



Trendzicht 2022

4 november 2021

Inleiding

Pagina 3

Samenvatting

Pagina 5



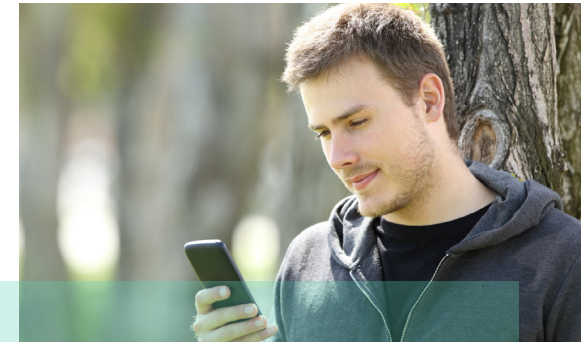
01 Trends

Pagina 11



02 Risicokaarten

Pagina 33



03 Beleggingsgedrag van execution-only-beleggers

Pagina 61

Inleiding



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

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

Trendzicht gaat in op ontwikkelingen op het gebied van onder meer macro-economie, digitalisering en duurzaamheid. Aan de hand van de gesignaleerde trends beschrijven we belangrijke vraagstukken binnen ons toezicht en waar mogelijk geven we oplossingsrichtingen aan. Nieuw in deze editie van





Trendzicht zijn de risicokaarten voor de vier AFM-toezichtgebieden, die terug te vinden zijn in hoofdstuk 2. In deze risicokaarten worden de voornaamste risico's per toezichtgebied geduid vanuit hun interactie met de trends uit hoofdstuk 1. Het gedrag van execution-only-beleggers krijgt in deze editie bijzondere aandacht (hoofdstuk 3).

Agenda 2022

Trendzicht draagt bij aan het bepalen van de toezichtprioriteiten van de AFM. De concrete implicaties van de trends en risico's voor de toezichtactiviteiten van de AFM worden uitgewerkt in de Agenda 2022, die begin 2022 wordt gepresenteerd.

Samenvatting



Hoofdstuk 1: Trends

Jaarlijks voert de AFM een omgevingsanalyse uit van trends die van invloed zijn op ons toezicht. Deze trends worden hieronder beknopt beschreven.

Macro-economisch klimaat

De piek van de coronacrisis lijkt voorbij, maar het tempo van het economisch herstel blijft met onzekerheid omgeven. Toch zijn financiële markten optimistisch gestemd. Dit uit zich in hoge aandelenwaarderingen. De recent stijgende inflatieverwachtingen kunnen echter zorgen voor een tempering van het sentiment. Door de aanhoudende lage, soms zelfs negatieve, rente gaat de zoektocht naar rendement door. Hierdoor stijgen de prijzen van meer risicovolle activa. Bij particulieren is het effect van





de lage rente terug te zien in een sterke toename van het aantal beleggers. Hierbij is een aandachtspunt dat particuliere beleggers in hun zoektocht naar alternatieven voor sparen in beleggingsproducten stappen waarvan ze het risico niet goed inschatten.

De lage rente maakt het voor bedrijven aantrekkelijker om schulden aan te gaan. Daarnaast maken de toegenomen aandelenwaarderingen en de kredietgroei de financiële markten kwetsbaarder voor overwaardering en abrupte marktschokken. En daarmee voor het ontstaan van risico's ten aanzien van de financiële stabiliteit.

Tot slot blijft door de langdurig lage rente de winstgevendheid en soliditeit van financiële instellingen, voornamelijk bij verzekeraars, een aandachtspunt. Het rendement op beleggingen blijft hierdoor namelijk laag, terwijl de langlopende verplichtingen toenemen. Dit kan ook een spanningsveld opleveren in de zorgvuldige omgang met het klantbelang en het duurzaam vormgeven van het bedrijfsmodel.

Wonen, werken en pensioen

De Nederlandse woningmarkt blijft oververhit. Op de huurmarkt sluit het aanbod structureel slecht aan bij de vraag. De hoge huizenprijzen en de hoge schulden die worden aangegaan bij het kopen van een woning, maken huishoudens kwetsbaar bij tegenslag. Vooral koopstarters lijken alles op alles te zetten om dat begeerde eerste huis te kunnen kopen. Ze lopen daarmee het risico onverantwoord veel te lenen. Om te voorkomen dat huishoudens zich te diep in de schulden steken, is het belangrijk dat leennormen zorgvuldig worden toegepast.

De hoge mate van flexibilisering van de Nederlandse arbeidsmarkt zet druk op de inkomenszekerheid van een grote groep werkenden. En juist deze flexwerkers zijn hard geraakt door de coronacrisis. Dit onderstreept de noodzaak voor huishoudens om voldoende financiële reserves aan te houden om weerbaar te zijn tegen economische schokken.

In het nieuwe pensioenstelsel krijgen deelnemers meer eigen verantwoordelijkheid. Het nieuwe pensioenstelsel, waarover in de zomer van 2020 een akkoord is gesloten en dat uiterlijk 2027 ingaat, zal bestaan uit premiereregelingen met grotendeels variabele uitkeringen. Dat kan een aanzienlijke impact op de hoogte van het pensioen hebben. De overgang naar het nieuwe stelsel is de komende jaren een omvangrijk en complex proces. De kwetsbare financiële positie van pensioenfondsen maakt de overgang naar het nieuwe stelsel extra uitdagend.

Digitalisering

Data vormen voor zowel traditionele financiële partijen als nieuwe toetreders steeds meer de kern van hun bedrijfsproces. Data zijn een belangrijk middel om de dienstverlening en de winstgevendheid te verbeteren. Het toenemende gebruik van data brengt ook risico's met zich mee. Aandachtspunten zijn onder meer het borgen van een hoge datakwaliteit en het rechtmatig en zorgvuldig omgaan met persoonsgegevens. De beveiliging van data en de weerbaarheid van IT-infrastructuur tegen cyberaanvallen vergt continue aandacht. De trend om digitale bedrijfsprocessen uit te besteden maakt financiële ondernemingen kwetsbaarder voor verstoringen bij hun dienstverleners.

Het belang van bigtechs voor de financiële sector neemt toe. De door bigtechs geboden technologische oplossingen bieden gebruiksgemak, maar herbergen ook risico's. Vanuit beleggers- en consumentenperspectief vraagt bescherming van klantdata voortdurend aandacht. Daarnaast ontstaan concentratierisico's omdat financiële instellingen voor bijvoorbeeld clouddiensten afhankelijk zijn van slechts enkele door bigtechs aangeboden platformen. Er is nog geen regelgeving om deze risico's op een structurele manier te ondervangen. De trend van uitbesteding van digitale bedrijfsprocessen maakt financiële instellingen kwetsbaarder voor incidenten bij hun dienstverleners. Ook beleggers en consumenten worden hierdoor geraakt.



Beleggen in crypto-assets neemt een grote vlucht. Door onder meer de hoge volatiliteit van de waardering is beleggen in crypto-assets risicovol. In reactie op de turbulente ontwikkeling van de cryptomarkt is Europese regelgeving in de maak, de *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCAR), die verplichtingen schept voor zowel uitgevers van crypto-assets als voor cryptodienstverleners.

Internationalisering

Het regelgevende kader voor de AFM wordt voor een groot gedeelte internationaal bepaald. Voor 2022 staan weer een aantal belangrijke Europese wetgevingstrajecten op de agenda, waar de AFM in onder meer ESMA-verband inbreng op zal geven. Daarnaast is toezichtconvergentie als volgende stap in de Europese samenwerking van steeds grotere invloed op onze werkzaamheden. Nu marktpartijen door digitalisering gemakkelijk actief kunnen worden in meerdere lidstaten en markten steeds meer grensoverschrijdend zijn, is toezichtconvergentie steeds belangrijker.

Door brexit hebben zich veel nieuwe ondertoezichtstaande ondernemingen in Nederland gevestigd. Dit zijn vooral partijen die actief zijn op de kapitaalmarkten, zoals grote handelsplatformen, handelaren voor eigen rekening, benchmarkpartijen en beheerders van beleggingsfondsen. Nederland is daarmee een van de belangrijkste handelscentra voor aandelen in Europa geworden. Mede door het toenemende internationale karakter van de Nederlandse aandelenplatformen worden ook andersoortige financiële producten verhandeld in Amsterdam. Bijvoorbeeld de SPACs (*Special Purpose Aquisition Company*) en derivaten, zoals de CO₂-emissierechten.

Verder opereert de financiële dienstverleningsmarkt steeds internationaler. Dit uit zich onder meer in het grote aantal buitenlandse financiële dienstverleners dat via een Europees paspoort zijn diensten aanbiedt in Nederland. Dit brengt voordelen mee, waaronder toename van de diversiteit van het aanbod, maar ook nadelen, zoals de toename van malafide aanbieders. Het versterkt de noodzaak tot het intensiveren van de samenwerking met buitenlandse toezichthouders.

Verduurzaming

Klimaatdoelstellingen bepalen de komende decennia in belangrijke mate de maatschappelijke agenda. De inspanningen om de CO₂-intensiteit van onze economie te verkleinen, kunnen zich onder meer vertalen in *stranded assets* en nadelige effecten hebben op onze welvaart. De financiële sector zal hierop moeten inspelen door deze effecten adequaat in te prijzen in hun assets en financieringsmodellen. Ook de verslaggeving van ondernemingen krijgt te maken met verdergaande vereisten op het gebied van duurzaamheidsinformatie.

Financiële ondernemingen vervullen een belangrijke rol in de duurzaamheidstransitie, door kapitaal te mobiliseren voor duurzame investeringen en te sturen op duurzaamheidsaspecten in de bedrijfsvoering van bedrijven. Dit levert een spanningsveld op. Financiële ondernemingen worden steeds vaker aangesproken op hun rol in de duurzaamheidstransitie. Daarbij moeten partijen op basis van bestaande regelgeving transparantie verschaffen over hun duurzaamheidsdoelstellingen. Tegelijkertijd is de wet- en regelgeving nog niet uitgekristalliseerd. Zo zijn duurzaamheidsdefinities en verslaggevingsstandaarden nog in ontwikkeling. Ondertussen groeit de instroom van nieuw kapitaal in duurzame beleggingen snel. Met deze groei neemt ook de aandacht voor het risico op greenwashing toe. Het gaat dan om de zorg dat gewekte verwachtingen over het duurzaamheidsgehalte van beleggingen onvoldoende worden waargemaakt.

Integriteit

Witwassen en andere financiële criminaliteit tasten de integriteit van het financieel-economisch stelsel aan. Overheid en burgers zijn bezorgd over deze vorm van criminaliteit. Ook kan het vertrouwen in de financiële sector worden beschadigd als bedrijven, bewust of onbewust, bij malafide praktijken betrokken raken. Financiële instellingen vervullen als poortwachter een belangrijke functie bij het voorkomen dat criminelen illegaal verkregen vermogen in het financiële stelsel brengen of het financiële stelsel gebruiken voor het verrichten van illegale activiteiten.



Toezichtlandschap

'Minder markt, meer staat'. Zowel de politiek als het publiek schaart zich steeds meer achter dit adagium. De toenemende publieke verwachtingen ten aanzien van het oplossen van maatschappelijke problemen door een actieve overheid vertalen zich mogelijk door naar soortgelijke verwachtingen van partijen in de financiële sector en de doortastendheid waarmee toezichthouders misstanden aanpakken.

Een van de sectoren die zich in een veranderproces bevindt, is de accountancysector. In het rapport van de Commissie Toekomst Accountancysector zijn aanbevelingen gedaan gericht op het duurzaam leveren van hoge kwaliteit en daarmee gerechtvaardigd vertrouwen te herwinnen van de stakeholders. Een deel van deze aanbevelingen is omgezet in een wetgevingsvoorstel dat in de zomer van 2021 is geconsulteerd.

Het nieuwe pensioenstelsel en de daaruit voortkomende nieuwe toezichttaken hebben belangrijke consequenties voor het AFM-toezicht. Voor de AFM betekent de stelselwijziging namelijk een uitbreiding van taken. In de nieuwe Pensioenwet staan bijvoorbeeld nieuwe taken voor de AFM op het terrein van toezicht op de vaststelling van de risicopreferentie van de deelnemerspopulatie en worden eisen geïntroduceerd op het gebied van keuzebegeleiding.

Markten worden steeds meer grensoverschrijdend en dit leidt tot meer Europese toezichtcoördinatie. Dat geldt zowel op het terrein van de van oudsher al internationaal verweven kapitaalmarkten als voor financiële dienstverlening en consumentenmarkten. Hierdoor groeit de Europese invloed op de prioriteiten van nationale toezichthouders.



Hoofdstuk 2: Risicokaarten

De risicokaarten in hoofdstuk 2 geven een overzicht van belangrijke risico's per toezichtgebied. De risicokaarten maken inzichtelijk hoe de in hoofdstuk 1 geschetste ontwikkelingen, zoals de lage rente, digitalisering en verduurzaming, doorwerken op risico's binnen de vier toezichtgebieden van de AFM: financiële dienstverlening, kapitaalmarkten, assetmanagement, en financiële verslaggeving en accountantsorganisaties. Hieronder worden per toezichtgebied enkele risico's uitgelicht, voor het volledige overzicht wordt verwezen naar hoofdstuk 2.

De risicokaart voor **financiële dienstverlening** belicht onder meer de pensioent transitie. Deze stelselwijziging vergt een complexe, verstrekkende transitie die miljoenen huishoudens raakt. Verder wordt de aandacht gevestigd op hoe het macro-economisch klimaat en digitalisering doorwerken op retailbeleggen. De risicokaart brengt hierbij zorgen aan het licht over mogelijke koerscorrecties op de sterk gestegen aandelenmarkten, de steeds laagdrempeligere toegang tot (risicovolle) beleggingsproducten en de rijke voedingsbodem voor beleggingsfraude. Ook is er aandacht voor de druk op de toegankelijkheid van financiële dienstverlening. Als toelichting hierbij zijn de uitkomsten opgenomen van een verkenning naar de relatie met financiële dienstverlening van Nederlanders met een migratieachtergrond.

Voor **kapitaalmarkten** zijn verdergaande digitalisering en internationalisering belangrijke drijvers van risico's. Bijzondere aandacht krijgt de efficiënte werking van markten, die onder druk staat door groeiende handel buiten de traditionele platformen, wat kan leiden tot het afnemen van algemene transparantie over prijzen en transacties. Een ander risico vormt tekortschietende datakwaliteit en toegankelijkheid van data voor marktpelers. Hierdoor is de markt niet volledig of onjuist geïnformeerd over bijvoorbeeld de aard, waardering of prijs van een financieel product. Ook wordt ingegaan op het risico op marktverstoring door handelsalgoritmes en op de rol die social media kunnen spelen als coördinatieplatform voor marktmanipulatie.

Binnen het toezichtgebied **assetmanagement** vraagt de strategische herpositionering van partijen aandacht. Vooral voor kleinere assetmanagementpartijen is het een uitdaging dit voldoende voortvarend op te pakken. Ook wordt ingegaan op risico's van uitbesteding. Als de keten langer wordt en de afhankelijkheden toenemen, kan dit ertoe leiden dat de beheerste en integere bedrijfsvoering minder goed geborgd is. Daarnaast lichten we uitgebreid toe hoe de toegenomen vraag naar duurzame financiële producten de sector beïnvloedt en hoe gebrek aan gestandaardiseerde, betrouwbare data over duurzaamheidsprestaties het risico op greenwashing vergroot.

