeeld Bloomberg of TriOptima). Hoewel deze partijen vaak cruciale functies vervullen voor de efficiënte werking van de internationale kapitaalmarkt, zoals de afwikkeling van transacties, staan zij niet altijd onder financieel toezicht. Als zij bijvoorbeeld kampen met een storing, kan op sommige markten niet worden gehandeld.

Fintech

Het toenemende belang van fintech wordt ook geïllustreerd door een groei van de investeringen in gespecialiseerde fintechbedrijven. Op de Europese markt is in de eerste helft van 2018 voor ruim EUR 20 miljard aan durfkapitaal



Figuur 7 Betalingsdienstverleners zijn de grootste groep fintechbedrijven

Bron: [Holland FinTech \(2018\)](#); bewerking AFM.

in fintechbedrijven geïnvesteerd ([KPMG, 2018](#)). Op de Nederlandse markt zijn momenteel ruim 400 fintechbedrijven actief, 100 meer dan een jaar geleden ([Holland FinTech, 2018](#)). De grootste groep bestaat uit betalingsdiensten (ongeveer 90), gevolgd door alternatieve financiering (ongeveer 50; [Figuur 7](#)). De concentratie op betaaldienstverlening is in lijn met wat internationaal zichtbaar is ([BIS, 2018](#)).

Implicaties van toenemend gebruik van data en technologie

Het gebruik van klantdata neemt toe, wat mogelijkheden biedt om de financiële dienstverlening te verbeteren. Financiële instellingen zetten in op intensivering en digitalisering van de communicatie met klanten, bijvoorbeeld via websites en apps. Doordat deze *customer journey* is gedigitaliseerd,

02



Financiële instellingen moeten hun bedrijfsvoering zo inrichten dat de risico's worden beheerst die met het gebruik van complexe algoritmes gepaard gaan.

ontstaat een continue stroom van data van klanten naar instellingen. Die datastroom maakt het in toenemende mate mogelijk het diensten- en productenaanbod te personaliseren op basis van klantprofielen die door de instellingen zijn ontwikkeld. Zo kunnen producten als digitaal financieel advies, gepersonaliseerde verzekeringen en automatisch vermogensbeheer worden aangeboden. Dit biedt in potentie voordelen voor klanten.

Het toenemende gebruik van data gaat echter ook gepaard met vraagstukken op het gebied van dataeigenaarschap en de wijze waarop data wordt verzameld, opgeslagen en gebruikt. Het toenemende gebruik van data legt een verantwoordelijkheid bij instellingen om data goed te bewaren, te beveiligen en in het belang van de klant in te zetten. Hierbij moeten instellingen kunnen aantonen hoe zij nu en in het verleden het klantbelang centraal hebben gesteld in hun dienstverlening (zorgplicht 2.0). Toegang tot juiste en volledige klant-, transactie- en productdata is een voorwaarde voor dit inzicht. Daarnaast is de klantdata waar financiële instellingen over beschikken, met de name de transactiedata, van grote waarde voor derde partijen zoals adverteerders. In internationaal verband moet onderzoek worden gedaan naar de juridische en maatschappelijke grenzen daarvan.

Solidariteit en toegankelijkheid in de verzekeringssector

In de verzekeringssector roept het gebruik van data vragen op over solidariteit en toegankelijkheid. Verzekeraars kunnen data inzetten om risico's fijnmazig te segmenteren. Dit kan leiden tot grote premieverschillen of risicogroepen die in het geheel niet meer worden verzekerd ([Verbond van Verzekeraars, 2017](#)). De data van verzekeraars kan ook worden ingezet om inzichten op te doen hoe schade kan worden voorkomen. Hieruit kan echter ook gedragssturing voortkomen die niet per definitie wenselijk is. Tot slot zijn er verzekeringsproducten waarbij de hoogte van de premie afhangt van het overhandigen van data, bijvoorbeeld korting op de autoverzekering als consumenten een instrument in de auto plaatsen om het rijgedrag te meten. Het is hierbij van

belang dat het voor de consument duidelijk is welke data hij overhandigt en hoe deze overhandiging samenhangt met de hoogte van de premie.

Toenemende complexiteit algoritmes

Verdergaand gebruik en toenemende complexiteit van algoritmes vormen een potentieel risico voor de effectieve *governance* en interne controle van financiële instellingen. Kunstmatige intelligentie heeft al een significante invloed op de financiële sector door toepassingen in handelsalgoritmes, fraudedetectie, robo-advies en *trade settlement*. Ook worden de eerste stappen gezet om *machine learning* toe te passen om de hoogte van de premie voor verzekeringen te bepalen. Het gebruik van deze technologie neemt waarschijnlijk verder toe. Hierbij past toenemende aandacht voor de risico's die ontstaan als zelflerende algoritmes worden ingezet om klantgegevens te analyseren. Een concreet risico voor de bedrijfsvoering is bijvoorbeeld de inzet van zelflerende algoritmes die (ongemerkt) onderscheid maken tussen klantgroepen op een manier die maatschappelijk ongewenst is of zelfs verboden is, zoals discrimineren op basis van leeftijd, etnische achtergrond of geslacht. Financiële instellingen moeten hun bedrijfsvoering zo inrichten dat de risico's worden beheerst die met het gebruik van complexe algoritmes gepaard gaan. De AFM gaat hier in het toezicht expliciet aandacht aan besteden.

Samenwerking tussen toezichthouders

Nieuwe vraagstukken over het wenselijke gebruik van data vragen om verdere samenwerking tussen toezichthouders. Voor de omgang met data en technologie is al nieuwe wetgeving ontwikkeld, zoals de Algemene Verordening Gegevensbescherming (AVG) die sinds 2018 van toepassing is. Ook is sinds 2018 de Wet beveiliging netwerk- en informatiesystemen (Wbni) van kracht, die beveiligings- en meldingseisen stelt aan essentiële diensten. Daarnaast verwacht de AFM op basis van bestaande wetgeving dat data altijd in het belang van de klant wordt ingezet. Toch leidt toenemend datagebruik

02



Het uitbesteden van diensten door meerdere financiële instellingen creëert concentratierisico's voor de hele sector.

tot nieuwe vraagstukken, waarbij nog niet altijd duidelijk is wat zorgvuldig gebruik van data door financiële ondernemingen in de praktijk betekent. Ook is het nog niet altijd mogelijk om te bepalen waar bijvoorbeeld het toezicht op privacy (door de Autoriteit Persoonsgegevens) eindigt en het toezicht op naleving van de zorgplicht (door de AFM) begint. Nadere samenwerking tussen de toezichthouders is opgestart om zowel overlap als hiaten te voorkomen.

Toename in cybercriminaliteit

Een keerzijde van de toenemende digitalisering van financiële producten en diensten is dat het risico op cybercriminaliteit toeneemt. Deze cyberdreiging richt zich naast klanten van financiële instellingen steeds meer op financiële instellingen zelf. De financiële sector behoort tot een van de meest aangevallen sectoren. In 2016 had 53% van financiële instellingen te maken met ICT-incidenten en 28% met ICT-incidenten als gevolg van een aanval van buitenaf (CBS, 2017). De financiële sector behoort ook tot de drie sectoren met de meeste gemelde datalekken (AP, 2018). Daarnaast neemt de hoeveelheid DDoS-aanvallen⁷ toe en worden ze gericht ingezet (NBIP, 2018). Een illustratie hiervan is het platleggen van de websites van een aantal grote Nederlandse financiële instellingen in januari 2018. Ook is er een toename van *ransomware*-aanvallen⁸, die steeds vaker zijn gericht tegen bedrijven in plaats van individuele gebruikers (Securelist, 2017). Maar ook particulieren zijn een belangrijk doelwit. Meldingen van *phishing mails*⁹ stijgen sterk. Het afhandig maken van inloggegevens van financiële instellingen is daarbij het belangrijkste doel (CPB, 2016).

Maatschappelijke kosten

De maatschappelijke kosten van cybercriminaliteit zijn aanzienlijk. Ten eerste zijn er de directe kosten van geldroofstal, bijvoorbeeld door een *phishing*-

aanval. Ten tweede zijn er indirecte kosten omdat financiële instellingen in IT-beveiliging moeten investeren. Naar schatting is de omvang van de cybersecuritymarkt in Nederland EUR 7,5 miljard en de verwachting is dat dit zal stijgen. Financiële instellingen nemen hiervan een groot deel voor hun rekening (CPB, 2016; CBS, 2017). Tot slot zijn er maatschappelijke kosten van het ontoegankelijk raken van financiële diensten als gevolg van bijvoorbeeld DDoS-aanvallen.

Het wapenen tegen cybercriminaliteit vraagt een grote inspanning van financiële instellingen en nog meer van kleinere instellingen. Ondanks dat grote instellingen vaker worden aangevallen, hebben ook kleinere instellingen te maken met cybercriminaliteit. Investeren in cyberveiligheid is kostbaar en vereist specialistische kennis. Kleinere instellingen missen de benodigde schaal om deze kennis zelf op te bouwen. Dit probleem wordt mede veroorzaakt doordat het in de cybersecuritysector ontbreekt aan de benodigde standaardisering en certificering om cyberveiligheid ook voor kleinere partijen toegankelijk te maken (Ministerie van EZ, 2018; NCTV, 2017).