Bij **accountantsorganisaties** gaat veel dynamiek uit van het veranderproces dat erop is gericht de structuur van de sector en het toezicht te versterken. Speciale aandacht is er voor de ontwikkelingen die de relevantie van de traditionele financiële verslaggeving en controle onder druk zetten. Het gaat daarbij onder meer om een veranderende informatiebehoefte bij de eindgebruiker en nieuwe, digitale mogelijkheden voor verslaggeving. Daarnaast wordt ingegaan op de toenemende aandacht voor fraude in de hele verslaggevingsketen. Een nieuw terrein dat sterk aan relevantie wint, is de verslaggeving en controle van niet-financiële informatie (onder meer duurzaamheidsinformatie). Hiervoor worden nieuwe regels en standaarden ontwikkeld, waarvan de toepassing in goede banen moet worden geleid.



Hoofdstuk 3: Beleggingsgedrag van execution-only-beleggers

Het aantal beleggende Nederlanders is de afgelopen twee jaar sterk toegenomen. Redenen hiervoor zijn onder andere de lage rente en het gemak waarmee consumenten kunnen starten met beleggen. De meeste beleggers kiezen voor execution-only-dienstverlening, waarbij zij zelf verantwoordelijk zijn voor de transacties en de portefeuille. De AFM heeft onderzoek gedaan onder retailbeleggers in het execution-only-kanaal. Hieronder worden de bevindingen van dit onderzoek beschreven, voor het volledige onderzoek wordt verwezen naar hoofdstuk 3.

In deze publicatie geven we inzicht in verschillende kenmerken van deze beleggers, zoals leeftijd, geslacht en belegd vermogen. Daarnaast geeft het onderzoek inzicht in het door hen gerapporteerde gedrag, zoals het aantal transacties en de mate van spreiding. Zo zien we bijvoorbeeld dat bijna een derde van de beleggers periodieke stortingen doet. Hierdoor wordt het risico verkleind dat ze hun gehele portefeuille op een top van de markt aankopen, waardoor de rendement-risicoverhouding van hun portefeuille verbetert.

De AFM heeft zich in dit onderzoek gericht op het suboptimale gedrag van beleggers. We weten uit verschillende wetenschappelijke onderzoeken dat het nemen van beleggingsbeslissingen niet altijd goed gaat. Zo zijn beleggers geneigd om te veel te handelen en hierdoor onnodig kosten te maken, te weinig te spreiden over verschillende instrumenten of geografische regio's of onnodig risicovolle producten aan te schaffen. Dit suboptimale gedrag verslechtert de uitkomst voor de belegger, door hogere kosten of meer risico in de portefeuille dan nodig.

Uit het onderzoek blijkt dat 32% van de beleggers suboptimaal gedrag vertoont. Dit kan een probleem vormen als de kans groot is dat iemand het geld nodig heeft, nu of in de toekomst. Bijvoorbeeld doordat ze beschikken over een kleine buffer of omdat ze beleggen voor een doel waarvoor ze

in de toekomst afhankelijk zijn van het belegd vermogen. Ongeveer 12% van de beleggers heeft een grote kans het vermogen nodig te hebben en vertoont suboptimaal gedrag. Deze groep zien we als kwetsbaar, omdat het financieel welzijn van deze beleggers door hun suboptimale gedrag in gevaar kan komen.

De AFM heeft in dit onderzoek niet gekeken naar de oorzaken van dit gedrag. In 2022 zal de AFM onderzoeken in hoeverre beleggingsondernemingen beleggers beïnvloeden in hun gedrag, welk effect dat heeft en wat hierin verbeterd kan worden ten behoeve van een duurzaam financieel welzijn voor hun cliënten.

01

Trends



De piek van de coronacrisis lijkt voorbij. Na een lange periode van lockdowns die de samenleving en economie in hun greep hield, werpen de vaccinatiecampagnes hun vruchten af. Hoewel niet alle beperkende maatregelen van de baan zijn, lijkt de weg naar herstel definitief ingezet. De economische schade blijkt tot nu toe geringer dan waar in het heetst van de crisis op werd gerekend. Naar verwachting zal het ingezette economische herstel in Nederland in 2022 doorzetten.¹ De uitgebreide steunmaatregelen vanuit de overheid hebben een belangrijke rol gespeeld in het dempen van de economische schade. Door een goede uitgangspositie en door de omvangrijke crisismaatregelen is het mondiale financiële stelsel tot nu

¹ CPB. 'Macro Economische Verkenning 2022', september 2021.





toe weerbaar gebleken voor de gevolgen van de pandemie. Hierdoor blijven financiële instellingen tot dusverre hun rol vervullen en is de kredietverlening aan bedrijven en huishoudens op peil gebleven. Hoewel de vooruitzichten positief zijn, blijft de economische ontwikkeling met veel onzekerheid omgeven.

De coronacrisis laat structurele veranderingen na in de financiële dienstverlening.

In het bijzonder relevant is de versnelling in digitalisering door de lockdowns. En dan vooral de versnelling in online thuiswerken en (daaraan gerelateerd) de versnelde overgang naar online dienstverlening. Voor de financiële sector en ons toezicht betekent deze versnelling dat vraagstukken rond cyberveiligheid en privacybescherming nog belangrijker worden. Een andere concrete uiting van deze ontwikkeling is de versnelde sluiting van bankkantoren in het afgelopen jaar, die tot maatschappelijke bezorgdheid leidt over de toegankelijkheid en inclusiviteit van de financiële sector.

In het licht van deze bredere maatschappelijke context worden in dit hoofdstuk trends beschreven die van invloed zijn op het AFM-toezicht.

Dit hoofdstuk beschrijft als eerste een aantal macro-ontwikkelingen op het gebied van economie, wonen, werken en pensioen (paragrafen 1.1 en 1.2). Vervolgens wordt ingezoomd op drie trends die de financiële sector in hoog tempo veranderen: digitalisering (1.3), internationalisering (1.4) en verduurzaming (1.5). In paragraaf 1.6 is aandacht voor een thema dat maatschappelijk veel aandacht krijgt: de integriteit van de financiële sector. Paragraaf 1.7 gaat in op hoe de trends van invloed zijn op de positie van de AFM binnen het bredere toezichtlandschap.

1.1 Macro-economisch klimaat

Ondanks dat de piek van de coronacrisis voorbij lijkt, blijft het tempo van het economisch herstel met onzekerheid omgeven. De verspreiding van het coronavirus onder de mondiale bevolking en de daaropvolgende lockdown-maatregelen hebben de reële economie wereldwijd afgeremd. Dit heeft in 2020 geleid tot een bbp-krimp van 6,3% in de eurozone² en een krimp van 3,8% van de Nederlandse economie³. Voor veel landen, onder meer voor Nederland, was het de grootste economische krimp sinds de Tweede Wereldoorlog. De krimp is echter relatief beperkt gebleven door het verstrekken van financiële steunpakketten door overheden en interventies van centrale banken. Desondanks blijft het onzeker hoe groot de klap zal zijn voor de economie zodra de financiële steun vanuit de overheid, bijvoorbeeld voor zzp'ers, wegvalt en de moratoria van banken aflopen. Vooral nog raamt het CPB dat het bbp van Nederland in 2021 groeit met 3,9% en in 2022 met 3,5%.⁴

Financiële markten zijn al langere tijd optimistisch gestemd over het economisch herstel, maar de recent stijgende inflatieverwachtingen zorgen voor een tempering van het sentiment. In maart 2020, toen de verstrekkende gevolgen van corona wereldwijd zichtbaar werden, gingen de aandelenkoersen nog fors onderuit en ook de volatiliteit van wereldwijde aandelenmarkten bereikte recordniveaus. Door interventies vanuit centrale banken en overheden was deze dip in het marktsentiment van korte duur. Het sentiment onder beleggers herstelde en de risicobereidheid nam sterk toe. Dit resulteerde in stijgende aandelenwaarderingen. Sinds het voorjaar van 2020 laten de aandelenmarkten een opwaartse trend zien en worden recordniveaus⁵ bereikt (zie figuur 1, linker grafiek). De stimulering van de

² Europese Commissie, Eurostat.

³ Centraal Bureau voor de Statistiek.

⁴ CPB. ['Macro Economische Verkenning 2022'](#), september 2021.

⁵ Op 23 september 2021 sloot de Amsterdamse beursindex AEX voor het eerst in zijn bestaan boven de 800 punten. Dit in groot contrast met de stand van 389,60 die de AEX op 16 maart 2020 noteerde, als dieptepunt van de coronacrisis.



economie door centrale banken en overheden en het recente economisch herstel zorgen echter ook voor stijgende inflatieverwachtingen. Dit zorgt ervoor dat het sentiment onder beleggers enigszins wordt getemperd. Ook nemen wereldwijd de risicovrije rentes licht toe (zie figuur 1, rechter grafiek). Desondanks blijven de reële financiële condities ruim. Andere factoren die het sentiment negatief kunnen beïnvloeden, zijn de sterk gestegen energieprijzen en onzekerheid over de mogelijke wereldwijde doorwerking van kwetsbaarheden in de Chinese economie. Als de stijging van de energieprijzen structureel blijkt dan zal deze ook zijn weerslag hebben op de reële economie.

Door de ruime financiële condities gaat de zoektocht naar rendement door en stijgen de prijzen van meer risicovolle activa. De afgelopen decennia is de rente, zowel in nominale als reële termen, wereldwijd trendmatig gedaald tot niveaus beneden nul. Deze ontwikkeling komt voort uit zowel structurele factoren, zoals toegenomen besparingen en lagere potentiële groei, als uit het expansieve monetaire beleid van onder andere de ECB. Deze combinatie van langdurig lage rente en expansief monetair beleid van centrale banken wakkert de zoektocht naar rendement (*search for yield*) aan. Hierdoor hebben veel beleggers de afgelopen jaren portefeuilles opgebouwd met een hoger verwacht rendement en risico, wat zorgt voor hoge waarderingen van aandelen en bedrijfsobligaties. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op hoe de *search for yield* het particulier beleggen via het execution-only-kanaal beïnvloedt.

De lage rente maakt het voor bedrijven en huishoudens aantrekkelijker om schulden aan te gaan. De coronacrisis heeft de groei van de wereldwijde schuldenberg verder aangejaagd. Tijdens de coronacrisis zetten overheden enorme steunpakketten op en werden banken gestimuleerd

geld te lenen aan bedrijven en consumenten. Hierdoor zijn wereldwijd de overheidsschulden opgelopen van 84% van het bbp in 2019 tot naar verwachting 99% dit jaar.⁶ Ook de Nederlandse overheid heeft in 2020 ten minste €37 miljard uitgegeven aan stimuleringsmaatregelen en zag de Nederlandse staatsschuld stijgen van 48% van het bbp aan het begin van 2020 naar 57% van het bbp aan het eind van het jaar. De steunmaatregelen hebben de schok voor de bedrijvensector gedempt, maar ook daar zijn de schulden flink toegenomen.⁷

De toegenomen aandelenwaarderingen, kredietgroei en hogere schuldhefbomen maken de financiële markten kwetsbaarder voor marktschokken, wat een risico kan vormen voor de financiële stabiliteit.

De toegenomen risicobereidheid onder beleggers heeft bijgedragen aan een mogelijke overwaardering binnen verschillende activaklassen.⁸ Activaprijzen kunnen daardoor significant dalen als het sentiment op de financiële markten keert. Tegenvallende economische ontwikkelingen of een stijgende inflatie kunnen zorgen voor een omslag in het sentiment. Beleggers lijken op dit moment het meest rekening te houden met een scenario van toenemende inflatie, omdat de combinatie van (beginnend) economisch herstel en ruim monetair beleid van centrale banken kan leiden tot oververhitting van de (mondiale) economie. Hoewel de afgelopen maanden de inflatie in de VS en de eurozone daadwerkelijk stijgt, verwachten de meeste economen dat dit van tijdelijke aard is. De ontwikkeling van de inflatie zal medebepalend zijn voor de keuzes van centrale banken ten aanzien van het afbouwen van stimulerende maatregelen, en ten aanzien van het eventueel verkrappen van het monetaire beleid.

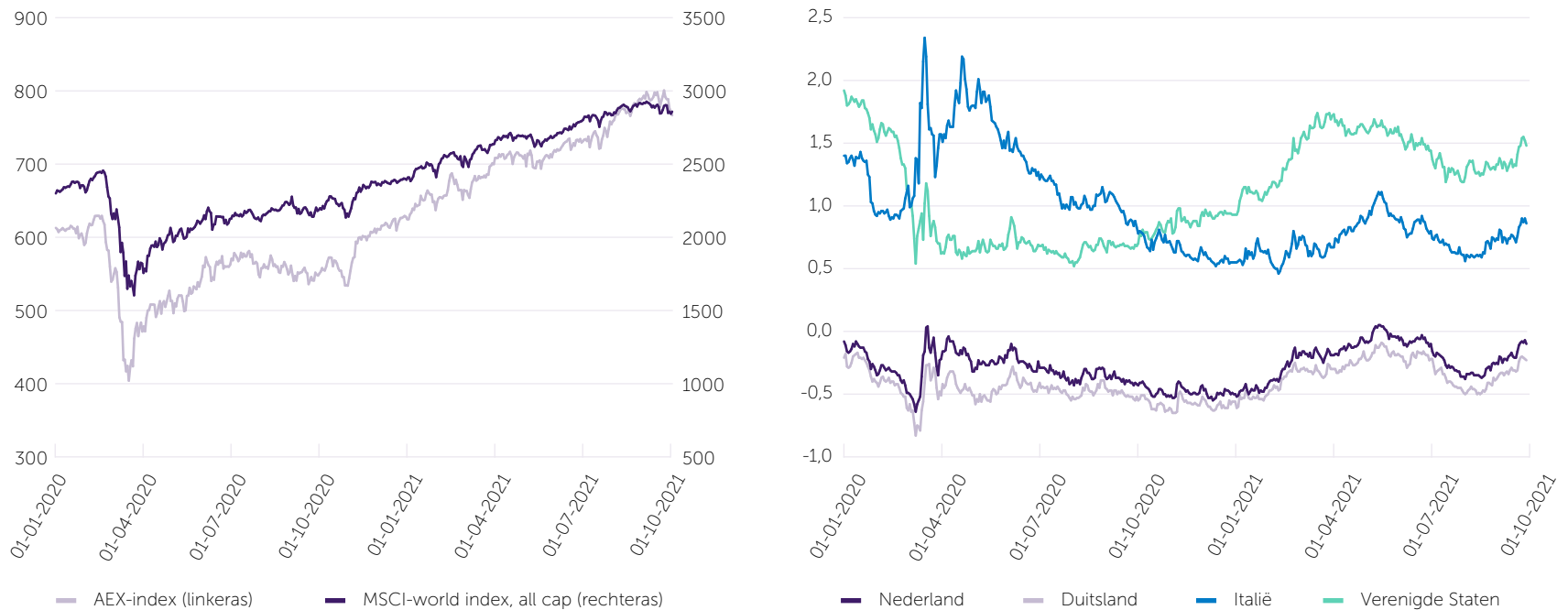
⁶ IMF, 'Fiscal Monitor', april 2021.

⁷ DNB, 'Overzicht Financiële Stabiliteit – voorjaar 2021', mei 2021.

⁸ Federal Reserve, 'Financial Stability Report', mei 2021.



Figuur 1. Sterk oplopende aandelenkoersen en lichte stijging in rente op 10-jaarsstaatsobligaties.



Bron: Macrobond, eigen bewerking AFM.

Tot slot zet de langdurig lage rente de winstgevendheid en soliditeit van financiële instellingen onder druk. Pensioenfondsen en verzekeraars zien aan de passivakant hun langlopende verplichtingen toenemen, omdat deze contant worden gemaakt tegen steeds lagere rentes. Daarnaast ondervinden zij aan de activakant dat door de aanhoudend lage rente de beleggingsrendementen (obligaties) laag blijven, waardoor het moeilijker

wordt verplichtingen na te komen. Voor banken is het door de aanhoudend lage rente moeilijker om inkomsten te behalen uit kredietverlening. Aan de inleenkant is depositofinanciering duur omdat banken een negatieve rente over hun 'overtollige' tegoeden ontvangen van de ECB. De banken berekenen dit steeds vaker door aan hun klanten, in de vorm van geen of zelfs negatieve rente op tegoeden die bedrijven en klanten bij de banken aanhouden.

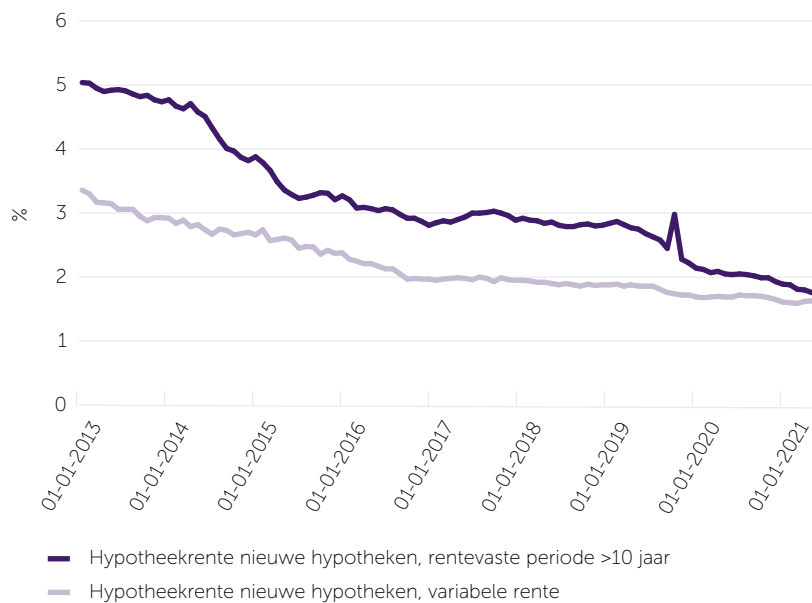


1.2 Wonen, werken en pensioen

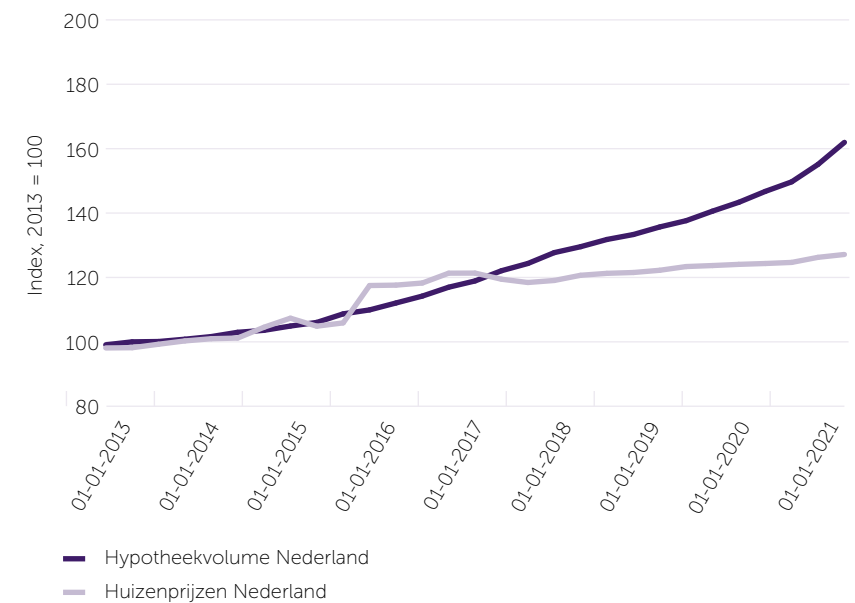
De Nederlandse woningmarkt is oververhit. In het derde kwartaal van 2021 waren bestaande koopwoningen in Nederland gemiddeld 19% duurder dan een jaar eerder. De gemiddelde verkoopprijs van een bestaande woning steeg tot €419.000.⁹ Dat de woningmarkt niet of nauwelijks negatief is geraakt door de mondiale recessie als gevolg van de coronacrisis heeft te maken met een combinatie van factoren. De vraag naar woningen blijft door de groeiende bevolking (en daarbinnen ook nog eens de groei van het aantal huishoudens) structureel toenemen,

terwijl de inspanningen om meer nieuwe woningen te bouwen, worden bemoeilijkt door onder meer de stikstofproblematiek. Vooral in de grote steden is bovendien sprake van verdringing van eigenaar-bewoners door particuliere investeerders die woningen opkopen voor de verhuurmarkt. Hoewel het aantal woningen hierdoor niet afneemt, voedt deze influx van beleggersgeld wel de vraag naar woningen. Verder aangewakkerd door de historisch lage hypotheekrente en fiscale subsidies (waaronder het nultarief voor de overdrachtsbelasting voor jonge huizenkopers en de verruimde schenkingsregeling), leidt de combinatie van vraag en aanbodfactoren onvermijdelijk tot sterk stijgende huizenprijzen (Figuur 2).

Figuur 2. Historisch lage hypotheekrentes en sterk stijgende huizenprijzen.



Bron: CBS, DNB, Macrobond.



⁹ NVM. ['Hectiek op koopwoningmarkt houdt aan'](#), september 2021.



De oververhitte markt brengt risico's met zich mee voor consumenten.

De hoge huizenprijzen en de hoge schulden die daardoor worden aangegaan, maken huishoudens kwetsbaar bij tegenslag. Zij gaan immers een grote langdurige financiële verplichting aan (vaak 30 jaar). Hoge schulden en renteverplichtingen beperken (financiële) bewegingsvrijheid als behoeften zich wijzigen. En het kan tot grote financiële problemen leiden in geval van werkloosheid, arbeidsongeschiktheid of relatiebeëindiging. Nog geen tien jaar geleden daalden de huizenprijzen in Nederland met meer dan 20 procent, wat tot schrijnende situaties leidde voor mensen die bijvoorbeeld gedwongen moesten verhuizen en een restschuld overhielden.

Om te voorkomen dat huishoudens zich te diep in de schulden steken, is het belangrijk dat leennormen zorgvuldig worden toegepast.

Vooralsnog lijken koopstarters alles op alles te zetten om dat begeerde eerste huis te kunnen kopen. Ze lopen daarmee het risico onverantwoord veel te lenen. Onderzoek van de AFM naar het leengedrag van koopstarters wijst uit dat een grote groep koopstarters een hogere hypotheek lijkt te hebben dan verantwoord is. Tussen de 20 en 40 procent lijkt een hogere hypotheek afgesloten te hebben dan strikt genomen verantwoord is volgens de wettelijke normen. Het gaat daarbij om bedragen tussen de €50.000 en €70.000 boven de norm. Dit komt onder meer doordat studieschulden regelmatig niet worden meegenomen bij het bepalen van de hypotheeksom en door stapeling van kredieten.¹⁰ De AFM hecht groot belang aan het zorgvuldig omgaan met leennormen, maar dat is niet genoeg om tot een evenwichtige huizenmarkt te komen. Daarvoor zijn structurele oplossingen nodig, zoals meer bouwen en het verminderen van subsidies. Ook stimuleringsregelingen (denk aan het nultarief voor de overdrachtsbelasting voor jonge huizenkopers en de verruimde schenkingsregeling) moeten kritisch tegen het licht worden gehouden. Regelingen die koopstarters

meer financieringsruimte geven, klinken weliswaar sympathiek, maar werken averechts uit. Als het aanbod aan woningen gelijk blijft, drijven zij de huizenprijzen alleen maar verder op. Daarmee wordt de afstand tot de woningmarkt voor koopstarters nog groter en zullen zij zich steeds dieper in de schulden moeten steken.

Nederland kent een hoge mate van flexibilisering van de arbeidsmarkt, wat druk zet op de inkomenszekerheid.

Voor zowel het aandeel flexibele arbeidscontracten als zzp'ers, ook wel flexwerkers genoemd, behoorde Nederland tot de grootste groeiers binnen de EU in de afgelopen 10 jaar. Opgeteld zijn zij goed voor meer dan een derde – 34% – van het totaal aantal werkenden in Nederland.¹¹ Deze groep heeft minder inkomenszekerheid en bovendien bouwt zij vaak minder pensioen op dan werknemers met een vast contract. Ook zijn flexwerkers vaker onderverzekerd. Zo hebben zzp'ers bijvoorbeeld vaak geen arbeidsongeschiktheidsverzekering. De hervorming van de arbeidsmarkt zal naar verwachting een belangrijk thema zijn voor het komende kabinet. De in juni 2021 gesloten deal tussen werkgevers en vakbonden, dat onderdeel is van een advies van de Sociaal-Economische Raad (SER) en waarin flexwerk sterk wordt ingeperkt, is hier een voorschot op. De AFM volgt deze discussie met belangstelling, mede vanuit haar missie gericht op duurzaam financieel welzijn. Een vorig jaar verrichte 'corona-stresstest' van de AFM en het CPB onderschrijft de noodzaak voor huishoudens om voldoende financiële reserves aan te houden om weerbaar te zijn tegen economische schokken.¹²

In het nieuwe pensioenstelsel komen risico's explicieter bij deelnemers te liggen.

Het nieuwe pensioenstelsel, waarover in de zomer van 2020 een akkoord is gesloten en dat uiterlijk 2027 ingaat, zal bestaan uit premieregelingen met grotendeels variabele uitkeringen. De stelselwijziging

¹⁰ AFM. ['Occasional paper: Koopstarters op de woningmarkt'](#), september 2021.

¹¹ CBS. ['Dossier Flexwerkers'](#) en ['Dossier ZZP'](#).

¹² CPB en AFM. ['Stresstest huishoudens'](#), september 2020.



kan een aanzienlijke impact op de ontwikkelingen van het pensioen hebben. Voor het vertrouwen in het pensioenstelsel is het in ieder geval belangrijk dat evenwichtige en transparante besluitvorming en communicatie plaatsvindt over de effecten van de transitie op de pensioenen van de deelnemers. De overgang naar het nieuwe stelsel is de komende jaren een omvangrijk en complex proces, waarbij de sector belangrijke verantwoordelijkheden draagt en de AFM nieuwe toezichttaken krijgt (zie paragraaf 1.7). De nog steeds kwetsbare financiële positie van pensioenfondsen maakt de overgang naar het nieuwe stelsel bovendien extra uitdagend.¹³

Behoeftte aan producten die inkomensonzekerheid afdekken en eigenaarschap over vermogensopbouw vergroten zal toenemen.

Ontwikkelingen op de arbeidsmarkt en in het pensioenstelsel dragen eraan bij dat burgers steeds meer zelf verantwoordelijkheid moeten nemen voor hun inkomenszekerheid en oude dag. Dit leidt tot meer vraag naar producten en diensten die burgers in staat stellen zelf inkomensrisico's af te dekken¹⁴ en meer eigenaarschap te nemen over hun vermogensopbouw en de vrije toegang tot hun vermogen. Relevant hierbij is de weinig liquide vermogensopbouw van veel Nederlandse huishoudens.¹⁵ Vermogen zit vaak vast, doordat pensioenaanspraken pas vrijkomen als iemand met pensioen gaat. Het vermogen in een huis is iets toegankelijker, maar vereist meestal wel het verkopen van het huis, het verhogen van de hypotheek, of het verhuizen naar een goedkopere woning. Hierdoor kunnen huishoudens geen gebruik maken van hun vermogen om inkomensverlies te compenseren, bijvoorbeeld bij baanverlies of arbeidsongeschiktheid.

1.3 Digitalisering

In de financiële sector zijn data een belangrijke productiefactor geworden en dit leidt tot vraagstukken rond datakwaliteit en gegevensbescherming. Het genereren, verwerken en benutten van data speelt een cruciale rol in de digitale transformatie van de maatschappij. De financiële sector is onmiskenbaar onderdeel van deze trend. Zowel traditionele financiële partijen als branchevreemde spelers proberen de toenemende mogelijkheden van datagebruik tot kern te maken van hun bedrijfsprocessen, om zo hun dienstverlening en winstgevendheid te verbeteren. Het toenemende gebruik van data brengt echter ook risico's met zich mee. Aandachtspunten zijn onder meer het borgen van een hoge datakwaliteit en het rechtmatig en zorgvuldig omgaan met persoonsgegevens volgens de normen van de Algemene Verordening Gegevensbescherming (AVG). Een fenomeen dat steeds meer zichtbaar wordt, is de toepassing van geavanceerde data-analyse voor gepersonaliseerde beprijzing. Een discutabel voorbeeld hiervan is de *loyalty penalty*, die voorkomt in de Britse verzekeringssector. Dit houdt in dat Britse verzekeraars data-analyses uitvoeren om te bepalen welke klanten na vervaldatum van hun polis niet zouden overstappen. Deze klanten werden vervolgens geconfronteerd met de sterkste premiestijgingen. Een verkenning van de AFM naar het personaliseren van prijzen leverde geen aanwijzingen op dat deze praktijk in de Nederlandse verzekeringssector voorkomt.¹⁶

Geavanceerde technologieën als kunstmatige intelligentie en blockchain rukken op in de financiële sector. Naast dat er steeds meer data worden geproduceerd, aangetrokken en geanalyseerd, worden ook de technologieën die hiervoor gebruikt worden steeds geavanceerder.

¹³ DNB. '[Overzicht Financiële Stabiliteit – voorjaar 2021](#)', mei 2021.

¹⁴ Hierbij past de kanttekening dat het gros van de Nederlanders nog steeds hun basiszekerheid geborgd weet in het traditionele stelsel van verzekeren en pensioenopbouw (denk aan: AOW, WIA, verplicht tweede pijler pensioen). De grotere keuzevrijheid en -behoefte speelt vooral voor specifieke groepen, zoals zzp'ers.

¹⁵ CPB. '[Sturen naar vermogen: De vermogensopbouw gezien vanuit de levensloop](#)', mei 2021.

¹⁶ AFM. '[Personaliseren van prijs en voorwaarden in de verzekeringssector](#)', juni 2021.



Zo maken financiële instellingen in hun bedrijfsprocessen steeds meer gebruik van kunstmatige intelligentie (*artificial intelligence, AI*). Enerzijds biedt dit kansen, omdat consumenten effectiever bediend kunnen worden. Een voorbeeld hiervan is het tegengaan van overkreditering van consumenten door het gebruik van AI bij het verstrekken van consumptief krediet. Hier kan door middel van transactiedata van de klant beter beoordeeld worden hoeveel krediet een consument kan dragen. Anderzijds brengt het gebruik van AI in de financiële sector ook risico's met zich mee, bijvoorbeeld wanneer het onduidelijk is hoe een AI-model tot een bepaalde uitkomst komt. Bovendien kan een AI-model (onbewust) discrimineren wanneer data onvolledig zijn of wanneer een (zelflerend) algoritme onvoldoende zorgvuldig wordt geprogrammeerd. Het is daarom belangrijk dat financiële instellingen voldoende beheersmaatregelen treffen om de risico's van algoritmische analyses te verkleinen en de uitkomsten van AI-modellen altijd kunnen uitleggen.¹⁷ Een andere fundamentele ontwikkeling, die in Trendzicht 2021¹⁸ uitgebreid is belicht, is dat zowel gevestigde als nieuwe marktpartijen investeren in blockchaintechnologie. Deze technologie biedt voor bijvoorbeeld handelsplatformen de mogelijkheid om slimmer en efficiënter om te gaan met transacties en dataopslag.