Single points of failure

Het uitbesteden van diensten door meerdere financiële instellingen creëert concentratierisico's voor de hele sector. Als financiële instellingen afhankelijk worden van een beperkt aantal leveranciers van kernapplicaties, ontstaan mogelijk onwenselijke *single points of failure*. Zo maken financiële instellingen in toenemende mate gebruik van cloudproviders voor gegevensopslag. De omzet uit clouddiensten groeit dan ook exponentieel, maar er zijn maar enkele spelers die voldoende capaciteit hebben om grote instellingen te kunnen bedienen.¹⁰ Ter illustratie: de drie grootste cloudproviders (Amazon, Microsoft en Google) bedienen meer dan 90% van de markt.¹¹ Dergelijke afhankelijkheden kunnen ook door cybercriminelen worden misbruikt om via een dergelijk *single point of failure* toegang te krijgen tot meerdere instellingen.

⁷ Distributed denial-of-service (DDoS) aanval; een aanval van een netwerk van computers op een server, vaak met als doel een website ontoegankelijk te maken.

⁸ Een type kwaadaardige software dat computers en/of de bestanden daarop onbruikbaar maakt tot er een bedrag aan de hacker wordt betaald.

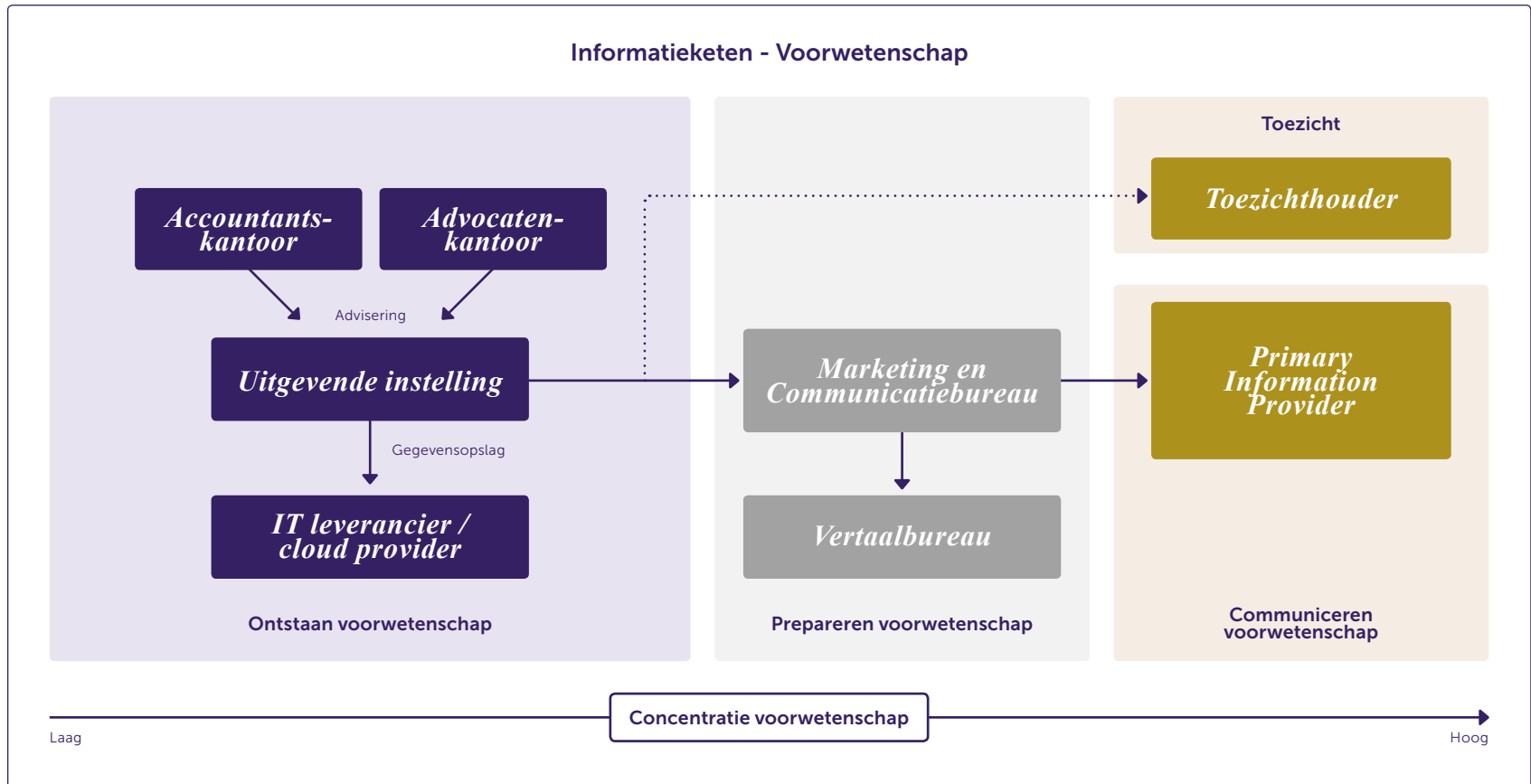
⁹ Mails die, in dit geval, afkomstig lijken te zijn van een bank en slachtoffers naar een door criminelen nagebootste website leiden zodat zij daar hun inloggegevens kenbaar maken.

¹⁰ Gartner, 2018: Gartner forecasts worldwide public cloud revenue to grow 21.4% in 2018

¹¹ CNBC, 2018: Amazon lost cloud market share to Microsoft in the fourth quarter



02



Figuur 8 Verschillende partijen in de informatieketen hebben toegang tot voorwetenschap

Bron: AFM.



02

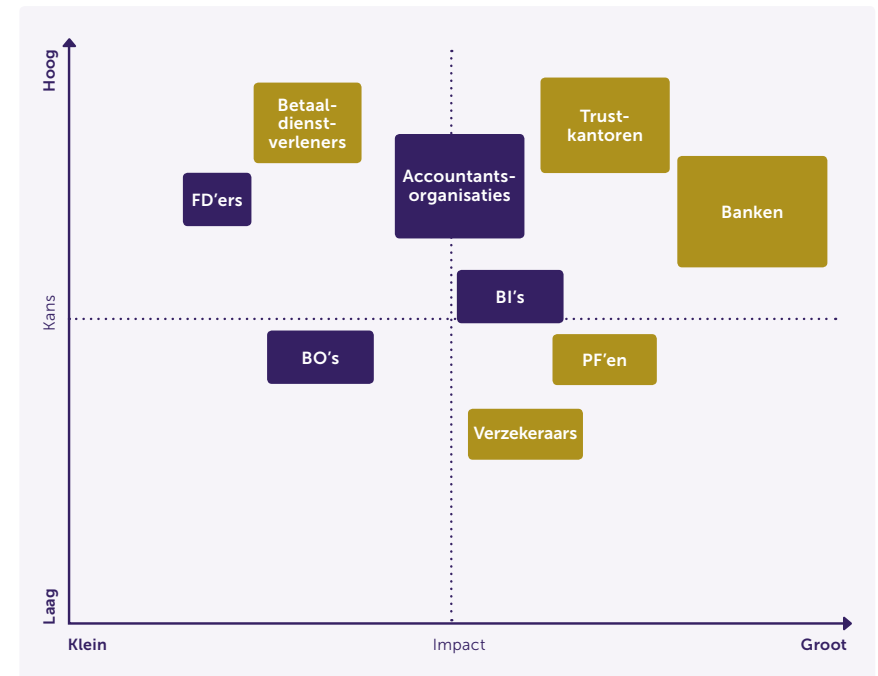


Digitale verwevenheid en voorwetenschap

Verwevenheid van financiële instellingen met derde partijen maakt het complexer om de verspreiding van voorwetenschap te beheersen. Verschillende organisaties in de informatieketen hebben toegang tot voorwetenschap. Daardoor bestaat bij elke schakel het risico dat deze voorwetenschap lekt (([Figuur 8](#)) Pag. 22). Criminelen proberen bijvoorbeeld toegang te krijgen tot persbureaus om via persberichten van beursgenoteerde organisaties te profiteren van voorkennis. Met de toename van het aantal spelers in de keten, bijvoorbeeld de cloudproviders of IT-leveranciers, stijgt dit risico. De AFM gaat in het toezicht aandacht besteden aan risico's op digitale verwevenheid.

Poortwachtersfunctie ter voorkoming van financiële criminaliteit onder druk

Financiële ondernemingen en accountantsorganisaties vervullen een belangrijke rol bij het voorkomen van het gebruik van het financieel systeem voor financieel-economische criminele activiteiten. Deze poortwachtersrol, van onder meer beleggingsinstellingen, beleggingsondernemingen (bijvoorbeeld vermogensbeheerders), accountantsorganisaties en financiële dienstverleners, is essentieel bij het tegengaan van witwassen en belastingontduiking via het financieel systeem, en bij de bestrijding van terrorismefinanciering, overtreding van sanctieregels, fraude en corruptie. [Figuur 9](#) geeft een indicatieve illustratie van de kans dat financiële ondernemingen en accountantsorganisaties onbedoeld worden gebruikt voor crimineel gedrag en de impact daarvan wanneer dit zou gebeuren.