De mogelijkheden voor het delen van financiële data voor derde partijen worden verruimd. In 2022 wordt een wetgevingsvoorstel verwacht ten aanzien van *open finance*¹⁹, met behoud van de EU-normen op het gebied van onder andere gegevensbescherming. Waar PSD2²⁰ alleen faciliteerde dat transactiedata met derden mogen worden gedeeld, is het *open-finance*-initiatief van de Europese Commissie erop gericht dat ook andere financiële

klantdata gedeeld mogen worden met derden (dan wel toegankelijk worden gemaakt). Dit zou (financiële) instellingen meer mogelijkheden moeten geven om hun klanten zo effectief mogelijk producten en diensten aan te bieden. Voor wat betreft datatoepassingen wordt komend jaar ook een Europees wetgevingsinitiatief verwacht: de *Data Act*. Ook deze wetgeving gaat de financiële sector waarschijnlijk raken.

Bigtechs ontplooiën nieuwe activiteiten op het gebied van financiële dienstverlening. De activiteiten van bigtechs (bedrijven als Google, Facebook, Apple en Amazon) in de financiële dienstverlening beperkten zich in eerste instantie tot betalingen, maar breiden zich (op mondiaal niveau) uit naar kredietverlening en verzekerings-, spaar- en beleggingsproducten. Tot enkele jaren terug ontplooiden bigtechs hun activiteiten op dit vlak vooral in opkomende markten, waarbij zij doorgaans startten met betalingsdiensten en vervolgens doorschoven naar het verstrekken van leningen en verzekeringen.²¹ In Nederland is het type dienstverlening van bigtechs vooralsnog beperkt tot betalingen. Zo is Apple Pay een samenwerking aangegaan met verschillende Nederlandse banken. Vanwege de grote klantbestanden, krachtige merken en grote financiële reserves is te verwachten dat bigtechs ook op andere terreinen van financiële dienstverlening een plek kunnen veroveren.

Verdienmodellen van bigtechs verschillen en zijn medebepalend voor de dienstverlening die wordt aangeboden. De bigtechs worden vaak in één adem genoemd, maar wanneer naar de afzonderlijke verdienmodellen wordt gekeken, is de achtergrond van deze bedrijven wezenlijk anders.

¹⁷ AFM. '[Personaliseren van prijs en voorwaarden in de verzekeringssector](#)', juni 2021.

¹⁸ AFM. '[Trendzicht 2021](#)', november 2020.

¹⁹ De wetgeving ligt in het verlengde van het Digital Finance Package van de Commissie dat onder meer bestaat uit een Digital Finance Strategy. De Digital Finance Strategy moet de EU-regels voor financiële diensten geschikt maken voor het digitale tijdperk.

²⁰ PSD2 is een Europese wet voor het betalingsverkeer van consumenten en bedrijven. Deze wet is in februari 2019 in Nederland ingevoerd. Het houdt onder andere in dat banken verplicht zijn om derde partijen toegang te geven tot uw betaalrekening als u daar toestemming voor geeft.

²¹ BIS. '[BigTech and the changing structure of financial intermediation](#)', BIS Working Papers No 779, 2019.



Daar waar de één van oorsprong een e-commerce bedrijf is (Amazon), putten anderen het overgrote deel van de omzet uit advertenties (Google, Facebook) of de verkoop van fysieke of softwareproducten (Apple en Microsoft). Die achtergrond zal mede bepalen op welke terreinen de bigtechs hun dienstverlening in de financiële sector zouden kunnen uitbreiden. Amazon kan bijvoorbeeld op basis van de door het platform gegenereerde data goed in staat zijn om de kredietwaardigheid van consumenten en mkb'ers op haar platform in te schatten, wat een goede basis kan bieden om mkb- en consumptief krediet aan te bieden. Bij een product-gebaseerd verdienmodel zoals dat van Apple, lijkt de drijfveer om financiële diensten aan te bieden vooral om een zo breed mogelijk scala aan dienstverlening (exclusief) te koppelen aan eigen producten als de iPhone (denk aan Apple Pay).

Door de sterke verweving van bigtechs met de bedrijfsprocessen van traditionele financiële instellingen ontstaan onder meer

concentratierisico's. Bigtechs hebben een belangrijke intermediairpositie in de digitaliseringsslag die de financiële sector doormaakt. Zo zijn applicaties van Nederlandse banken en verzekeraars alleen beschikbaar op de besturingssystemen Android (Google) en iOS (Apple), wordt betalen via de smartphone gefaciliteerd door Apple Pay, en bieden drie van de vijf bigtechs (Amazon, Microsoft en Google) cloudoplossingen specifiek gericht op de financiële dienstverlening. De door bigtechs geboden technologische oplossingen bieden gebruiksgemak, maar brengen ook risico's met zich mee. Vanuit consumentenperspectief vraagt bescherming van klantdata voortdurend aandacht. Daarnaast ontstaan concentratierisico's omdat financiële instellingen voor bijvoorbeeld clouddiensten afhankelijk zijn van slechts enkele door bigtechs aangeboden platformen. Dergelijke risico's worden op dit moment nog niet op een structurele wijze door regelgeving

ondervangen. Mededingingsregelgeving richt zich bijvoorbeeld niet zozeer op het tegengaan van concentratie van platforms, maar vooral op het voorkomen van misbruik van de marktmacht door grote platforms. Ook maakt bestaande regelgeving het, afgezien van beperkte regels omtrent datadeling (zoals PSD2), lastig voor burgers om te bepalen welke organisaties toegang hebben tot hun persoonlijke data. Het is wenselijk dat een gelijk spelveld voor toegang tot persoonlijke data wordt gecreëerd door consumenten daadwerkelijk de controle te geven over hun persoonsgegevens en over de vraag voor wie welke persoonsgegevens toegankelijk zijn.²² Samen met DNB ziet de AFM de noodzaak om regelgeving op deze terreinen aan te passen.

Laagdrempelige beleggingsapps en sociale media dragen bij aan groeiende populariteit van beleggen.

Een verscheidenheid aan apps maakt het mogelijk om vanaf de mobiele telefoon met enkele klikken te beleggen. Keerzijde van deze nieuwe laagdrempeligheid is dat deze voortdurend beschikbare apps beleggers soms proberen te verleiden veel transacties te doen of veel risico te nemen, bijvoorbeeld door *gamification*. Een nieuw en versterkend fenomeen is de invloed van sociale media op het beleggingsgedrag. Via influencers, ook wel aangeduid als 'finfluencers', worden beleggers verleid om mee te doen, onder meer door gemakkelijke winsten voor te spiegelen. Hoofdstuk 3 gaat dieper in op het gedrag van beleggers in het execution-only-kanaal. Niet alleen traditionele beleggingen, maar ook crypto-assets profiteren van een toenemende (speculatieve) beleggingsdrift (zie box 1).

²² DNB heeft onlangs in een rapport gewaarschuwd voor de toenemende macht van bigtechs in het financiële stelsel. In het rapport pleit DNB voor aanpassing van de regelgeving op de nieuwe risico's en meer Europees toezicht en samenwerking tussen verschillende toezichthouders. Zie: DNB. ['Veranderend landschap, veranderend toezicht. Ontwikkelingen in de relatie tussen BigTechs en financiële instellingen'](#), juni 2021.



Box 1 Regelgeving voor markt in crypto's in de maak

Het speculeren in crypto's neemt een grote vlucht. Door onder meer de lage rente op spaartegoeden is niet alleen het traditioneel beleggen maar ook het speculeren in crypto-assets populair. Crypto's genieten inmiddels niet alleen belangstelling van consumenten, maar ook van professionele partijen. Populaire crypto's zijn onder meer Bitcoin, Ethereum en Cardano. Uit een later dit jaar door de AFM te publiceren onderzoek blijkt dat het bij consumenten in de meeste gevallen gaat om een relatief beperkte investering van enkele honderden euro's. Er zijn echter uitschieters waarbij mensen voor een paar duizend euro in crypto's stappen.

Beleggen in crypto's is risicovol door onder meer de hoge volatiliteit van de waardering. De koers van crypto's blijkt onder andere gevoelig voor berichtgeving. In het afgelopen jaar reageerde de koers van Bitcoin bijvoorbeeld sterk op uitspraken door Elon Musk van autofabrikant Tesla.²³ De grote gevoeligheid van koersen voor berichtgeving maakt de cryptomarkt aantrekkelijk voor zogenoemde *pump-and-dump*-strategieën. *Pump and dump* is een vorm van koersmanipulatie waarbij via positieve berichtgeving, bijvoorbeeld door influencers op social media, eerst een koersstijging wordt georkestreerd (*pump*) om vervolgens tegen de hogere prijs de crypto's weer snel van de hand te doen (*dump*). Beleggers die laat instappen blijven uiteindelijk met een verlies achter. Aangezien crypto's doorgaans niet kwalificeren als financieel

instrument, vallen *pump-and-dump*-activiteiten rond crypto's buiten AFM-toezicht.

In reactie op de turbulente ontwikkeling van de cryptomarkt bereiden Europese beleidsmakers regulering van cryptomarkten voor.

Het betreft de *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCAR), die verplichtingen schept voor zowel uitgevers van crypto-assets als voor cryptodienstverleners.²⁴ Het voorstel van de Europese Commissie (gepubliceerd in september 2020) is erop gericht om de toepassingsmogelijkheden van blockchaintechnologie, die de basis vormt voor de uitgifte van en handel in crypto-assets, ten volle te benutten en de risico's te adresseren. De AFM vraagt zich af of de risico's voldoende worden geadresseerd. Het voorstel schippert tussen enerzijds risico's mitigeren en anderzijds de markt proportioneel reguleren. Het eindresultaat lijkt af te stevenen op lichtere regels voor onder andere dienstverleners in crypto-assets dan de regels die we kennen voor beleggingsondernemingen. Zo ontbreekt een raamwerk dat toeziet op bijvoorbeeld zorgplicht en productontwikkeling. Dergelijke regels zijn erg belangrijk om het risico te mitigeren dat de klant een dienst of product afneemt die niet aansluit bij diens behoefte. Daarnaast worden belangrijke delen van het toezicht, waaronder ook marktmisbruik, op lidstaatniveau belegd. Dit komt de effectiviteit niet ten goede, omdat we te maken hebben met een internationale en onstuimige markt waarop toezicht op minimaal Europees niveau nodig is.

²³ Volkskrant.nl. '[38 procent koersverlies in één week? Wat is er gebeurd met de bitcoin?](#)', mei 2021.

²⁴ Op hoofdlijnen zijn de voorgestelde regels als volgt. MiCAR schept verplichtingen voor zowel uitgevers als dienstverleners van cryptoactiva. Uitgevers van cryptoactiva dienen informatiedocumenten (zogenoeten whitepapers) te publiceren, die bestaan uit verplichte openbaarstellingen, met vrijstellingen voor kleine aanbiedingen en voor aanbiedingen gericht op gekwalificeerde beleggers overeenkomstig de prospectusverordening. Aanvullende vereisten voor een uitgevende instelling zien op: verplichtingen tot oprichting van een juridische entiteit, kapitaalvereisten, vereisten over de bewaring van activa, regels met betrekking tot communicatie met houders van crypto-assets, belangenconflicten en cyberbeveiliging. Voor crypto-dienstverleners zien de vereisten op onder meer: bewaring en administratie van crypto-assets namens derden, de werking van handelsplatforms voor crypto-assets, en de uitwisseling van crypto-assets tegen fiatvaluta en andere crypto-assets. Tot slot bevat het voorstel regels om de marktintegriteit te borgen. Aangezien MiCAR vooralsnog een voorstel is, kan de uiteindelijke inhoud nog wijzigen.



IT-gedreven karakter van handelsplatformen en het gebruik van handelsalgoritmes vragen extra beheersingsmaatregelen. Door digitalisering zijn handelsplatformen in grote mate IT-gedreven organisaties. Dit stelt andere eisen aan de operationele betrouwbaarheid van deze platformen. Zo moeten de platformen bestand zijn tegen cyberaanvallen, beschikken over back-up-faciliteiten en een sterke toename van transacties kunnen opvangen (zoals bij de coronaschokken in 2020). De AFM houdt toezicht op deze eisen, onder meer door de kwaliteit van hard- en softwaresystemen te toetsen en na te gaan of de organisatie van de platformen voldoet aan alle wettelijke eisen, waaronder de aanwezigheid van voldoende gekwalificeerd personeel en de aanwezigheid van stevige protocollen bij incidenten. Een tweede uiting van digitalisering is dat gebruik van handelsalgoritmes tegenwoordig de handelspraktijk kenmerkt: ruim driekwart (78%) van de transacties op Euronext Amsterdam gaat via dergelijke algoritmes. Onbeheerste handelsalgoritmes kunnen een gevaar zijn voor de stabiliteit van kapitaalmarkten. Dit werd geïllustreerd door de zogenaamde *flash crash* die op 6 mei 2010 in de Verenigde Staten plaatsvond, waarbij de Dow Jones Index een extreme, moeilijk verklaarbare schommeling liet zien. De AFM wil dat instellingen zich bewust zijn van de risico's en mogelijke gevolgen van incidenten bij de handel via algoritmes. Om mogelijke marktverstoringen te voorkomen, is het belangrijk dat handelsondernemingen de algoritmes voor ingebruikname grondig testen. Ook moeten handelspartijen en platformen die gebruikmaken van algoritmische handel in hun IT-strategie maatregelen opnemen tegen cyberaanvallen.²⁵

Door de toenemende digitalisering in de financiële sector neemt ook het risico op cybercrime toe. Cyberaanvallen zijn een groeiend probleem. Deze aanvallen vinden vaak plaats in de vorm van ransomware, waarbij bedrijven gedwongen worden om te betalen voor het weer toegankelijk maken van hun IT-infrastructuur, al dan niet gecombineerd met het stelen

van (vertrouwelijke) gegevens en chantage onder de bedreiging deze gegevens openbaar te maken. Ook financiële instellingen zijn het doelwit van cyberaanvallen. Deze kunnen in potentie leiden tot ontwijking van handels- en betaalsystemen en ook de diefstal van gevoelige informatie over klanten of over de financiële situatie van bedrijven kan grote gevolgen hebben. De coronacrisis heeft een extra impuls gegeven aan cyberdreigingen, doordat ook financiële instellingen op grote schaal en vaak onder hoge tijdsdruk vanuit huis moesten werken en daardoor afhankelijker werden van IT-systemen.

De trend naar uitbesteding van digitale bedrijfsprocessen maakt financiële instellingen kwetsbaarder voor verstoringen bij hun dienstverleners.

Ook in de financiële sector zien we dat digitale bedrijfsprocessen vaker worden uitgevoerd door derde partijen (zie eerder bij de toelichting over bigtechs). Enerzijds biedt dit kansen voor het verbeteren van de operationele bedrijfsvoering, omdat gespecialiseerde technologiebedrijven bepaalde taken als cybersecurity beter en goedkoper kunnen uitvoeren. Anderzijds kunnen er concentratierisico's ontstaan als een klein aantal dienstverleners werkt voor een groot aantal financiële instellingen. Hierdoor kan onder andere een cyberaanval bij één dienstverlener ervoor zorgen dat een groot aantal financiële instellingen wordt geraakt. Cybercriminelen proberen dan ook vaak toegang te krijgen tot de systemen van financiële instellingen door deze derde partijen als springplank te gebruiken.

De beveiliging van data en IT-infrastructuur tegen cyberaanvallen vergt een continue investering in weerbaarheid. Financiële instellingen en hun dienstverleners moeten kunnen aantonen dat zij hun informatiebeveiliging op orde hebben en moeten regelmatig hun cyberweerbaarheid testen. In 2016 heeft DNB samen met instellingen uit de financiële kerninfrastructuur het *Threat Intelligence Based Ethical Red Teaming* (TIBER) opgezet. In het TIBER-programma huren de deelnemende instellingen gespecialiseerde

²⁵ AFM. ['Algorithmic trading – governance and controls'](#), april 2021.



bedrijven in om op basis van de meest actuele dreigingsinformatie gecontroleerde aanvallen uit te voeren op de kritieke systemen van financiële instellingen. Uit deze testen is gebleken dat de cyberweerbaarheid van financiële instellingen over het algemeen hoog is. Desalniettemin geven de testen ook inzicht in de schade die cyberaanvallen in potentie kunnen aanrichten, waaronder het uitvallen van essentiële functies, verlies van (zeer) vertrouwelijke informatie, financiële verliezen of marktmanipulatie. Sinds dit jaar neemt de AFM deel aan het TIBER-programma en zal ook de AFM een aantal ondernemingen 'ethisch' laten hacken.

Digitalisering kan de inclusiviteit van de financiële sector onder druk zetten. Wanneer financiële diensten alleen nog in een online omgeving worden aangeboden, brengt dit het risico met zich mee dat bepaalde kwetsbare groepen achterblijven of worden uitgesloten van toegang tot deze diensten. Denk daarbij aan ouderen die mogelijk beperktere digitale vaardigheden hebben, of laaggeletterden, die in het bijzonder baat hebben bij fysiek klantcontact. In de inleiding van dit hoofdstuk kwam aan de orde dat de corona-lockdowns een versnelling in de overgang naar online dienstverlening hebben veroorzaakt en daarmee toegankelijkheid en inclusiviteit van de financiële sector als aandachtspunt verder op scherp zetten.

1.4 Internationalisering

Door brexit is Nederland een van de belangrijkste handelscentra voor aandelen in Europa geworden en worden er nieuwe producten verhandeld.

Als gevolg van brexit hebben zich veel nieuwe onder toezicht staande ondernemingen in Nederland gevestigd. Dit betreft vooral partijen die actief zijn op de kapitaalmarkten, zoals grote handelsplatformen, handelaren voor eigen rekening, benchmarkpartijen en investeringsmaatschappijen. Brexit leidde ook tot een stevige verschuiving van handel, met name in aandelen. In totaal vestigden zich zeven nieuwe grote handelsplatformen in Nederland vanwege brexit. Twee daarvan richten zich vooral op aandelenhandel (CBOE en Turquoise) en vier op obligatiehandel (Tradeweb, Bloomberg, MarketAxess, CME). Euronext Amsterdam, CBOE en Turquoise vertegenwoordigen nu ongeveer 30% van de Europese aandelenhandel (inclusief het Verenigd Koninkrijk). Voorheen waren Nederlandse platformen goed voor 5 tot 10%. In augustus 2021 was Amsterdam met een gemiddelde dagomzet van €8,32 miljard het grootste handelscentrum in Europa, vóór Londen met €7,63 miljard.²⁶ Mede door het toenemende internationale karakter van de Nederlandse aandelenplatformen worden ook andersoortige financiële producten verhandeld in Amsterdam. Voorbeelden hiervan zijn de opkomst van SPACs (*Special Purpose Acquisition Company*)²⁷ en de handel in derivaten, zoals de Europese CO₂-emissierechten en krediet- en valutaderivaten. Het ongestoord functioneren van deze handelsplatformen is van belang voor efficiënte handel en financiële stabiliteit. De AFM heeft vanwege het toenemend belang van Amsterdam als Europees handelscentrum haar activiteiten op dit gebied opgeschaald.

²⁶ Bloomberg, ['Amsterdam Is Back Ahead of London as Europe's Top Trading Hub'](#), September 2021.

²⁷ De opkomst van SPACs in Amsterdam wordt ook gedreven door *search for yield* van beleggers. Aangezien door het rendement van SPACs zijn beleggers bereid risico te nemen zonder op voorhand te weten in welk bedrijf wordt geïnvesteerd.



Particuliere beleggers zoeken buitenlandse aandelenmarkten op, waardoor zij ook vatbaar zijn voor internationale beleggingshypes. Waar voorheen vooral professionele en institutionele beleggers internationaal handelden, worden (kleine) retailbeleggers ook steeds actiever op de internationale kapitaalmarkten. Sociale media zorgen ervoor dat beleggingshypes snel worden verspreid over de hele wereld en dus ook Nederlandse beleggers beïnvloeden. Een gebeurtenis die deze trend illustreert is de participatie van Nederlandse retailbeleggers in de Amerikaanse beleggingshype die eind januari 2021 speelde rondom het aandeel van GameStop.²⁸ In Nederland stapten ongeveer 25.000 particuliere beleggers in. Vanwege de uitzonderlijke koersbewegingen beperkten verschillende Nederlandse beleggingsondernemingen destijds de handel in aandelen GameStop.²⁹ Hoewel de GameStop-casus wellicht als een *perfect storm* kan worden beschouwd, is de kans op herhaling niet ondenkbaar (al dan niet in andere markten en met andere financiële instrumenten). Er is namelijk sprake van een aantal onderliggende factoren met een structureel karakter. Denk hierbij aan de digitalisering (beleggen via apps) en daarmee gepaard gaande laagdrempelige toegang voor kleine beleggers en de al genoemde invloed van sociale media.

Internationalisering is ook te zien op de financiële dienstverleningsmarkt. De groeiende interne marktwerking binnen de Europese Economische Ruimte ondersteunt het toenemende internationale karakter van de financiële dienstverleningsmarkt. Het aantal buitenlandse financiële

dienstverleners dat via een Europees paspoort zijn diensten aanbiedt in Nederland neemt gestaag toe. Per saldo levert toename van het aanbod en de diversiteit aan aanbieders winst op voor klanten en de maatschappij. Er zijn echter ook malafide buitenlandse beleggingsplatformen die risicovolle beleggingen aanbieden. Deze aanbieders spiegelen op misleidende wijze hoge rendementen voor, terwijl zij er in werkelijkheid geen belang bij hebben dat hun klanten daadwerkelijk geld verdienen. Het gaat vooral om beleggingen in CfD's (*Contracts for Difference*)³⁰. Het aantal meldingen dat de AFM ontving over buitenlandse beleggingspartijen die CfD's aanbieden is gestegen van 29 in 2018, naar 156 in 2019 tot 260 in 2020.³¹

Er is een toename van grensoverschrijdend opererende online brokers met een verdienmodel gebaseerd op *payment for orderflow* (PFOF) en dit werkt mogelijk in het nadeel van de klant.

PFOF, vaak in gebruik bij zogenoemde *zero-commission*-brokers, is de praktijk waarbij een beleggingsonderneming een provisie ontvangt in ruil voor het doorsturen van de orders van hun klanten naar die provisiebetalende partij(en). PFOF zorgt voor de onwenselijke prikkel bij de broker om de partij te selecteren die de hoogste vergoeding betaalt, in plaats van de partij die de orders van de beleggers het beste kan uitvoeren. De AFM ziet, net als ESMA³², het risico dat klanten bij PFOF-brokers structureel benadeeld worden met betrekking tot de orderuitvoering, doordat de broker mogelijk niet voor de handelsplaatsen gaat met de beste koersen en laagste orderuitvoeringskosten.

²⁸ Toelichting op GameStop-casus: op een internetbeleggingsforum (WallStreetBets) riepen retailbeleggers elkaar op om aandelen GameStop te kopen om zo grote hedgefondsen uit de markt te drukken die een short-positie op het aandeel van de computerspellenketen hadden ingenomen. Deze opzet slaagde, in de zin dat het aandeel inderdaad een koerssprong maakte en sommige hedgefondsen met grote verliezen te kampen hadden. De sterke koersschokken in het aandeel GameStop die volgden leidden echter ook tot verliezen van kleine beleggers die laat instapten en tot hoge margeverplichtingen bij kleine beleggers die in derivaten handelden.

²⁹ AFM. '[Geen onwettigheden, wel meer transparantie gewenst bij handelsbeperkende maatregelen beleggingsondernemingen](#)', maart 2021.

³⁰ Een CfD (*Contract for Difference*) is een onderhandse overeenkomst waarbij je afspreekt om het verschil te verrekenen tussen de actuele prijs van bijvoorbeeld aandelen, valuta's of grondstoffen, en de prijs op het moment dat het contract is afgesloten. CfD's kunnen een zeer hoog risiconiveau hebben. Dat is het geval als je met een zogeheten hefboom speculeert. Die zorgt ervoor dat je met meer geld kan handelen dan je inlegt; je speculeert feitelijk met geleend geld. Dat verhoogt het risico. Bovendien kan de hefboom ertoe leiden dat je meer dan je inleg verliest en een restschuld aan de aanbieder moet aflossen. In Nederland gelden sinds 2019 beperkingen aan het op de markt brengen van CfD's aan niet-professionele cliënten.

³¹ AFM. '[Signalenmonitor tweede helft 2020](#)' maart 2021.

³² ESMA. '[ESMA warns firms and investors about risks arising from payment for order flow](#)', juli 2021.



1.5 Verduurzaming

Klimaatdoelstellingen bepalen de komende decennia in belangrijke mate de maatschappelijke agenda. Het in augustus verschenen zesde klimaatrapport³³ van het VN-klimaatpanel IPCC (*Intergovernmental Panel on Climate Change*) onderstreept de omvang van de klimaatproblematiek en zet het probleem nog steviger op de politiek-maatschappelijke agenda. Het rapport geeft een harde waarschuwing af dat het in het klimaatakkoord van Parijs afgesproken doel om de temperatuur niet verder te laten stijgen dan anderhalve graad, waarschijnlijk al in 2030 niet meer haalbaar is. De urgentie klinkt door in de ambitie van de EU om met de *Green Deal* in 2050 klimaatneutraal te zijn. Ook voor het te formeren nieuwe Nederlandse kabinet zal het behalen van de (internationale) klimaatdoelen een belangrijk uitgangspunt zijn voor het meerjarig beleid. De financiële sector ziet ook de noodzaak tot handelen, zo heeft de sector zich gecommitteerd aan het nationale klimaatakkoord. Deze toezegging moet zich in 2022 vertalen in concrete actieplannen.³⁴ Overigens passen de klimaatdoelen in een breder streven om onze samenleving te verduurzamen. Daarbij gaat het dan niet alleen om klimaat- en milieudoelstellingen (*Environment*), maar ook om sociale doelstellingen (*Social*) en doelstellingen op het gebied van goed bestuur (*Governance*), gezamenlijk aangeduid als ESG.

Klimaatrisico's stellen de samenleving voor ingrijpende keuzes met verstrekkende gevolgen voor onze economie. De inspanningen om de CO₂-intensiteit van onze economie te verkleinen, zullen gepaard gaan met het verleggen van investeringsstromen (waardoor er *stranded assets*

ontstaan), nadelige effecten op onze welvaart en omvangrijke druk op de overheidsfinanciën³⁵. Aan de andere kant geldt dat als we onvoldoende radicaal ingrijpen, we ons zullen moeten voorbereiden op een toekomst waarin klimaat-gerelateerde natuurrampen vaker voorkomen, met grote economische schade tot gevolg (zie ook tabel 1 in box 2).³⁶

Adequate beprijzing van CO₂-uitstoot is cruciaal voor de businesscase van groene investeringen. De verduurzaming van de economie gaat gepaard met een grote financieringsbehoefte. Alleen al in de energiesector is wereldwijd naar schatting jaarlijks tussen de €1600 en 3800 miljard nodig om het 1,5°C-doel uit het Parijsakkoord te halen. Het grootste deel van deze klimaatinvesteringen zal moeten worden gedaan door private partijen. De financiële prikkels hiervoor zijn nu echter nog vaak onvoldoende, vooral doordat een adequate beprijzing van uitstoot nog ontbreekt.³⁷ Voorstellen voor een betere beprijzing van uitstoot spelen dan ook een belangrijke rol in de Europese Green Deal.³⁸ Ook de AFM speelt een rol als het gaat om de beprijzing van uitstoot. Per 7 juni 2021 is de (secundaire) markt voor CO₂-emissierechten (ICE Endex) van Londen naar Amsterdam verhuisd en staat daarmee onder AFM-toezicht. Op deze markt wordt voor €1 miljard per dag aan CO₂-emissierechten verhandeld. Vanuit die nieuwe verantwoordelijk kan de AFM bijdragen aan een juiste prijsvorming voor CO₂, door te borgen dat de handel in emissierechten op integere wijze plaatsvindt, op een robuust platform met gedisciplineerd handelende spelers, en waarbij de datarapportage van hoge kwaliteit is.

³³ IPCC. '[Sixth Assessment Report](#)', augustus 2021.

³⁴ Klimaatakkoord.nl. '[Commitment van de financiële sector](#)', juli 2019.

³⁵ PIIE. '[Policy Brief 21-20: Climate policy is macroeconomic policy, and the implications will be significant](#)', augustus 2021.

³⁶ Europese Commissie. '[Climate change impacts and adaptation in Europe; JRC PESETA IV final report](#)', 2020.

³⁷ DNB. '[De financiering van transitie](#)', 2021.

³⁸ De Europese Commissie wil onder meer het aantal sectoren dat via het Europese emissiehandelssysteem (ETS) moet betalen voor CO₂-uitstootrechten uitbreiden. Ook moeten er minder uitstootrechten uitgegeven, zodat deze schaarser en dus duurder worden.



Duurzaamheidsrisico's stellen financiële instellingen voor grote uitdagingen. Klimaatverandering brengt zowel fysieke als transitierisico's voor de sector met zich mee. Fysieke risico's hebben betrekking op een toenemende kans op natuurrampen, zoals overstromingen en bosbranden. Dit hebben we deze zomer in Europa aan den lijve ondervonden. De toenemende schade als gevolg van natuurrampen werpt belangrijke vraagstukken op, in het bijzonder voor de verzekeringssector. Het kan bijvoorbeeld leiden tot aanpassingen in dekkingen en premies, met als keerzijde dat voor consumenten en bedrijven sommige vormen van klimaatschade onverzekerbaar dreigen te worden (box 2). Daarnaast bestaan er transitierisico's: veranderende regelgeving of voorkeuren van beleggers kunnen ervoor zorgen dat CO₂-intensieve bedrijven snel in waarde dalen. Voor de financiële stabiliteit is het van belang dat zulke risico's goed worden geprijsd en niet worden onderschat, bijvoorbeeld in de waarderingen van fossiele energie-activiteiten.³⁹ Financiële instellingen staan voor de uitdaging om in hun eigen besluitvormingsprocessen, beleid en investeringen duurzaamheidsrisico's adequaat te prijzen en/of in hun beleggingsmix mee te nemen, en hier transparant over te rapporteren (zie verderop in deze paragraaf).