Figuur 9 Kans/impactmatrix onbedoeld gebruik voor criminele activiteiten
Bron: AFM; WODC (2017). De grootte van het kader geeft het relatieve belang van de poortwachtersrol van deze instellingen weer; Instellingen buiten het Wwft-/Wta-toezicht van de AFM zijn goudgekleurd; FDers = Financiële dienstverleners voor zover deze bemiddelen in levensverzekeringen; BOs = Beleggingsondernemingen; BIs = Beleggingsinstellingen; PFen = Pensioenfondsen.

02



Aanbieders van financiële diensten maken in toenemende mate gebruik van uitbesteding.

Maatschappelijk vertrouwen

Gebruik van de financiële sector voor crimineel gedrag kan het vertrouwen in de sector ondermijnen en overheid, burgers en bedrijven ernstige financiële schade berokkenen. De omvang van witwassen in Nederland loopt jaarlijks naar schatting in de miljarden euro's. Schattingen van het belastinggeld dat Nederland jaarlijks misloopt door alleen al witwassen via offshore vennootschappen lopen op tot circa EUR 10 miljard.¹² Voor de schade door btw-fraude, slechts één vorm van fiscale fraude, lopen de schattingen uiteen van honderden miljoenen euro's tot circa EUR 1,5 miljard per jaar ([Boerman e.a., 2017](#)). Naast deze financiële schade ondermijnt financiële criminaliteit ook het maatschappelijke vertrouwen in de financiële sector.

Nieuwe en herziene regelgeving verscherpen de eisen aan de poortwachtersrol van financiële instellingen. Sinds 25 juli 2018 is de Europese Vierde Anti-Witwasrichtlijn in de Nederlandse Wwft geïmplementeerd. Deze richtlijn stelt zwaardere eisen aan het cliëntenonderzoek en verplicht instellingen de eigen risico's op witwassen en het faciliteren van terrorismefinanciering te beoordelen en vast te leggen. Naast deze preventieve maatregelen zijn ook de repressieve maatregelen verzaamd. Ook is er een publicatieverplichting van bestuurlijke sancties of andere maatregelen. In Europa wordt inmiddels gesproken over een Vijfde Anti-Witwasrichtlijn, waarbij de nadruk zal liggen op het omgaan met nieuwe technologische ontwikkelingen en virtuele valuta. Daarnaast hebben de European Supervisory Authorities (ESAs) op 4 januari 2018 richtsnoeren voor marktpartijen gepubliceerd op het gebied van witwasrisico's en risico's van terrorismefinanciering. Tot slot heeft de Financial Action Task Force (FATF) 40 aanbevelingen opgesteld die voor opsporings- en toezichthoudende autoriteiten en voor financiële en niet-financiële instellingen leidend zijn bij de bestrijding van witwassen en terrorismefinanciering.

Digitalisering vergroot de kwetsbaarheid van de financiële sector voor criminaliteit omdat zij de poortwachtersrol bemoeilijkt. Digitalisering kan een rol spelen in alle fasen van het criminele proces: van voorbereiding en uitvoering ervan tot het witwassen van verkregen gelden. Dit vergroot ook het risico op onbewuste betrokkenheid bij financiële criminaliteit, bijvoorbeeld door lastig waarneembare vermenging van crimineel geld met legale omzet. Technologische ontwikkelingen als de opkomst van blockchaintechnologie, crypto's en Payment Service Providers (PSPs) leiden ertoe dat witwassen steeds andere vormen aanneemt, wat de financiële sector voor nieuwe uitdagingen stelt.¹³ Dit vraagt van financiële ondernemingen en accountantsorganisaties (en toezichthouders) grote alertheid en groeiende eisen aan hun operationeel risicomanagement.

Opkomst van branchevreemde spelers

Aanbieders van financiële diensten maken in toenemende mate gebruik van uitbesteding. Dit vergroot de rol van spelers die niet onder toezicht staan en maakt de waardeketen complexer. Aanbieders van financiële diensten ontwikkelen de technologieën die ten grondslag liggen aan de financiële dienstverlening doorgaans niet zelf, maar besteden deze uit. IT-diensten, zoals cloudopslag en applicatieontwikkeling, zijn daarbij de meest uitbestede diensten ([EBA, 2017](#)). De uitvoerders van deze uitbestede diensten staan echter niet onder financieel toezicht en hebben niet direct te maken met de vereisten die uit het toezicht voortkomen. Tegelijkertijd heeft de financiële aanbieder die van de technologie gebruikmaakt mogelijk te weinig grip op de uitbestede dienstverlening (zoals ontwikkelde algoritmes) om controle te houden op (onbedoelde) tekortkomingen in de digitale dienstverlening.

¹² Zie: '[Crimineel vermogen in belastingparadijs is onzichtbaar](#)'. [Blauw, 30 januari 2016, nr. 1](#).

¹³ Zo maken technologische ontwikkelingen het voor criminelen gemakkelijker om gebruik te maken van PSPs en om zelf een malafide PSP op te zetten. Een (eigen) PSP biedt criminelen de mogelijkheid om hun cliënten of de herkomst van hun omzet te verhullen ([Boerman e.a., 2017](#)).



02



Voor financiële instellingen is het daardoor lastiger de hele waardeketen die ten grondslag ligt aan de dienstverlening te overzien en te beheersen. Dit leidt tot operationele risico's (EBA, 2017). Een complexere keten maakt het ook voor de toezichhouder lastiger om overzicht te bewaren, risico's te identificeren en waar nodig in te grijpen.

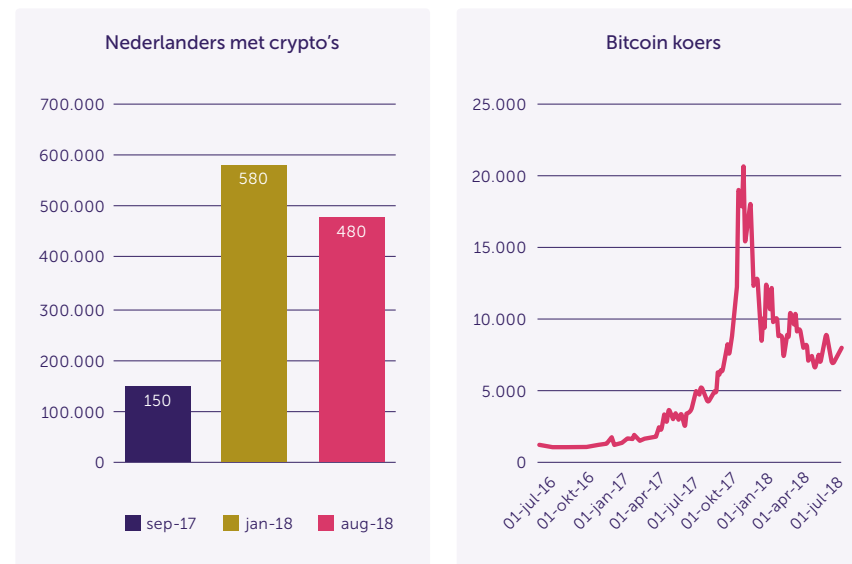
Nederlandse consumenten gaan beheerst om met crypto's

Digitalisering ligt ten grondslag aan de opkomst van nieuwe producten, waaronder crypto's. Het laatste kwartaal van 2017 werd gekenmerkt door een stormachtige opkomst van crypto's. De spectaculaire koersstijging heeft ervoor gezorgd dat er eind 2017 grote groepen consumenten voor het eerst crypto's hebben aangeschaft. Uit onderzoek van de AFM is gebleken dat er sprake is van een instroom van onervaren beleggers in een speculatieve en fraudegevoelige markt (AFM, 2018). Niettemin zijn Nederlandse consumenten beheerst omgegaan met crypto's tijdens het hoogtepunt van de hype eind 2017. De ingelegde bedragen zijn beperkt en er is nauwelijks sprake van speculeren met geleend geld. Recente cijfers lijken erop te wijzen dat de interesse voor crypto's inmiddels sterk is gedaald (Figuur 10).

Daarnaast maakt nieuwe technologie het starten van financiële dienstverlening toegankelijker, ook zonder gedegen kennis van toepasselijke regelgeving. Nieuwe technologie maakt het bijvoorbeeld laagdrempelig een Initial Coin Offering (ICO)¹⁴ te starten. In deze markt is bovendien sprake van partijen met malafide bedoelingen, die deze laagdrempeligheid gebruiken om bijvoorbeeld anti-witwasregelgeving te omzeilen of beleggers geld afhandig te maken. In samenwerking met DNB en het ministerie van Financiën onderzoekt de AFM momenteel of aanpassingen in het regelgevend kader nodig zijn.

Big techs

De grote technologiebedrijven, de *big techs*, spelen een belangrijke rol in de distributie van financiële producten. Ze hebben vanuit het financieel toezicht



Figuur 10 De interesse voor crypto's lijkt weer gedaald

Bron: Kantar TNS, CoinMarketCap

echter geen wettelijke taak om in het belang van de consument op te treden. Deze bedrijven zijn via hun advertentieplatform al een cruciale schakel in de distributie van financiële producten. Voor wat betreft digitale advertenties hebben zij de facto een monopolie.¹⁵ Aan de kant van het backoffice zijn de grote technologiebedrijven dominant in de markt voor cloudopslag en leveren deze bedrijven de technieken om de grote hoeveelheden data te analyseren. De verwachting is dat zij hun kennis van data en marketing zullen gebruiken om hun advertentiediensten verder te specialiseren en zo hun positie in de distributieketen te verstevigen. Of zij ook vergunningplichtige financiële diensten zullen gaan verlenen, is nog een open vraag. Maar het is daarbij niet de verwachting dat zij de functies van banken en verzekeraars

¹⁴ De uitgifte van een crypto door een (startend) bedrijf om financiering op te halen.

¹⁵ FT, 2017: Google and Facebook dominance forecast to rise



02



volledig zullen overnemen (zoals op de Chinese markt zichtbaar is). Toch is het al wel mogelijk dat zij met aansprekende diensten een front-end voor de dienstverlening van bestaande financiële partijen leveren en zo tussen de klant en bestaande financiële dienstverleners in komen te staan, zonder zelf vergunningplichtige activiteiten te verrichten. In sommige landen is het bijvoorbeeld mogelijk om met de Messenger-app van Facebook een betaling te doen of om het banksaldo op te vragen. Amazon koppelt betaal-, krediet- en verzekeringsdiensten aan zijn producten.¹⁶ In Nederland kunnen klanten van ING en de Rabobank bijvoorbeeld al enkele bankzaken regelen via de Google Assistent.¹⁷

Vergunninghoudende instellingen blijven eindverantwoordelijk voor de dienstverlening aan consumenten, ook als significante delen van de bedrijfsvoering zijn uitbesteed of via andere spelers worden aangeboden aan klanten. Met de toename van het aantal betrokken spelers in de waardeketen die niet direct onder toezicht staan, is het voor de AFM van belang deze partijen beter bekend te maken met de eisen die voortvloeien uit het financiële toezicht.

Kansen en risico's van digitale beïnvloedingsmogelijkheden

Een ander uitvloeisel van door technologie gedreven innovatie in de financiële sector is dat marktpartijen met behulp van klantdata en geavanceerde data-analysetechnieken de keuzearchitectuur van een consument steeds meer kunnen personaliseren en sturen. Dit is onderdeel van een bredere ontwikkeling waarbij gedragssturing die gebruikmaakt van beperkingen in de rationele besluitvorming van consumenten, steeds vaker wordt toegepast. Een voorbeeld hiervan is digitale marketing waarbij

algoritmes sturen wie welke informatie te zien krijgt. Pricing-algoritmes bepalen wie welke prijs betaalt voor hetzelfde product en kunnen bepalen in hoeverre producten al dan niet beschikbaar zijn voor specifieke consumenten. Door de inzet van *micro-targeting* en *dynamic pricing* kan meer dan voorheen worden ingespeeld op de (onbewuste) bereidheid van individuele klanten om meer voor een product te betalen. Data en data-analyse kunnen ook worden ingezet om de keuzeomgeving waar mee consumenten te maken krijgen optimaal vorm te geven. De wijze waarop dit gebeurt, bepaalt of het klantbelang centraal wordt gesteld en of het gebruik van deze technieken in normen, zoals de zorgplicht, past.

Gamification en de positieve en schadelijke effecten

In het bijzonder is een trend zichtbaar waar financiële instellingen nieuwe vormen van beïnvloeding introduceren via gamification. Gamification is de toepassing van gametechnieken en 'game-denken' binnen de keuzeomgeving van consumenten, maar buiten het traditionele domein van computer of videospellen. Voorbeelden van gametechnieken zijn de mogelijkheid om badges en punten te verdienen en samen met of tegen vrienden en/of onbekenden te spelen. De toevoeging van deze elementen maakt het aantrekkelijker voor consumenten te blijven spelen (Boer, 2013). Gaming wint sterk aan populariteit. Er zijn wereldwijd naar schatting 1,8 miljard gamers actief en in 2017 doorbrak de industrie de omzetgrens van 100 miljard dollar (Newzoo, 2017). Gamification doet nu ook zijn intrede in de financiële markten. Bijvoorbeeld bij financiële educatie, in de bancaire sector en beleggingsdienstverlening. De digitalisering van financiële diensten zorgt er bovendien voor dat financiële producten en diensten steeds meer beschikbaar zijn op laagdrempelige platforms, zoals smartphones, waardoor consumenten meer gelegenheid hebben om financiële beslissingen snel en ad hoc te nemen.

Gamification doet nu ook zijn intrede in de financiële markten. Bijvoorbeeld bij financiële educatie, in de bancaire sector en beleggingsdienstverlening.

¹⁶ Zie bijvoorbeeld [Bloomberg, 2018: Amazon checking-account threat put regional banks on defensive](#) en [BBC, 2017: Facebook Messenger payments come to UK](#)

¹⁷ <https://www.rabobank.nl/particulieren/apps/rabo-assistent/> en https://www.ing.nl/nieuws/nieuws_en_persberichten/2018/juli/ing_ontwikkelt_eerste_toepassing_voor_nederlandse_google_assistent.html

02



Uitgangspunten in het toezicht zijn dat de AFM van de sector verwacht dat technologische ontwikkelingen in het belang van de klant worden ingezet (zorgplicht 2.0) en dat financiële instellingen grip hebben op de risico's die samenhangen met een groeiend gebruik van technologische ontwikkelingen.

Gamification kan de betrokkenheid en het plezier van consumenten bij hun persoonlijke financiën verhogen. Consumenten hebben over het algemeen weinig interesse in financiële producten zoals pensioenen en arbeidsongeschiktheidsverzekeringen. Dit komt mede omdat deze producten complex zijn of omdat de gevolgen van beslissingen pas op lange termijn zichtbaar zijn en consumenten daarom geneigd zijn de beslissing uit te stellen. Gamification is een effectieve methode om consumenten te activeren en hun aandacht vast te houden, omdat het inspeelt op de intrinsieke motivatie van mensen om te leren, een bepaalde status te vergaren of erkenning te krijgen. Ook appelleert het aan de extrinsieke motivatie van mensen op het moment dat er winelementen worden geïntroduceerd. Ook zorgt de toevoeging van sociale aspecten, zoals de mogelijkheid om samen te werken, met elkaar te chatten, of tegen andere gamers te duelleren, dat meer plezier wordt ervaren en dat deelnemers elkaar kunnen uitdagen om de game te blijven spelen en doelstellingen te bereiken. Gamification kan consumenten daarom spelenderwijs hun kennis over financiële producten en concepten laten vergroten en een proactieve houding voor hun financiën stimuleren. In de Verenigde Staten zijn al verschillende initiatieven op dit gebied ontplooid en naar verwachting zullen deze hun intrede op de Nederlandse markt doen.

Nieuwe technieken om gedrag te beïnvloeden kunnen echter ook schadelijke of onwenselijke (bij)effecten hebben. In het geval van gamification geldt bijvoorbeeld dat er ook verslavingsrisico's kunnen optreden omdat consumenten de controle over hun gamegedrag verliezen ([Hamari, 2017](#)). Bovendien kan door de introductie van spelelementen, zoals competities en statusniveaus, de grens tussen een spel en de realiteit vervagen. In tegenstelling tot reguliere computerspellen, waar dit risico ook aanwezig is, kunnen de verslavende spelelementen in financiële producten aanzienlijke financiële consequenties hebben voor consumenten. Hierbij kan worden

gedacht aan hoge (rest)schulden of kosten doordat consumenten niet tijdig (kunnen) stoppen met spelen. Over de aard en omvang van deze risico's van gamification is nog weinig bekend en deze zullen per financiële deelmarkt verschillen. Nader onderzoek is nodig om concreet in beeld te krijgen waar gamification wordt ingezet, waar de risico's en kansrijke toepassingsmogelijkheden liggen, en welke doelgroepen het meest vatbaar zijn voor de schadelijke bijeffecten van gametechnieken.

Gevolgen voor toezicht

Voor de AFM betekent de digitalisering dat zij zich in haar toezicht in toenemende mate zal richten op het zorgvuldig gebruik van klantdata, de robuustheid van complexer wordende waardeketens en de beheersing van risico's in een IT-intensieve bedrijfsvoering. Uitgangspunten in het toezicht zijn dat de AFM van de sector verwacht dat technologische ontwikkelingen in het belang van de klant worden ingezet (zorgplicht 2.0) en dat financiële instellingen grip hebben op de risico's die samenhangen met een groeiend gebruik van technologische ontwikkelingen. Een toename in gebruik van data, toepassing van complexe algoritmes, cyberdreigingen, digitale verwevenheid, crimineel gebruik van de financiële sector, nieuwe producten en uitbestedingsmogelijkheden stelt hoge eisen aan de beheerste en integere bedrijfsvoering van financiële instellingen.

03



Transitie naar een duurzame samenleving en economie



03



Sustainable finance is zowel een doel op zichzelf als een randvoorwaarde om de transitie te faciliteren en te versnellen.