Box 2 Verzekeraarbaarheid van klimaatgerelateerde schade
Klimaatverandering zal waarschijnlijk leiden tot een toename in de frequentie en omvang van natuurrampen. Deze rampen hebben een grote economische impact. Die impact bestaat zowel uit de directe, initiële schade aan bijvoorbeeld huizen, infrastructuur en gewassen, als uit de verloren gegane economische output in de maanden of jaren die nodig zijn voor herstel.⁴⁰ Zonder mitigerende of aanpassingsmaatregelen kan de jaarlijkse schadelast bij een scenario van 1,5 graad opwarming in 2050 naar schatting dubbel zo groot zijn (tabel 1).

Tabel 1. Verwachte jaarlijkse schade in EU en VK van klimaatgerelateerde rampen zonder mitigerende of aanpassingsmaatregelen (in miljoenen €).

EU en VK	Basiswaarde (1981-2010)	2050	
		1.5°C opwarming	2°C opwarming
Storm	4.594	6.829	6.913
Droogte	9.048	12.354	15.475
Overstroming (rivieren)	7.809	15.609	21.268
Overstromingen (zee)	1.400	10.900	14.100
Totaal	22.851	45.692	57.756

Bron: EIOPA⁴¹

³⁹ Zie voor toelichting bijvoorbeeld: BIS. [‘The green swan – Central banking and financial stability in the age of climate change’](#), 2020.

⁴⁰ EIOPA. [‘Climate change, catastrophes and the macroeconomic benefits of insurance’](#), 2021.

⁴¹ EIOPA. [‘Climate change, catastrophes and the macroeconomic benefits of insurance’](#), 2021.



Verzekeringen kunnen een belangrijke rol spelen in het mitigeren van de economische impact van de toenemende risico's op schade. Schattingen van EIOPA laten zien dat er op dit moment een aanzienlijke *gap* zit in de mate waarin verzekeringen dekking bieden voor natuurrampen. Slechts 56% van de schadelast veroorzaakt door meteorologische gebeurtenissen (bijv. orkanen en windhozen) is op dit moment in Europa gedekt. Voor hydrologische gebeurtenissen (bijv. overstromingen en landverschuivingen) is de dekking nog lager, 28%, en voor klimatologische gebeurtenissen (bijv. extreme hitte, droogte en bosbranden) is deze zelfs maar 7%. Voor Nederland laat de EIOPA-analyse in het bijzonder een gat zien tussen het risico op oversstromingsschade en de dekking daarvan door verzekeringen.⁴²

Voor zover schade door natuurrampen gedekt is, zullen verzekeraars zich steeds meer bewust worden van de toenemende schaderisico's die zij lopen als gevolg van klimaatverandering.

Om de stijgende schadelast te compenseren, zullen verzekeraars logischerwijs de premies moeten verhogen of de dekking voor deze schades moeten verminderen. De AFM heeft onderzocht in hoeverre de dekking van verzekeringsproducten op dit moment al gewijzigd wordt onder invloed van klimaatverandering.⁴³ Uit het onderzoek blijkt dat de wijzigingen in voorwaarden naar aanleiding van de toename van klimaatgerelateerde schades voornamelijk beperkt zijn.

Voor een deel van de klimaatgerelateerde schade is sprake van onverzekerbaarheid. Dit is in lijn met het beeld van de eerdergenoemde EIOPA-cijfers. Het AFM-onderzoek laat zien dat verzakking (funderingsschade) en instorting op opstalverzekeringen

niet verzekeraar zijn, terwijl schade door grondwater op de opstalverzekering nog maar door een enkele verzekeraar wordt gedekt. Schade veroorzaakt door overstroming anders dan uitsluitend ontstaan door lokale neerslag, is zowel op de opstal- als inboedelverzekering nauwelijks verzekeraar. Een overstroming door het falen van een primaire waterkering (het gaat dan om keringen langs grofweg de Noordzee, Maas, Rijn en alle vertakkingen) is zelfs volledig onverzekerbaar. Dit zijn allemaal vormen van schade die door klimaatverandering een grotere kans hebben om te gebeuren, en deze schades kunnen een grote schadelast met zich meebrengen voor consumenten (voor funderingsschade blijkt dat mogelijk 800.000 tot 1 miljoen huizen hiermee te maken krijgen met kosten die gemiddeld €64.000 per huis kunnen bedragen⁴⁴).

Het is de vraag of de consument zich er voldoende van bewust is dat bepaalde klimaatgerelateerde risico's nu al niet verzekerd zijn, en dat de schadelast door klimaatverandering in de toekomst zal toenemen. Dit kan ertoe leiden dat een consument zich onterecht goed beschermd acht ten opzichte van risico's die samenvallen met klimaatverandering en daardoor bijvoorbeeld minder investeert in preventiemaatregelen of een te groot beslag legt op zijn of haar leencapaciteit, waardoor er na een onverwachte schade geen ruimte meer is om herstel te financieren.

Dit roept vervolgens de vraag op hoe de groeiende schadelast kan worden geadresseerd. De overheid en de sector moeten hier gezamenlijk naar een oplossing zoeken. Er zijn verschillende oplossingsrichtingen denkbaar. Een van de mogelijkheden is het

⁴² Schattingen gebaseerd op '[EIOPA pilot dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes](#)' in: EIOPA, '[Climate change, catastrophes and the macroeconomic benefits of insurance](#)', 2021.

⁴³ AFM, '[De invloed van klimaatverandering op schadeverzekering](#)', oktober 2021.

⁴⁴ Ecorys, '[Economische schade door droogte in 2018](#)', november 2019.



nader specificeren van de rol van de wettelijke mogelijkheden tot een tegemoetkoming vanuit de overheid in het adresseren van de schadelast. Een andere mogelijkheid is dat dekking van schade (of deelname aan een verzekering) verplicht wordt, zoals dat in andere landen voor overstromingsverzekeringen het geval is. Tot slot kan een internationale herverzekering wellicht een rol spelen bij het verzekeren van de schadelast. Het is in ieder geval van belang dat de overheid en de sector gezamenlijk bekijken wie welke schade dekt of niet dekt en dat dit duidelijk is voor consumenten.

De maatschappelijke druk op financiële instellingen om te verduurzamen neemt toe. Met financieringen en beleggingen maakt de financiële sector economische activiteiten mogelijk. De financiële sector bepaalt dus mede hoe snel de transitie naar een duurzame economie gemaakt kan worden. Dit kan langs verschillende kanalen. Het eerste kanaal betreft het fundamenteel verleggen van investeringsstromen. Dat wil zeggen dat een fonds of grotere belegger alleen nog investeert in bedrijven met goede duurzaamheidsprestaties en (bijvoorbeeld) CO₂-intensieve bedrijven uitsluit van financiering. Een ander kanaal is het *engagement*-kanaal. Dat houdt in dat een belegger juist belegt in ondernemingen waar hij kansen ziet om de duurzame prestaties te verbeteren. Door middel van activistisch aandeelhouderschap wordt de onderneming richting een duurzamere bedrijfsvoering bewogen. Mede ingegeven door verduurzamingswensen van hun deelnemers lijken pensioenfondsen steeds vaker te kiezen voor een uitsluitingsstrategie.⁴⁵ Daarnaast speelt de ontwikkeling dat maatschappelijke

organisaties het realiseren van klimaatdoelen door de overheid en ondernemingen via de rechter proberen af te dwingen. In een zaak tegen Shell, aanhangig gemaakt door Milieudefensie, heeft de rechter geoordeeld dat ook bedrijven een eigenstandige verantwoordelijkheid kunnen hebben om bij te dragen aan de klimaatdoelstellingen. In de uitspraak staat dat Shell verplicht is via zijn concernbeleid eind 2030 de CO₂-uitstoot van de Shell-groep, zijn toeleveranciers en afnemers terug te brengen met netto 45% ten opzichte van het niveau van 2019. Shell heeft aangekondigd in beroep te gaan tegen de uitspraak.

De instroom van kapitaal in duurzame beleggingen groeit snel. Gedreven door de toegenomen maatschappelijke aandacht voor duurzaamheid in de samenleving groeit de markt voor duurzame beleggingen sterk. Het in ESG-fondsen belegd vermogen steeg in de EU in de eerste helft van 2021 met 20% tot een totaal van €1,5 biljoen. De netto-instroom van kapitaal in ESG-aandelenfondsen was in diezelfde periode met €71 miljard groter dan de €69 miljard die instroomde in fondsen zonder ESG-kenmerken. De EU-markt voor duurzame obligaties maakte ook een sterke groei door in de eerste helft van 2021 (+41 %) tot een totale marktwaarde van €888 miljard. Groene obligaties vormen binnen deze markt de grootste categorie (€581 miljard van het totaal van €888 miljard).⁴⁶ Europa is wereldwijd de grootste markt voor groene obligaties, met een aandeel van meer dan 53% in de wereldwijde marktomvang.⁴⁷ De grote populariteit van duurzame beleggingen gaat gepaard met hoge waarderingen van deze beleggingen. De *Bank for International Settlements* (BIS) heeft onlangs de zorg geuit dat met de snel stijgende waarderingen ook het risico op bubbelvorming toeneemt.⁴⁸

⁴⁵ Een illustratie is de beslissing van pensioenfonds PME om als eerste van de grote pensioenfondsen niet meer te beleggen in de olie- en gasindustrie ten faveure van beleggingen in hernieuwbare energie.

⁴⁶ Bij het uitgeven van groene obligaties kan een prikkel uitgaan van de zogenoemde *greenium*, het fenomeen dat de couponrente voor groene obligaties gemiddeld lager is dan voor reguliere obligaties. (Zie bijvoorbeeld: [Löffler et al.](#), 2021., Eurasian Economic Review 11, 2021).

⁴⁷ ESMA, '[Report on trends, Risks and Vulnerabilities](#)', september 2021.

⁴⁸ BIS, '[Quarterly Review](#)', september 2021.



Nieuwe regelgeving moet leiden tot betere informatie over de duurzaamheidsprestaties van financiële producten. Zonder betrouwbare, vergelijkbare informatie ontstaat een risico op greenwashing, oftewel het oneigenlijk plakken van het predicaat 'duurzaam' op producten. Goede duurzaamheidsinformatie is ook onontbeerlijk voor het beprijzen van duurzaamheidsrisico's en daarmee voor het beperken van duurzaamheidsrisico's voor de economie en het financiële stelsel. Daarom is veel nieuwe (Europese) wetgeving op komst die eisen stelt aan de informatieverstrekking rondom duurzame financiële producten. De routekaart hiervoor vormt de *Sustainable Finance Strategy* van de Europese Commissie. Deze strategie⁴⁹ is in juli 2021 gepubliceerd en bouwt voort op het in 2018 gelanceerde *EU Action Plan for Financing Sustainable Growth*. De nieuwe regelgeving heeft onder meer betrekking op informatieverschaffing door financiële instellingen (de al in werking getreden SFDR-richtlijn), een gezamenlijke 'taxonomie' die inzichtelijk maakt welke activiteiten als duurzaam worden geclassificeerd en regels voor duurzame benchmarks. Daarnaast worden ook in bestaande regelingen, zoals MiFID II, UCITS en AIFMD, aanpassingen gedaan met betrekking tot duurzaamheidsverplichtingen in de financiële dienstverlening. Ook zet de Europese Commissie met de herziening van de *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD) in op verdere aanscherping van de niet-financiële rapportageverplichtingen voor verzekeraars, banken en beursgenoteerde ondernemingen. Het voorstel voor nieuwe regelgeving op dit terrein, het *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) proposal* is in april 2021 gepubliceerd⁵⁰. In de beleidsvisie 'AFM en duurzaamheid' is tegen de achtergrond van de nieuwe regelgeving op hoofdlijnen uiteengezet wat de AFM verwacht van marktpartijen.⁵¹ Toezicht op informatieverstrekking is daarbij het centrale aanknopingspunt en een belangrijk aandachtspunt is hoe en door wie op deze informatie assurance wordt gegeven.

Mede omdat standaarden nog in ontwikkeling zijn, spelen ESG-ratings een belangrijke rol in duurzame investeringskeuzes. Een ESG-rating geeft informatie over de prestaties van een onderneming op het gebied van milieu (*environment*), sociaal beleid (*social*) en goed bestuur (*governance*). De rating wordt door zogenoemde *rating agencies* samengesteld op basis van een combinatie van publiek beschikbare informatie, enquêtes en een beoordeling door analisten. Beleggingsfondsen met een duurzaamheidsoogmerk zijn doorgaans gebaseerd op ESG-ratings, bijvoorbeeld door een fonds of index samen te stellen met de ondernemingen met de beste ESG-score binnen een sector. De kwaliteit en betrouwbaarheid van deze duurzaamheidsratings is daarom cruciaal. In de praktijk zien we dat er een verscheidenheid aan methoden is die voor het opstellen van duurzame beoordelingen worden gebruikt, bovendien op basis van duurzaamheidsdata die niet altijd consistent, vergelijkbaar en betrouwbaar zijn. Daarom is meer transparantie noodzakelijk over de totstandkoming van ESG-ratings en andere duurzaamheidsdata. In een gezamenlijk *position paper* doen de AFM en haar Franse evenknie AMF een aantal voorstellen om dit op Europees niveau wettelijk te regelen.⁵²

Het risico op greenwashing heeft de aandacht van toezichthouders. Met de snelle opkomst van duurzaam beleggen kan ook het risico op greenwashing in omvang groeien. Het gaat er dan om dat financiële instellingen verwachtingen wekken het geld van klanten duurzaam te beleggen, terwijl de daadwerkelijke impact op bijvoorbeeld CO₂-uitstoot in de praktijk gering is. Dergelijke greenwashing is een toenemende zorg voor toezichthouders. Eind augustus werd bijvoorbeeld bekend dat zowel de Amerikaanse toezichthouder SEC en Duitse toezichthouder BaFin mogelijke illegale praktijken rond duurzaamheidsclaims bij DWS, de vermogensbeheertak van Deutsche Bank onderzoeken. Ook de AFM heeft

⁴⁹ Europese Commissie. '[Strategy for financing the transition to a sustainable economy](#)', juli 2021.

⁵⁰ Europese Commissie. '[Voorstel CSRD](#)', april 2021.

⁵¹ AFM. '[Position paper AFM en duurzaamheid](#)', juni 2020.

⁵² AFM en AMF. '[Position Paper: Call for a European Regulation for the provision of ESG data, ratings, and related services](#)', December 2020.



aandacht voor correcte informatieverschaffing door vermogensbeheerders over duurzaamheidsrisico's en duurzaamheidskenmerken van fondsen (zie ook box 5 in hoofdstuk 2).⁵³

1.6 Integriteit

De beleggingsmarkt is vatbaar voor malafide gedrag waardoor consumenten aanzienlijke schade kunnen lijden. Dit komt door een combinatie van factoren. Een eerste factor is de *search for yield*, die in combinatie met laagdrempelige toegang door toegenomen digitalisering eraan bijdraagt dat veelal onervaren doelgroepen makkelijker te bereiken en te verleiden zijn. Een tweede factor vormen de opkomende finfluencers, die (soms illegale en niet-integere) beleggingsaanbevelingen, -aanbiedingen en -trainingen op social media geven. Een derde factor is dat malafide aanbieders bewust een lager gereguleerde omgeving (in het buitenland) gebruiken om ten koste van beleggers geld te verdienen. Daarbij gefaciliteerd door digitale platformen en social media die het gemakkelijk maken om over landsgrenzen heen nieuwe doelgroepen met weinig beleggingservaring te bereiken (zie ook paragraaf 1.4). Het gaat hier in veel gevallen om beleggingen met zeer grote risico's, die de aanbieder niet of nauwelijks benoemt. Bovendien houden zij er regelmatig agressieve handelswijzen op na. Het AFM-integriteitstoezicht op dit deel van de beleggingsmarkt bestaat naast handhavingstrajecten uit publieke waarschuwingcampagnes, waarmee onder meer bewustzijn wordt gecreëerd over de handelswijze van dubieuze partijen. De AFM kan niet in alle gevallen zelf handhavend optreden tegen buitenlandse ondernemingen die in Nederland actief zijn op basis van een Europees paspoort. Wel kan bij ontvangen signalen over een dergelijke onderneming onderzoek volgen. Afhankelijk van de verleende dienst

of activiteit en het type overtredingen zal de AFM in voorkomend geval bezien of zij zelf handhavend kan optreden of dat zij (een vermoeden van) een overtreding onder de aandacht brengt van een andere bevoegde toezichthouder.