Toenemende aandacht voor duurzaamheid

Internationale doelstellingen en de rol van de financiële sector

De internationale gemeenschap heeft zich gecommitteerd aan een verstrekkende duurzaamheidsagenda om een duurzame toekomst veilig te stellen. Ook Nederland heeft zich verbonden aan de Duurzame Ontwikkelingsdoelstellingen (*Sustainable Development Goals* (SDGs)) van de Verenigde Naties en is specifiek voor de aanpak van klimaatverandering gehouden aan de afspraken van het Klimaatakkoord van Parijs. Om deze internationale afspraken te realiseren is een enorme inspanning nodig. Het maatschappelijk momentum verschuift van de vraag of een transitie naar een duurzame samenleving en economie noodzakelijk is, naar de vraag hoe deze transitie zo snel en effectief mogelijk gerealiseerd kan worden.

De financiële sector bevindt zich in het hart van deze transitie. Beleid en economische activiteiten hebben een grote impact op het realiseren van de mondiale duurzaamheidsagenda, maar dat pad moet wel worden geprijsd en gefinancierd. In het streven naar *sustainable finance* kunnen financiële instellingen hun eigen besluitvormingsprocessen, beleid en investeringen op duurzamere leest schoeien. Dit draagt bij aan het adequaat inprijzen of in de beleggingsmix meenemen van duurzaamheidsrisico's en kansen, aandacht voor zogenaamde *stranded assets* en de waardering daarvan en het inzichtelijk maken van de afhankelijkheden van bijvoorbeeld ecologische en sociale factoren. De financiële sector speelt ook een belangrijke rol in het mobiliseren van het benodigde kapitaal om de internationale duurzaamheidsagenda mogelijk te maken. *Sustainable finance* is daarmee zowel een doel op zichzelf als een randvoorwaarde om de transitie te faciliteren en te versnellen.

Op diverse terreinen worden initiatieven ontplooid die de bijdrage van privaat kapitaal aan de realisatie van duurzaamheidsdoelstellingen proberen te faciliteren en versnellen. Zo draagt de ontwikkeling van rapportagemodellen en geormerkte financiële producten (zoals *green bonds*¹⁸) bij aan een steeds diepere inbedding van duurzaamheid in de financiële sector. Ook onderzoek naar de impact van *environmental, social en governance* (ESG) -factoren in bijvoorbeeld vermogensbeheer speelt daarbij een belangrijke rol. De aandacht voor duurzame financiering was tot voor kort voorbehouden aan nichespelers, maar inmiddels worden duurzaamheidsvraagstukken geïntegreerd bij (beurs) ondernemingen, financiële ondernemingen en op kapitaalmarkten.

Ontwikkelingen in duurzame financiering

Institutionele beleggers zijn op dit moment in Europa de voornaamste aanjagers van groei in duurzame financiering, maar de bijdrage van retail-consumenten neemt sterk toe. De meest recente, tweejaarlijkse *SRI Study* van Eurosif uit 2016¹⁹ laat voor de Europese markt van 2013 tot 2015 een sterke groei zien van beleggingsportefeuilles die gericht zijn op duurzame investeringen ([Eurosif, 2016](#)). Het totaal aan duurzaam belegd vermogen bedroeg op dat moment ruim EUR 11.000 miljard. Daarmee wordt ongeveer de helft van al het wereldwijd als duurzaam gekwalificeerde belegd vermogen beheerd in Europa.²⁰ Hoewel uitsluitingsbeleid nog altijd de populairste beleggingsstrategie is, maakt vooral *impact investing* een ongekende groei door (385% in de periode 2013-2015).²¹ Eurosif noteerde hierbij een duidelijke verschuiving in de distributie van *asset allocation* van aandelen naar obligaties over die periode. Dit komt overeen met de sterke groei van de *green bond*-markt. In het totaal van investeringen die door Eurosif als duurzaam zijn gekwalificeerd, is het aandeel van Europese retailconsumenten van ongeveer 3% in 2013 tot 22% in 2015 opvallend scherp gestegen ([Eurosif, 2016](#)).

¹⁸ Green bonds omvatten een variëteit aan obligaties met een groen label, waarvan het opgehaalde kapitaal wordt ingezet voor projecten met een positief effect op het milieu of klimaat ([Climate Bonds, 2018](#)).

¹⁹ De volgende, tweejaarlijkse Eurosif-studie verschijnt eind 2018.

²⁰ [JP Morgan, 2018: Sustainable investment is moving mainstream](#)

²¹ Bij een uitsluitingsbeleid wordt gewerkt met een lijst van ondernemingen waarin vanwege duurzaamheidsoverwegingen niet geïnvesteerd wordt. Bij impact investing wordt een strategie gehanteerd om door middel van investeringen een positieve bijdrage te leveren aan sociale of milieu gerelateerde doelstellingen (zoals de SDGs).



03



De markt voor groene obligaties groeit sterk, maar het ontbreken van eenduidige definities en standaarden werkt belemmerend.

Omvangrijke toezeggingen voor duurzame kapitaalallocatie door (institutionele) beleggers zullen de vraag naar duurzame financieringsmogelijkheden verder stimuleren. Wereldwijd spreken vermogensbeheerders, (her)verzekeraars, pensioenfondsen en banken zich publiekelijk uit over een voorgenomen herinrichting van substantiële delen van de beleggingsportefolio's naar een toenemend aandeel duurzame beleggingen.²² Dit omvat ook meerdere initiatieven gericht op *engagement*-strategieën, waarbij het aandeelhouderschap actief wordt ingezet voor de verbetering van duurzaamheidsprestaties van ondernemingen in de beleggingsportefeuille. Zo wil het investeerdersinitiatief *Climate Action 100+* de uitstoot van broeikasgassen verminderen van de (naar omvang van uitstoot) honderd grootste bedrijven.²³

Nog een stap verder gaat het bewust uitsluiten van (professionele) klanten met achterblijvende duurzaamheidsprestaties van bepaalde financiële producten of diensten. Zo heeft een grote verzekeraar recent besloten om, in aanvulling op duurzame beleggingsdoelstellingen, uiterlijk per 2040 alle verzekeringsrisico's gerelateerd aan de productie van steenkool uit de boeken te hebben.²⁴ Het is niet uitgesloten dat dergelijke initiatieven navolging vinden bij verzekeraars en andere aanbieders van financiële producten of diensten.

Integratie van duurzaamheid in de financiële sector

Vermogensbeheer, kapitaalmarkten en retailaanbod

Vermogensbeheerders betrekken steeds vaker ESG-factoren bij investeringsbeslissingen. Hierbij spelen niet alleen ethische overwegingen of duurzaamheidsvoorkeuren een rol. Het gaat enerzijds ook om het benutten

van de kansen die verduurzaming en innovatie bieden, anderzijds om een verdere verfijning van het risicobeheer van de beleggingsportefeuille. Beide benaderingen vinden een basis in ESG-integratie en -analyse en dragen mogelijk bij aan concurrentievoordeel of *outperformance* van de beleggingsportefeuille. Onderliggend biedt de integratie van ESG-factoren in vermogensbeheer en (in bredere zin) in de kapitaalmarkten een mogelijkheid om (negatieve) externaliteiten in de waardering van bedrijven en instrumenten mee te nemen.

Voorbeelden van deze zogenoemde externaliteiten komen tot uiting in ESG-factoren, zoals uitstoot van broeikasgassen, impact op biodiversiteit, mensenrechten, dierenwelzijn, drinkwaterverbruik, landverbruik, grondstoffenverbruik en ethische bedrijfsvoering. Deze factoren worden op meerdere manieren gemeten en toegepast bij de integratie in investeringsbeslissingen. Daarmee ontstaat een completer beeld van een onderneming of een instrument. Verborgene kosten en negatieve impact van (bedrijfs)economische activiteiten kunnen op die manier adequater worden ingeprijsd in productie, consumptie, bedrijfsresultaten en financiering.

Green bonds

De markt voor groene obligaties (*green bonds*) groeit sterk, maar het ontbreken van eenduidige definities en standaarden werkt belemmerend voor de verdere ontwikkeling. Steeds vaker financieren bedrijven en overheden specifieke doelinvesteringsprojecten met schuldinstrumenten. Volgens onderzoek van het *Climate Bond Initiative* (CBI) is de wereldwijde *green bond*-markt, hoewel nog slechts ongeveer een procent van de totale obligatiemarkt, in 2017 explosief gegroeid tot ruim USD 160 miljard. In 2018 zou deze zelfs kunnen toenemen tot zo'n USD 250-300 miljard als de groei doorzet.²⁵

²² Zie bijvoorbeeld het overzicht van commitments volgend op de One Planet Summit in Parijs in december 2017 ([UNFCCC, 2017](#)). In de media kunnen talloze andere voorbeelden van publieke toezeggingen gevonden worden.

²³ Zie de website van [Climate Action 100+](#)

²⁴ [FT, 2018: Allianz to stop selling insurance to coal companies](#)

²⁵ [Climate Bond Initiative, 2018: Green Bond Highlights 2017](#). Ongeveer de helft van alle *green bonds* is genoteerd aan de Luxembourg Stock Exchange, met een bijzondere specialisatie in duurzame financiering middels de in 2016 opgerichte [Luxembourg Green Exchange \(LGX\)](#). De LGX biedt middels een samenwerkingsverband sinds begin 2018 ook toegang tot de grote *green bond*-markt in China.



03



De diversiteit aan financiële producten met duurzaamheidskenmerken is groot en de aard van de gesuggereerde duurzaamheidskenmerken loopt ook zeer uiteen.

Hoewel uitgevende instellingen deze schuldinstrumenten in de markt zetten met specifieke doelinvesteringen die aansluiten bij de term *green*, is er nog geen eenduidige, verplichte standaard waaraan een green bond moet voldoen. Op dit moment biedt CBI een van de meest gebruikte labels voor *green bonds*, maar binnen de obligatie-uitgifte van 2018 is circa 30% nog niet in lijn met de definities van dat label. Op Europees niveau zal daarom in opdracht van de Europese Commissie worden gewerkt aan een uniforme standaard. Naast specifieke *green bonds*, met een klimaatgerelateerde investeringsdoelstelling, bieden partijen zoals de *European Investment Bank* ook bredere *sustainability (awareness) bonds* aan. Het daarmee opgehaalde kapitaal gaat naar projecten in onder meer de gezondheidsbranche en het onderwijs, waar mogelijk in overeenstemming met de SDGs.²⁶

Financiële producten

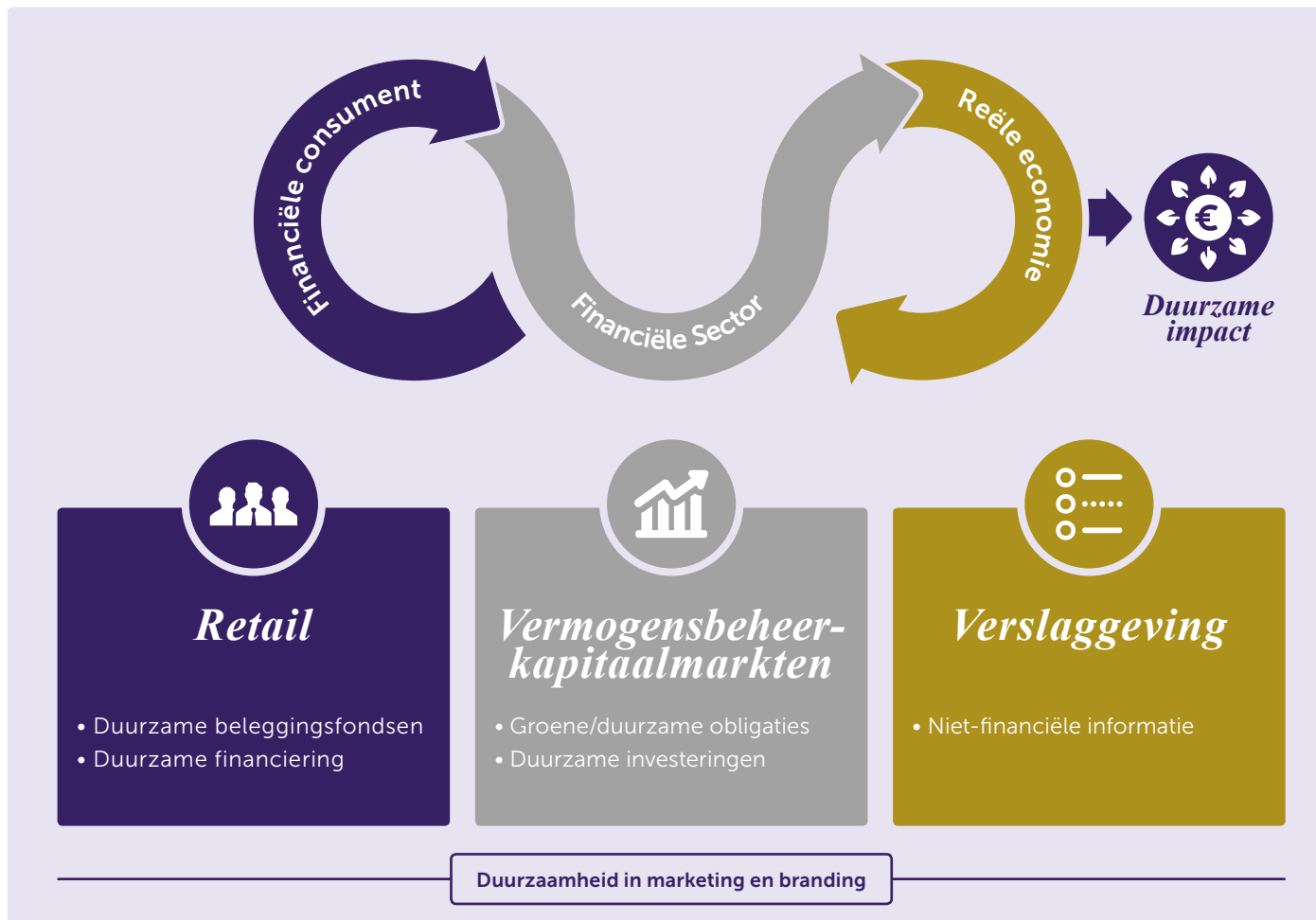
Het retailaanbod van financiële producten en diensten met een specifiek geadverteerd duurzaamheidskenmerk groeit, maar het is niet altijd duidelijk wat dit kenmerk precies inhoudt. De diversiteit aan financiële producten met duurzaamheidskenmerken is groot en de aard van de gesuggereerde duurzaamheidskenmerken loopt ook zeer uiteen. Een voorbeeld van dergelijke producten zijn duurzame beleggingsfondsen. Met beleggingen in dergelijke fondsen beogen investeerders een positieve bijdrage te leveren aan bijvoorbeeld milieu- of klimaatvraagstukken. Uit cijfers van JP Morgan komt bijvoorbeeld naar voren dat zowel het aantal duurzame exchange traded funds (ETFs) als het daarin belegde vermogen sinds 2016 explosief groeit.²⁷

Daarnaast zijn er bijvoorbeeld ook betaal- en spaarproducten met duurzaamheidslabels, leenconstructies voor energiebesparende maatregelen en de eerder genoemde green bonds. Verschillende banken en verzekeraars, in zowel Nederland als Europa, hebben bovendien reclamecampagnes gevoerd die nadrukkelijk aandacht vroegen voor het duurzame karakter van het producten- of dienstenaanbod en de duurzame inrichting van de beleggingsportefeuilles. Er is op dit moment echter nog onvoldoende inzicht in de kwaliteit en betekenis van verschillende typen kwalificaties of ratings die financiële ondernemingen aan hun producten of diensten koppelen. Ook is niet altijd duidelijk welke partijen betrokken zijn bij de beoordeling van de mate van duurzaamheid van producten of diensten.

²⁶ [EIB, 2018: EU Bank pioneers new bond in support of sustainable development](#)

²⁷ [JP Morgan, 2018: Sustainable investment is moving mainstream.](#)





Figuur 11 Overzicht marktontwikkelingen duurzame financiering

Bron: AFM

03



Duidelijke en transparante toepassing van duurzaamheidsprincipes in de financiële sector is essentieel voor een daadwerkelijke transitie en voorkomt reputatierisico's.

Aandachtspunten bij integratie van duurzaamheid

Duidelijke en transparante toepassing van duurzaamheidsprincipes in de financiële sector is essentieel voor een daadwerkelijke transitie en voorkomt reputatierisico's. Voor spelers op de financiële markten zijn duidelijkheid en transparantie nodig om te bepalen welke rol duurzaamheidsfactoren spelen bij beleggings- en investeringsbeslissingen en wat de impact hiervan is op het duurzaam financieel welzijn. Ook zijn consumenten en (financiële) ondernemingen daarmee beter in staat te kiezen of en hoe zij, via de producten of de diensten die ze afnemen, kunnen bijdragen aan een duurzame toekomst.

Reputatierisico

Een gebrek aan duidelijkheid en transparantie leidt bovendien tot een verhoogd reputatierisico. Dit reputatierisico kan voortkomen uit zowel de perceptie dat 'knollen voor citroenen' worden verkocht, als uit een beeld van onvermogen van de financiële sector om een betekenisvolle bijdrage te leveren aan maatschappelijke problematiek. Zo kunnen zelfs financiële producten en diensten die daadwerkelijk een belangrijke bijdrage leveren aan duurzaamheidsdoelstellingen, een slechte reputatie krijgen door onzorgvuldig handelen van financiële ondernemingen.

Op dit moment zijn er nog geen eisen of beperkingen aan de invulling van het begrip duurzaamheid in relatie tot financiële producten en diensten. In het geval dat specifieke voorschriften op basis van wet- of regelgeving ontbreken, zijn financiële ondernemingen zelf verantwoordelijk voor duidelijkheid, verantwoording en transparantie over de gebruikte terminologie.