Witwassen tast de integriteit van het financieel-economisch stelsel aan en raakt aan de bredere maatschappelijke problematiek van ondermijning.

Ondermijning verwijst naar allerlei vormen van criminaliteit die de grens tussen de bovenwereld, waaronder de financiële sector, en de onderwereld doen vervagen. Veel illegale activiteiten zijn niet uit te voeren zonder gebruik te maken van legale diensten zoals transport, opslag, vergunningen, huisvesting, maar ook van financiële diensten. Die financiële diensten hebben vaak betrekking op het verhullen van de criminele herkomst van opbrengsten: witwassen. Witwassen stelt criminelen onder andere in staat om illegale inkomsten te gebruiken voor de financiering van nieuwe criminele activiteiten. Ook biedt het de mogelijkheid om met crimineel vergaard vermogen posities te verwerven in bonafide ondernemingen.⁵⁴ Tot slot tast het faciliteren van witwassen de integriteit van het financieel-economisch stelsel aan: het vertrouwen in de financiële sector kan worden beschadigd als financiële ondernemingen bewust of onbewust bij malafide activiteiten betrokken zijn.

Financiële instellingen fungeren als poortwachter. Financiële ondernemingen hebben een belangrijke functie in het voorkomen van witwassen, terrorismefinanciering en andere financieel-economische criminaliteit. Zij vervullen een poortwachtersfunctie om te voorkomen dat criminelen illegaal verkregen vermogen in het financiële stelsel brengen of het financiële stelsel gebruiken voor het verrichten van illegale activiteiten. Voor deze poortwachters, zoals accountantskantoren, is een voldoende beheersing van integriteitsrisico's belangrijk om te voorkomen

⁵³ AFM, ['Beleggingsfondsen kunnen beleggers beter informeren over duurzaamheid'](#), september 2021.

⁵⁴ Kamerbrief, ['3e voortgangsrapportage plan van aanpak witwassen'](#), december 2020.



dat ze betrokken raken bij crimineel gedrag, zoals (fiscale) fraude of corruptie. Gezien deze poortwachters- en controlerol is het belangrijk dat ondertoezichtstaande ondernemingen in Nederland en Caribisch Nederland voldoen aan relevante wet- en regelgeving⁵⁵. De AFM houdt hier toezicht op.

Bestrijding van witwassen staat in de maatschappelijke aandacht.

Witwasschandalen bij ING en bij banken elders in Europa (bijvoorbeeld Danske Bank), en ook het recent aangekondigde strafrechtelijk onderzoek bij ABN AMRO, maken de aanwezigheid van witwassen in het financiële stelsel voor een breed publiek zichtbaar. Mede door dergelijke gebeurtenissen staat de bestrijding van witwassen en andere vormen van financieel-economische criminaliteit prominent op de politieke agenda. Ook de AFM heeft het toezicht om het gebruik van de financiële sector voor criminele doeleinden tegen te gaan de afgelopen jaren geïntensiveerd en dat blijft een aandachtspunt.

1.7 Toezichtlandschap

Het toezicht ontwikkelt zich binnen een beweging naar 'meer overheid'.

In vrijwel het gehele politieke spectrum wordt gepleit voor een sterkere rol van de staat ten opzichte van de markt ('minder markt en meer overheid'). Concreet vertaalt dit zich bijvoorbeeld in de roep om een hoger minimumloon en een versterking van de positie van flexwerkers. Ook moet de overheid nadrukkelijk het voortouw nemen in de transitie naar een duurzame economie, om zo de klimaatcrisis af te wenden, en bij het oplossen van het tekort aan betaalbare woningen. De toenemende publieke verwachtingen ten aanzien van het oplossen van maatschappelijke problemen door een actieve overheid vertalen zich mogelijk door naar soortgelijke verwachtingen over het gewenste gedrag van partijen in de financiële sector en de doortastendheid waarmee toezichthouders misstanden moeten aanpakken.

Toezicht op accountantsorganisaties

De accountancysector en het toezicht zitten middenin een veranderingsproces.

In meerdere rapporten, waaronder van de AFM zelf, is geconstateerd dat de accountancysector te maken heeft met negatieve prikkels die een belemmering vormen voor de borging van een hoge kwaliteit van wettelijke controles.⁵⁶ Daarom zijn diverse aanbevelingen gedaan om de sector te hervormen. Een deel van deze aanbevelingen is omgezet in een wetgevingsvoorstel dat in de zomer van 2021 is geconsulteerd. Ook de AFM is onderdeel van het veranderingsproces. De uitvoering van het toezicht op de ruim 260 niet-OOB accountantsorganisaties vindt per 1 januari 2022 bij de AFM plaats. De overdracht van de uitvoering van dit toezicht naar de AFM heeft een forse impact op de manier waarop de AFM haar toezicht op

⁵⁵ Het betreft de Wet op het financieel toezicht (Wft), Sanctiewet 1977 (Sw), de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme BES (Wwft BES). Op grond van de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta) voert de AFM ook integriteitstoezicht uit op accountantsorganisaties.

⁵⁶ Zie onder andere de rapporten van de [CTA \(2020\)](#), de [MCA \(2020\)](#) en [AFM \(2018\)](#).



de accountantsorganisaties inricht. Binnen de AFM worden momenteel veranderingen doorgevoerd om het toezicht hierop voor te bereiden.

Toezichtconsequenties nieuw pensioenstelsel

Het nieuwe pensioenstelsel en de daaruit voortkomende nieuwe toezichttaken hebben belangrijke consequenties voor het AFM-toezicht.

Op 22 juni 2020 is overeenstemming bereikt over de nadere uitwerking van het Pensioenakkoord. Hierna is het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) gestart met het opstellen van de nieuwe Pensioenwet. De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel is van ongekende omvang: het raakt het overgrote deel van de Nederlanders en een grote groep overheidsorganisaties en financiële instellingen. Voor de AFM betekent de stelselwijziging een uitbreiding van taken. In de nieuwe Pensioenwet staan bijvoorbeeld nieuwe taken voor de AFM op het terrein van toezicht op de vaststelling van de risicopreferentie van de deelnemerspopulatie en worden eisen geïntroduceerd op het gebied van keuzebegeleiding. Volgens de meest recente, door de minister gecommuniceerde, planning gaat de nieuwe pensioenwet uiterlijk 1 januari 2023 in en de transitieperiode loopt dan vermoedelijk tot 1 januari 2027. De transitie naar het nieuwe stelsel en de nieuwe taken hebben consequenties voor de expertise, inrichting en capaciteit van het AFM-toezicht. Om hierop tijdig in te kunnen spelen is de AFM per 1 maart 2021 gestart met de voorbereidingen op dit nieuwe toezicht.

Datagedreven toezicht en samenwerking rond dataprotectie

Het toezicht van de AFM wordt meer datagedreven en dit vraagt om nieuwe wetgeving. Het groeiende gebruik van data in de financiële sector zorgt voor snelle ontwikkelingen in de manier waarop instellingen werken. Instellingen beschikken over veel data en gebruiken deze data in hun bedieningsconcepten, bijvoorbeeld door op basis van data algoritmes op te stellen en artificial-intelligence-toepassingen te bouwen. Het toezicht van

de AFM moet meer datagedreven worden ingericht om beter aan te sluiten op de steeds meer digitaliserende financiële sector en de omvangrijke datapositie van financiële instellingen die daarmee gepaard gaat. De huidige wettelijke grondslag op basis waarvan de AFM informatie kan opvragen, stamt uit een tijd dat nog geen sprake was van verregaande digitalisering bij de instellingen. Deze wettelijke grondslag is niet voor alle AFM-toezichtgebieden afdoende om structureel data uit te vragen ten behoeve van datagedreven toezicht. In de Wetgevingsbrief 2021 aan de minister van Financiën vraagt de AFM hier aandacht voor met als doel haar datapositie te versterken.⁵⁷ Een aanpassing van toezichtwetgeving zal in elk geval samen moeten gaan met strikte waarborgen, zoals adequate gegevensbescherming en oog voor de regeldruk bij marktpartijen die deze data moeten aanleveren.

De toename in verwerking van financiële data vraagt versterking van de samenwerking tussen financiële en dataprotectie-toezichthouders.

Het genereren en verwerken van (persoonlijke) financiële data krijgen een steeds centralere rol in het bedrijfsmodel van financiële ondernemingen. Logischerwijs vloeit uit de toename van de opslag en verwerking van persoonlijke data in de financiële sector voort dat het financieel toezicht en het gegevensbeschermingstoezicht elkaar raken. De basis voor deze samenwerking is gelegd in de *Payment Services Directive II* (PSD2). De toekomstige beweging naar *open finance* zal de samenwerking nog belangrijker maken. Zowel in Europese als nationale regelgeving bestaat (behoudens PSD2) echter nog geen adequate grondslag om die nauwere samenwerking vorm te geven. De AFM zou er voorstander van zijn dat in de *open-finance*-initiatieven van de Europese Commissie een goede grondslag wordt gecreëerd voor het uitwisselen van vertrouwelijke informatie tussen financiële en dataprotectie-toezichthouders.

⁵⁷ AFM: [AFM Wetgevingsbrief 2021](#), maart 2021.



Internationalisering van toezicht

De Europese Commissie (EC) geeft met een groot aantal verordeningen en richtlijnen uitvoering aan een aantal prioriteiten op haar regelgevingsagenda.

Een aantal van deze prioriteiten heeft invloed op de financiële sector en het AFM-toezicht. De AFM zal de komende jaren te maken krijgen met nieuwe regelgeving op het gebied van digitalisering (zie paragraaf 1.3), verduurzaming (zie paragraaf 1.5), en integriteit. In reactie op enkele witwasschandalen (zie paragraaf 1.6) heeft de EC in juli 2021 een pakket aan maatregelen gepubliceerd om het versnipperde toezicht op witwassen en terrorismefinanciering te versterken.⁵⁸ Het pakket bevat onder meer een voorstel voor de oprichting van een EU-autoriteit ter bestrijding van witwassen. Verder wil de EC met de plannen voor de Kapitaalmarktenunie de kapitaalmarkten een impuls geven. Zij richt zich daarbij onder andere op meer transparantie van bedrijfsinformatie en het beter faciliteren van investeringen in *equity*-instrumenten.⁵⁹ De EC heeft verder aangekondigd in 2022 een *Retail Investment Strategy* te presenteren die, mede in het licht van digitalisering en de daarmee samenhangende toename in grensoverschrijdende dienstverlening, breed zal kijken naar de huidige beschermingsbepalingen in MiFID, PRIIPS, UCITS en de IDD. Onder andere via haar inbreng in organisaties als ESMA, EIOPA en EBA, behartigt de AFM actief de Nederlandse (toezicht)belangen in de Europese discussies over dit brede scala aan nieuwe regelgeving.

Markten worden steeds meer grensoverschrijdend en dit leidt tot meer Europese toezichtcoördinatie.

Dat geldt zowel op het terrein van de van oudsher al internationaal verweven kapitaalmarkten als voor financiële dienstverlening en consumentenmarkten. Enerzijds wordt dat gedreven door de mogelijkheden die digitalisering biedt. Anderzijds door steeds verdergaande harmonisatie van regelgeving.

Dat betekent dat toezichtproblemen en –oplossingen ook steeds meer grensoverschrijdend zijn. Het toezicht op de financiële markten is echter nog voornamelijk nationaal georganiseerd. Om grensoverschrijdende problemen beter gecoördineerd aan te pakken heeft de EU daarvoor binnen sectorale regelgeving mechanismes ontwikkeld waarin bevoegdheden tussen nationale toezichthouders (de ‘*home*’ toezichthouder als vergunningverlener en de ‘*host*’ toezichthouder in het land waar een product of dienst worden aangeboden) worden verdeeld. Het gevolg hiervan is dat er een steeds grotere Europese invloed komt op de prioriteiten van nationale toezichthouders.

Brexit verandert de Nederlands kapitaalmarktinfrastructuur en dit vertaalt zich in de inzet van de AFM in Europese beleidsdiscussies.

Door brexit heeft er een her-allocatie plaatsgevonden van partijen die voorheen over een vergunning in het Verenigd Koninkrijk beschikten. Vooral handelsplatformen hebben zich in Nederland gevestigd. Nieuwe wet- en regelgeving moet oog hebben voor de specifieke kenmerken van de door brexit veranderde Nederlandse kapitaalmarktinfrastructuur. Binnen de EU hebben weinig landen een vergelijkbare marktstructuur. Dit vertaalt zich in een proactieve opstelling van de AFM om de Nederlandse visie tijdig in te brengen in Europese discussies over kapitaalmarkten. Dat doet de AFM in samenwerking met het ministerie van Financiën, DNB en waar opportuun marktpartijen.

⁵⁸ Europese Commissie, https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_21_3690.

⁵⁹ Voor meer transparantie van bedrijfsinformatie en het beter faciliteren van investeringen in *equity* (eigenvermogen-instrumenten) kijkt de EC onder andere naar de beursregels, lange-termijn beleggingsfondsen (ELTIFs) en het prudentiële kader voor verzekeraars (Solvency II) en banken (Bazel 3 en *securitisation*).

02

Risicokaarten



De AFM is een risicogestuurde toezichthouder. Risico's staan centraal in ons denken en doen. Met een risico bedoelen we een set ontwikkelingen, omstandigheden en gedragingen in de markt die tot een ongewenste uitkomst kan leiden. Dat wil zeggen, die afbreuk of schade kan doen aan onze missie. Risicogestuurd toezicht is één van de manieren, naast het toezicht aan de poort en het doorlopende toezicht, waarop de AFM haar toezicht heeft georganiseerd.

Deze editie van Trendzicht introduceert risicokaarten voor de vier AFM-toezichtgebieden. De risicokaarten zijn een middel waarmee de ontwikkelingen in de externe omgeving van de AFM worden vertaald naar concrete toezichtrisico's. De risicokaarten geven daarmee een overzicht van belangrijke risico's per toezichtgebied. De concrete implicaties van de risico's





voor de toezichtactiviteiten van de AFM worden uitgewerkt in de Agenda 2022. De Agenda 2022 gaat ook verder in op het doorlopende toezicht en het toezicht aan de poort.

De risicokaarten zijn een momentopname en hebben niet de intentie een volledig overzicht van alle risico's te bieden. Ze geven de risico's weer zoals de AFM die nu ziet, maar deze zullen vanzelfsprekend evolueren, omdat de omgeving waarin de financiële sector en de AFM opereren continu in beweging is. Ontwikkelingen uit de omgevingsanalyse (hoofdstuk 1) zoals verduurzaming, toenemende uitbesteding in de context van digitalisering, groeiende cybercriminaliteit en zorgen over privacy en integriteit, zijn als risicodrijvers voor alle toezichtgebieden hoogst relevant. Desondanks komen deze niet als vanzelfsprekend in elke risicokaart terug. Dit houdt verband met de keuze om risico's die met deze ontwikkelingen verband houden alleen expliciet te benoemen bij die toezichtgebieden waar deze tot de grootste risico's leiden.