ESG-integratie

Zorgvuldige integratie van duurzaamheidsprincipes en ESG-factoren moet worden ondersteund door een toenemend inzicht in financieel-economische consequenties van deze integratie. Onderzoek naar de potentie en de verschillende manieren van integratie is talrijk. Dit wordt uitgevoerd door academici,²⁸ NGOs,²⁹ of bijvoorbeeld door in ESG-beleggingen gespecialiseerde onderzoekers en dataleveranciers.³⁰ Ook de media besteden hier regelmatig aandacht aan.³¹ Onvoldoende integratie van ESG-factoren op de kapitaalmarkten en bij vermogensbeheer leidt er mogelijk toe dat relevante externaliteiten niet of onjuist worden ingeprijsd.³²

In eerste instantie gaat het erom dat alle externaliteiten die van invloed (kunnen) zijn op de bedrijfsprestaties – en dus op de waardering ervan – worden betrokken. In veel gevallen is het echter niet eenvoudig vast te stellen welke externaliteiten voor de onderneming relevant en materieel zijn, en waar de verantwoordelijkheid ligt in de volledige keten van een product of dienst.³³ In de tweede plaats gaat het om het inzichtelijk maken van de positieve of negatieve bijdrage die financiële instrumenten (bijvoorbeeld *green bonds*) of vermogensbeheer leveren aan het realiseren van duurzaamheidsdoelstellingen. Onvoldoende ESG-integratie kan er ook toe leiden dat financiële ondernemingen hun (financiële) risico's minder goed kunnen beheersen, waardoor ze minder goed in staat zijn te voldoen aan hun zorgplicht richting klanten. Ook dringt zich de vraag op of het inzicht van betrokkenen in de impact van ESG-integratie kan leiden tot (andere verschijningsvormen van) marktmanipulatie en wat dit betekent voor (het moment van) publicatie van voorwetenschap.

²⁸ In Nederland bijvoorbeeld via het Sustainable Finance Lab, zie onder meer de studie naar de integratie van natuurlijk kapitaal in beleggingsbeleid ([Sustainable Finance Lab, 2018](#)).

²⁹ Een uitgebreide databank van studies kan bijvoorbeeld gevonden worden via de, door de VN ondersteunde, organisatie [Principles for Responsible Investment](#).

³⁰ Zie bijvoorbeeld de [rapportages](#) van de Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling of de website van het Nederlandse bedrijf [Sustainalytics](#).

³¹ Bijvoorbeeld [FT, 2018: Green investing generates returns, not just a warm glow](#) en [FT, 2018: The green multiplier effect](#)

³² Dit kan bijvoorbeeld raken aan transparantievraagstukken in het prospectus of biedingsbericht. Maar ook bij de totstandkoming van ESG-georiënteerde benchmarks of indices is een uniforme en transparante ESG-methodiek een belangrijke waarborg voor kwaliteit en vergelijkbaarheid.

³³ Deze keten bestaat uit activiteiten stroomopwaarts, directe activiteiten van het verslaggevende bedrijf, en de activiteiten stroomafwaarts (Platform Carbon Accounting Financials, 2017).



03



Vooraf binnen maar ook steeds meer buiten Europa neemt de aandacht toe voor het belang van niet-financiële verslaggeving.

Wettelijke vereisten dienstverlening

Integratie van duurzaamheidsaspecten in financiële producten en diensten mag niet ten koste gaan van de toepassing van (wettelijke) vereisten voor verantwoorde en zorgvuldige dienstverlening aan financiële consumenten. Het kan als een positieve ontwikkeling worden gezien dat financiële ondernemingen duurzaamheidsaspecten in hun producten en diensten inbouwen. Dat ontslaat hen echter niet van de plicht om dit verantwoord en zorgvuldig te doen. Geldende (wettelijke) vereisten zijn onverminderd van toepassing op producten en diensten met een duurzaam karakter. Bijvoorbeeld regelgeving die consumenten beschermt tegen overkreditering of niet-passende beleggingsproducten.

Een concreet voorbeeld is de opkomst van leenconstructies of de mogelijke verruiming van leennormen voor het financieren van verduurzaming, vooral gericht op het financieren van verduurzaming van de woning.³⁴ Voor starters op de woningmarkt geldt daarvoor een uitzondering op de *loan to value* (LTV)-norm van 100% om verduurzamingsmaatregelen tot 106% LTV mee te financieren.³⁵ De AFM onderschrijft de noodzaak van de verduurzaming van woningen. Voorwaarde is wel dat de op verduurzaming gerichte kredietverlening verantwoord en in het belang van de klant is.

Daarnaast is meer inzicht nodig in de risico's die financiële instrumenten of effecten met een duurzaam karakter met zich kunnen meebrengen. Er is nog onvoldoende inzicht in de zich nog ontwikkelende markt voor duurzame financiële instrumenten en effecten en hoe die op bepaalde veranderingen reageert. Ook is in dergelijke situaties niet duidelijk welk effect verwacht kan worden op prijsvorming en transacties. Welke risico's kunnen bijvoorbeeld ontstaan wanneer de uitgevende partij onvoldoende kan aantonen dat het opgehaalde kapitaal daadwerkelijk duurzaam wordt ingezet, of wanneer het *green label* na verloop van tijd vervalt?

Niet-financiële informatie en verslaggeving

Toenemend belang niet-financiële verslaggeving

Vooraf binnen maar ook steeds meer buiten Europa neemt de aandacht toe voor het belang van niet-financiële verslaggeving. Duurzaamheidsprestaties van ondernemingen krijgen in toenemende mate aandacht van verschillende stakeholders. Het gaat hierbij niet alleen om de impact van het bedrijfsleven op bijvoorbeeld milieuvraagstukken. Het gaat omgekeerd ook om de impact van duurzaamheidsvraagstukken op de (toekomstige) prestaties van ondernemingen. Naast beleggers besteden daarom ook overheden, toezichhouders en niet-gouvernementele organisaties aandacht aan de niet-financiële prestaties van (financiële) ondernemingen. Aangejaagd door het *Sustainable Stock Exchanges Initiative* van de VN, spelen ook effectenbeurzen wereldwijd een groeiende rol in de beschikbaarheid van niet-financiële informatie over genoteerde ondernemingen.³⁶ Dit gebeurt bijvoorbeeld door het hanteren van niet-financiële verslaggeving als listing rule, of door het geven van sustainability guidance aan genoteerde ondernemingen.

Er zijn verschillende, vaak vrijwillige, richtlijnen en *frameworks* die worden gehanteerd om niet-financiële informatie in de verslaggeving te betrekken. Bekende voorbeelden zijn de raamwerken van het *Global Reporting Initiative* en de *International Integrated Reporting Council*. Een recent initiatief, dat zich vooral richt op transparantie over klimaatrisico's, betreft de aanbevelingen van de FSB *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (TCFD).³⁷ Dit initiatief kan wereldwijd inmiddels in toenemende mate op steun rekenen. In Nederland voorzien de Corporate Governance Code 2016 en het Besluit Niet-Financiële Informatie³⁸ (al van toepassing op boekjaar 2017) in bepaalde niet-financiële rapportageverplichtingen. Noemenswaardig is dat in Frankrijk verdergaande wetgeving van kracht is, die ook institutionele beleggers vraagt transparant te zijn over de manier waarop zij invulling geven aan duurzaamheidsprincipes.

³⁴ Zie bijvoorbeeld berichtgeving over de mogelijkheid die banken willen geven om eenvoudiger geld te kunnen lenen voor verduurzaming van de woning ([NOS, 2018: Plan: makkelijker geld lenen voor verduurzamen eigen huis](#)).

³⁵ Met de loan to value-norm (uitgedrukt in een percentage) wordt de maximale hypotheek in relatie tot de waarde van het huis bedoeld.

³⁶ Zie de website van het [Sustainable Stock Exchanges Initiative](#).

³⁷ Ook de AFM ondersteunt de toepassing van deze aanbevelingen. Zie ook de website van de [Task Force](#).

³⁸ BNFI; op basis van EU-richtlijn 2014/95/EU.



03



Het gebrek aan verplichte standaarden is een belangrijke belemmering voor een effectieve toepassing van niet-financiële verslaggeving.

Hoewel de beschikbaarheid van niet-financiële informatie lijkt toe te nemen door de vele initiatieven voor vrijwillige en verplichte richtlijnen, zorgt deze diversiteit ook voor grote verschillen in kwaliteit van de informatie en de bruikbaarheid daarvan voor de verschillende stakeholders.

Kwaliteit van niet-financiële informatie

Het is voor gebruikers van jaarverslaggeving van belang dat niet-financiële informatie niet alleen beschikbaar, maar ook van voldoende kwaliteit is. De kwaliteit wordt allereerst bepaald door de relevantie, volledigheid en betrouwbaarheid van de informatie. Zij wordt versterkt door de kwalitatieve kenmerken vergelijkbaarheid, tijdigheid, verifieerbaarheid en begrijpelijkheid.³⁹ Dit stelt eisen aan de opstellers van jaarverslagen en aan de wijze van verificatie van de informatie in deze verslagen. Daarmee kan ook het risico op *greenwashing* worden verkleind, waarbij ondernemingen de eigen duurzaamheidspresentaties beter voorspiegelen dan deze in werkelijkheid zijn.

Het gebrek aan verplichte standaarden is een belangrijke belemmering voor een effectieve toepassing van niet-financiële verslaggeving. Dit gebrek is mede het gevolg van onvoldoende inzicht in de behoeften van gebruikers van jaarverslaggeving. Daarnaast speelt mee dat gefragmenteerd en op regionaal niveau al enkele standaarden worden uitgedacht. De AFM vindt het van groot belang dat internationale instellingen, zoals de Europese Commissie en IOSCO, bijdragen aan uniforme toepassing van ESG-verslaggevingsvereisten. Om hierbij ook inzichten in de behoeften van gebruikers te kunnen toepassen, moeten relevante instanties onderzoeksuitkomsten en kennis met elkaar delen. Ook de evaluatie van al geïmplementeerde wet- en regelgeving speelt hierbij een belangrijke rol.

Daarnaast is niet-financiële informatie in jaarverslaggeving nog beperkt onderworpen aan een beoordeling of controle. De betrouwbaarheid van

gerapporteerde informatie kan gewaarborgd worden door deze te laten beoordelen of controleren door bijvoorbeeld een accountant. Uit het meest recente AFM-themaonderzoek naar geïntegreerde verslaggeving (over 2015) komt naar voren dat ongeveer een vijfde van de ondernemingen de niet-financiële informatie door een accountant van zekerheid liet voorzien.⁴⁰ Dit betrof voornamelijk ondernemingen uit de AEX-index. Dit is een toename ten opzichte van 2012, toen 12% van de ondernemingen de niet-financiële informatie liet beoordelen door een accountant. In 2015 werd in één geval de niet-financiële informatie *gecontroleerd* door de accountant. In de andere gevallen was sprake van een *beoordeling*. In het onderzoek kwam naar voren dat slechts een enkele onderneming die de niet-financiële informatie liet beoordelen, overwoog deze te laten controleren door een accountant.

Het verschaffen van een bepaalde mate van zekerheid over niet-financiële informatie door een onderneming, of een extra mate van zekerheid door een onafhankelijke verificatie, roept wel een aantal vragen op. Bijvoorbeeld welke behoefte gebruikers hebben aan welke mate van zekerheid. Ook rijst de vraag of partijen in de huidige situatie in staat zijn de benodigde mate van (extra) zekerheid te verschaffen. Verder is het de vraag of het de accountants zijn die deze extra zekerheid normaliter moeten geven, of dat andere partijen dit ook zouden kunnen doen. Voor steeds meer partijen wordt de markt voor certificering van informatie een interessante business.

³⁹ Dit betreft de invulling van het begrip kwaliteit volgens het *conceptual framework* van de IASB.

⁴⁰ Het themaonderzoek uit 2016 naar geïntegreerde verslaggeving is gepubliceerd op de website van de AFM ([AFM, 2016](#)).





Figuur 12 Mogelijke risico's in de keten van duurzame financiering

Bron: AFM

03



Beleidsontwikkelingen en gevolgen voor financieel toezicht

Europese beleidsontwikkelingen

Het door de Europese Commissie geïntroduceerde *Action Plan: Financing Sustainable Growth* kan een belangrijke rol spelen in de doorontwikkeling van *sustainable finance*. Op verzoek van de Europese Commissie heeft een groep van experts (High Level Expert Group on Sustainable Finance; HLEG) in januari 2018 aanbevelingen geformuleerd voor het bevorderen en faciliteren van duurzame financiering in Europa.⁴¹ Deze aanbevelingen hebben in maart 2018 geleid tot een concreet actieplan, dat onder meer beoogt een taxonomie voor duurzame economische activiteiten te ontwikkelen en verslaggevingsvereisten aan te scherpen.

Ook gaat het plan verder in op een duurzaamheidslabel voor financiële producten, een uitwerking van investor duties voor duurzaamheidswensen van (eind)klanten en integratie van duurzaamheid in het mandaat van de verschillende Europese toezichthouders op de financiële markten (ESAs).⁴² Het actieplan raakt alle belangrijke actoren in het financiële systeem en vormt daarmee een overkoepelende strategie of *roadmap* voor duurzame groei in Europa. De AFM onderschrijft de centrale doelstelling van het actieplan, namelijk het streven naar meer duidelijkheid, consistentie, uniformiteit en transparantie in duurzame financiering.

Forse impact op AFM-toezicht

De Europese wetsvoorstellen die volgen uit het actieplan hebben naar verwachting een forse impact op het toezicht van de AFM. In mei 2018 heeft de Europese Commissie het eerste pakket wetgevingsvoorstellen geïntroduceerd.⁴³

Deze voorstellen omvatten een verordening voor een raamwerk voor duurzame investeringen ('taxonomie'), een verordening voor duurzaamheidsoverwegingen bij investeringen en advisering (zogenaamde *investor duties*) en een wijzigingsvoorstel van de benchmarkverordening in verband met *low-carbon* en *positive carbon impact benchmarks*. Vraagstukken over informatieverstrekking, zorgplicht en verslaggevingsvereisten raken aan de kern van het toezichtmandaat van de AFM. Het ligt dus voor de hand dat de AFM een belangrijke rol zal spelen bij het nalevingstoezicht dat volgt op de implementatie van de wetsvoorstellen die naar aanleiding van het actieplan worden uitgewerkt.

Klimaatakkoord

Het definitieve Klimaatakkoord in Nederland zal leiden tot financieringsvragen, waarbij de (Nederlandse) financiële sector een belangrijke rol speelt. De precieze afspraken zullen bepalend zijn voor de uitwerking van de financieringsvraagstukken en de snelheid en impact van de voorgestelde energietransitie. Het ligt voor de hand dat afspraken over energiezuinigheid en beperkingen van de uitstoot van broeikasgassen consequenties gaan hebben voor de totale economie, dus zowel de industrie en dienstensector als huishoudens. Te denken valt aan afspraken over de circulaire economie, infrastructuur en vervoer, en afhankelijkheid van fossiele brandstoffen. Deze beleidsontwikkelingen zullen zowel kansen als risico's met zich meebrengen voor financiële consumenten en de kapitaalmarkten.

Vraagstukken over informatieverstrekking, zorgplicht en verslaggevingsvereisten raken aan de kern van het toezichtmandaat van de AFM.

⁴¹ [Europese Commissie, 2018: Final report of the High-Level Expert group on Sustainable Finance](#)

⁴² [Europese Commissie, 2018: Commission action plan on financing sustainable growth](#)

⁴³ [Europese Commissie, 2018: Commission legislative proposals on sustainable finance](#)

03



De AFM ondersteunt de belangrijke bijdrage die de financiële sector levert aan de transitie naar een duurzame samenleving en economie.

Samenwerking toezichthouders

De aandacht van financiële toezichthouders op het gebied van *sustainable finance* is tot nu primair gericht geweest op prudentiële vraagstukken en financiële stabiliteit. Een belangrijk moment voor de internationale bewustwording over risico's van klimaatverandering voor de financiële sector was de *Breaking the tragedy of the horizon*-lezing van Mark Carney, gouverneur van de Bank of England, in 2015 ([Bank of England, 2015](#)). De sindsdien toenemende aandacht voor de prudentiële risico's van klimaatverandering heeft recent onder meer geleid tot de oprichting van een samenwerkingsverband van centrale banken en prudentiële toezichthouders (Central Banks and Supervisors Network for Greening the Financial System; DNB is een van de founding members). Ook in het Europese actieplan is aandacht voor de blootstelling van financiële instellingen aan risico's gerelateerd aan klimaatverandering en milieu.

Er bestaat ook de noodzaak tot intensievere samenwerking op andere aandachtsgebieden, waaronder het gedragstoezicht. Dit wordt onder meer benadrukt door de sterke focus die de Europese Commissie legt op de cruciale randvoorwaarden voor sustainable finance – waaronder informatieverstrekking en zorgplichtvereisten. Mede daarom heeft de AFM, in samenwerking met de Franse toezichthouder AMF, een informeel netwerk in het leven geroepen om de kennisdeling en samenwerking tussen Europese gedragstoezichthouders te bevorderen. De betrokkenheid van Europese financiële (gedrags)toezichthouders krijgt in de nabije toekomst mogelijk een extra impuls op aangeven van de Europese Commissie, mogelijk deels via de European Supervisory Authorities (EBA, EIOPA en ESMA). Daarnaast zet de AFM zich ervoor in dat ook andere internationale samenwerkingsverbanden, zoals IOSCO, positie innemen in de duurzaamheidsdiscussies in het eigen aandachtsgebied en op die manier samenwerking en coördinatie verder stimuleren.

Zorgvuldige integratie in de financiële sector

De AFM ondersteunt de belangrijke bijdrage die de financiële sector levert aan de transitie naar een duurzame samenleving en economie. Duurzaamheidsvraagstukken hebben impact op vele schakels in de ketens van verzekeren, financieren en beleggen. Van verslaggeving door ondernemingen, tot informatieverstrekking aan consumenten. Een belangrijke rode draad is de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie – niet alleen om risico's juist te kunnen inschatten, maar ook om te bepalen of en op welke manier een bijdrage aan duurzaamheidsdoelstellingen geleverd kan worden. De AFM vindt het daarom belangrijk dat duurzaamheid op een verantwoorde en zorgvuldige wijze wordt geïntegreerd in financiële producten en diensten. Dat betekent vanzelfsprekend dat geldende (wettelijke) vereisten onverminderd van toepassing zijn op financiële producten en diensten met een duurzaam karakter. De AFM zal zich binnen haar aandachtsgebieden blijven richten op de zorgvuldigheid waarmee duurzaamheid een plek krijgt in de financiële sector.



Autoriteit Financiële markten

Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam

Telefoon

020 797 2000

www.afm.nl/trendzicht

Volg ons:

© Copyright AFM 2018
alle rechten voorbehouden