In de risicobeschrijvingen komen de verschillende elementen van het risico – ontwikkelingen, oorzaken en ongewenste uitkomsten – samen.

Ieder risico wordt ook nog met een samenvattend trefwoord aangeduid. In aparte kolommen worden de 'drijvers' en het 'belang' van het risico geduid:

- Drijvers raken aan de voornaamste ontwikkelingen en oorzaken. Hiermee wordt een koppeling gelegd met de trends van hoofdstuk 1.
- Belang duidt de omvang van het risico. Er worden vier niveaus onderscheiden: zeer hoog (●), hoog (●), verhoogd (●) en laag (●). De richting van de pijl geeft de verwachting aan dat het risico toeneemt (↗), gelijk blijft (→) of afneemt (↘).

Per toezichtgebied wordt steeds één specifiek risico uitgelicht in een aparte box.

Veel van de beschreven ontwikkelingen kunnen juist ook tot gewenste uitkomsten leiden. De risicokaarten zijn gericht op ongewenste uitkomsten. Als toezichthouder zijn wij daar van nature het meest op gespist. Dit neemt niet weg dat veel van de beschreven ontwikkelingen in beginsel ook juist tot gewenste uitkomsten leiden. De pensioentransitie heeft als doel om tot een meer toekomstbestendig pensioenstelsel te komen, met meer ruimte voor persoonlijke wensen. Door digitalisering wordt het eenvoudiger en sneller om financiële zaken af te handelen. Door meer te beleggen, vergroten huishoudens in principe de kans dat zij op langere termijn een groter financieel vermogen opbouwen. Door toevoeging van niet-financiële informatie in jaarverslagen en ESG-indicatoren in prospectussen stijgt het inzicht dat aan deze documenten kan worden ontleend. We zijn ons daarvan bewust en proberen in onze toezichtaanpak altijd te voorkomen dat de positieve elementen van een ontwikkeling niet onnodig ondersneeuwen in het streven de negatieve kanten aan te pakken.



2.1 Risicokaart Financiële dienstverlening

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

De economie herstelt, maar onzekerheid voor huishoudens duurt voort.

Het financiële welzijn van huishoudens is nooit vanzelfsprekend, maar met het ondergaan van de coronapandemie en de steeds zichtbaardere gevolgen van klimaatverandering bevinden we ons op ongekend terrein. Deze economische en maatschappelijke onzekerheid heeft niet geleid tot neerwaartse prijscorrecties. Integendeel, de combinatie van lage rente en schaarste – de zoektocht naar rendement ‘*search for yield*’ en de krapte op de huizenmarkt – hebben bijgedragen aan prijsstijgingen van huizen, aandelenbeurzen en andere assets.

De lage rente werkt door op het financiële welzijn van huishoudens.

De lage rente drijft prijzen op, en daarmee de risico’s van bubbelvorming en overkreditering, en maakt pensioenen, (winstdelende) verzekeringen en sparen minder rendabel voor huishoudens. We vestigen aandacht op deze vijf onderwerpen. Pensioenen en kredietverlening hebben altijd prioriteit, gegeven de grote impact op het financiële welzijn van huishoudens en de ernst van het marktfalen (kennis- en informatieverschil en beperkt lerend vermogen). De aanstaande pensioentransitie en het leengedrag van huishoudens onderstrepen het aanhoudende belang van deze toezichtonderwerpen. De mogelijke bubbelvorming werkt direct (via beleggingen) en indirect (via pensioenen) door op het financiële welzijn van huishoudens. Een ander vraagstuk is hoe negatieve spaarrente doorwerkt

op het spaar- en beleggingsgedrag van huishoudens en het aanbod van alternatieven voor sparen door banken.

Eenvoudige toegang en bedieningsgemak hebben een prijs. Financiële keuzes hebben forse impact op huishoudens en weloverwogen keuzes moeten worden gemaakt. Dit vraagt om een kritische houding en reflectie. In de digitale omgeving wordt het steeds eenvoudiger om een frictieloze omgeving te creëren waarin de consument met subtiele *nudges* bewogen wordt. Met je mobiel je schadeverzekering afsluiten en bij gedoe even de schadeafhandeling regelen. Op elk moment van de dag direct online aankopen kunnen doen en kiezen voor betaling achteraf. Of, gevoelig voor succesverhalen van gelijkgestemden en influencers, spontaan beleggen in de hype van de dag. De meerwaarde van dit gemak kunnen huishoudens elke dag ervaren. Maar er schuilt ook een risico. Het gemak wordt zo groot dat het te makkelijk wordt; het gemis van frictie waardoor onvoldoende kritische reflectie plaatsvindt.

Niet iedereen ervaart de toegang tot financiële dienstverlening als gemakkelijk of gelijk. Onze zorg is dat bepaalde groepen huishoudens hun weg niet kunnen vinden, bijv. door beperkte vaardigheden (digibetisme in combinatie met afname van fysieke kantoren nabij) of taalbarrières (zie box 3). Daarnaast kunnen bepaalde klanten feitelijk geweerd worden door klantspecifieke beprijzing van de verzekeraar (*personalised pricing*). Vormen van onverzekerbaarheid houden ook verband met klimaatverandering (zie box 2 in hoofdstuk 1). Zo is verzekeren tegen funderingsschade (verzakkingen) niet meer mogelijk, terwijl dit probleem steeds vaker voorkomt. Verder zien we dat de door wetgeving gecreëerde beschermde omgeving, zoals bij vermogensbeheer of financieel advies, als drempel kan worden ervaren. Prijsgedreven consumenten kunnen een voorkeur hebben voor *execution-only* boven advies, hoewel advies passender zou kunnen zijn voor deze consumenten. Deze verschillende vormen van ontoegankelijkheid kunnen bepaalde groepen huishoudens meer kwetsbaar maken.



Internationale marktdynamiek leidt niet altijd tot uitkomsten die in het belang van de klant zijn. De gedachte van een Europese markt en internationale concurrentie is dat dit bijdraagt aan het financieel welzijn van huishoudens. Deze gedachte gaat niet altijd op in de financiële dienstverlening. We zien dit bijvoorbeeld bij internationaal opererende brokers die, op zoek naar meer omzetvolume, retailbeleggers prikkels bieden om veel transacties te verrichten. Ze doen dit door stevig te concurreren op basis van *zero-commission* en ogenschijnlijk goedkoop te zijn. Maar veel handelen is zeker niet altijd in het belang van de retailbelegger. Dit risico, dat concurrentie niet leidt tot uitkomsten die in het belang zijn van de klant, maakt het belangrijk om systematisch te analyseren in welke mate de eigenschappen van een bepaalde markt en de wijze waarop er wordt geconcentreerd, bijdraagt of juist afbreuk doet aan het klantbelang. Daarbij spelen ook de beperkingen van nationaal toezicht in een internationale markt en het zwakke aangrijpingspunt op grensoverschrijdende spelers. Andere sectoren waar, sterk gedreven ook door de aanhoudende lage rente, de huidige internationale marktdynamiek de belangen van de klant mogelijk ook onder druk zet, zijn levens- en schadeverzekeringen.

Duurzaamheid vormt een uitdaging en greenwashing een aandachtspunt.

Financiële instellingen staan voor de nieuwe uitdaging grip te krijgen op de gevolgen van klimaatverandering, klimaatbeleid en andere duurzaamheidsambities. Duurzaamheid staat hoog op de politieke agenda en is één van de belangen die instellingen afwegen. De andere belangen zijn die van werknemers, aandeelhouders en klanten. Duurzaamheid vraagt om herziening van de koers door instellingen: van banken en verzekeraars tot pensioenfondsen en beleggingsinstellingen. De vraag is of meer aandacht voor duurzaamheid hand in hand gaat met winstgevendheid en het klantbelang centraal stellen, of dat de aandacht voor die andere belangen de aandacht voor duurzaamheid verdringt. Greenwashing is bij het aanbieden van duurzame financiële producten een aandachtspunt: instellingen spelen mogelijk in op de perceptie van duurzaamheid, zonder dat de propositie ook daadwerkelijk fundamenteel bijdraagt aan duurzaamheid. Dit speelt










bijvoorbeeld bij beleggingsproducten. Definitie- en transparantie-issues aan de aanbodkant en een 'groene bias' aan de vraagkant dragen hieraan bij.

Voedingsbodem voor groei van onder meer beleggingsfraude is aanwezig.

Verwevenheid van de onderwereld met de financiële sector uit zich onder andere in witwassen. Daarnaast is beleggingsfraude met als doel huishoudens te benadelen een voorbeeld van een integriteitsprobleem. Met de lage rente, de *search for yield*, de toestroom van nieuwe beleggers en het makkelijk online kunnen handelen, zijn op dit moment de randvoorwaarden voor beleggingsfraude in belangrijke mate aanwezig.






Risicokaart Financiële dienstverlening

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Pensioentransitie	<p>a. De pensioenregeling sluit niet aan bij de risico's die deelnemers kunnen en willen dragen.</p> <p>b. Er worden onrealistische verwachtingen gewekt over het nieuwe pensioenstelsel en het pensioen van deelnemers doordat de informatie niet correct, duidelijk, tijdig of evenwichtig is.</p> <p>c. De pensioenregeling en de keuzes die hierbij zijn gemaakt zijn niet uitlegbaar.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Wetgeving • Flexibilisering arbeidsmarkt • Van collectief naar individu • Lage rente 	 
2	Overkreditering	De forse private schuldenberg (hypothecair en consumptief krediet) maakt huishoudens kwetsbaar voor verandering in de persoonlijke omstandigheden of voor een renteschok. MKB'ers, flex'ers en anderen die door coronacrisis geraakt worden, zijn door een verslechterde positie vatbaar voor alternatieve financiering, zoals flitskrediet, <i>buy now pay later</i> en vormen van (private) lease. De risico's bedieningsgemak, toegankelijkheid en marktdynamiek spelen ook nadrukkelijk op de kredietmarkt.	<ul style="list-style-type: none"> • Lage rente • Oververhitte woningmarkt • Coronacrisis • Digitalisering • Wetgeving (leennormen) 	 
3	Koerscorrectie	Sterke aanhoudende koersdalingen op de aandelenbeurs door knappen bubbel leiden tot financiële schade en vertrouwensverlies. Zeker nieuwe retailbeleggers met een minder gespreide portefeuille die vooral goede tijden hebben gekend zijn hiervoor kwetsbaar.	<ul style="list-style-type: none"> • Lage rente, <i>search for yield</i>, monetair beleid • Coronacrisis • Hypes en influencers • Nieuwe beleggers 	 
4	Teleurstellende levensuitkering	Aanhoudende lage rente leidt voor polishouders tot eindkapitaal dat (fors) lager is dan verwacht en duurdere inkoop van een product in de uitkeringsfase. Lage rente holt verzekeraars uit en noopt hen tot maatregelen die mogelijk niet in belang van klant zijn.	<ul style="list-style-type: none"> • Lage rente 	 
5	Alternatieven voor sparen	In reactie op lage en soms negatieve spaarrente bieden banken hoger renderende en ogenschijnlijk veilige beleggingsalternatieven aan, zoals garantieproducten, die klanten die op zoek zijn naar enig rendement niet goed op waarde schatten. Consumenten zoeken zelf naar alternatieven voor sparen en stappen in beleggingsproducten waarvan ze het risico niet goed inschatten.	<ul style="list-style-type: none"> • Lage rente 	 

LEGENDA

-  zeer hoog
-  hoog
-  verhoogd
-  laag

-  toename
-  gelijkblijvend
-  afname



Risicokaart Financiële dienstverlening

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Bedieningsgemak	Een zorg is dat het bedieningsgemak zo frictieloos wordt dat de klant onvoldoende nadenkt en vergelijkt bij het maken van impactvolle financiële keuzes. Denk aan jonge volwassenen die execution-only speculeren in exotische beleggingen zoals crypto's en SPACs. Denk aan nieuwe digitale distributieconcepten zoals robo-advies ondersteund door algoritmes en <i>dynamic pricing</i> . Denk aan de aanpassing van productvoorwaarden waarvan de consequentie voor de klant onvoldoende duidelijk wordt.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Internationalisering • Finfluencers en hypes 	● ↗
7	Toegankelijkheid	Toegankelijkheid is randvoorwaarde voor eerlijke financiële markten. Toegang tot financiële dienstverlening kan lastig (ouderen, migranten, digibeten), beperkt (onverzekerdheid), of uit balans (hoge drempel voor vermogensbeheer versus execution-only) zijn.	<ul style="list-style-type: none"> • Sociaal economische omstandigheden • Digitalisering, AI en algoritmes • Wetgeving 	● ➡
8	Marktdynamiek	Marktdynamiek leidt niet altijd tot uitkomsten die in belang van de klant zijn. Klanten kunnen de kwaliteit van financiële producten en diensten niet goed inschatten. Aanbieders die een betere prijs/kwaliteit leveren worden hier niet altijd voldoende voor gewaardeerd en (moeten) concurreren op andere zaken dan klantbelang. Denk aan brokers die sturen op meer transacties en op zoek naar meer massa hevig concurreren op basis van <i>zero-commission</i> en perceptie 'goedkoop' te zijn.	<ul style="list-style-type: none"> • Wetgeving • Digitalisering • Innovatie en toetreding • Aanhoudende druk op omzet, marges en kosten 	● ➡
9	Greenwashing	Instellingen spelen in op de perceptie van duurzaamheid, zonder dat de propositie fundamenteel bijdraagt aan duurzaamheid. Dit speelt vooral bij beleggingsproducten en pensioenen. Definitie en transparantie-issues dragen hieraan bij.	<ul style="list-style-type: none"> • Verduurzaming • Wetgeving 	● ↗
10	Beleggingsfraude	Partijen op de beleggingsmarkt die zich aan ons reguliere toezicht onttrekken vertonen malafide gedrag en benadelen beleggers met misleidende beleggingsadviezen en frauduleuze beleggingen zoals via CfD's of crypto's. Via social media kunnen internationaal grote aantallen beleggers benaderd worden.	<ul style="list-style-type: none"> • Internationalisering • Lage rente • Populariteit zelfstandig beleggen • Social media (hypes) 	● ↗

LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag

- ↗ toename
- ➡ gelijkblijvend
- ↘ afname



Uitgelicht risico: 'Toegankelijkheid'

Box 3 Een verkenning naar Nederlanders met een migratieachtergrond: financiële kwetsbaarheid en de relatie met financiële dienstverlening

Waarom een verkenning?

De bevolking van Nederland verandert de komende decennia flink. Een groeiende diversiteit als gevolg van de toename van het aandeel Nederlanders met een migratieachtergrond is hierbij een belangrijke demografische verandering. Deze ontwikkeling heeft gevolgen voor veel maatschappelijke terreinen, maar hoe ze precies uitwerkt is vaak grotendeels nog onzeker. Als gedragstoezichthouder denkt de AFM na over – en vraagt aandacht voor – dergelijke maatschappelijke ontwikkelingen en trends die impact kunnen hebben op de AFM-missie. Ook als deze impact zich mogelijk pas in de toekomst manifesteert. Vanuit haar missie wil de AFM bijdragen aan duurzaam financieel welzijn in Nederland. Het AFM-toezicht op financiële dienstverlening richt zich daarom specifiek op de bescherming van consumenten, in het bijzonder in (financieel) kwetsbare situaties. Tegen deze achtergrond heeft de AFM een verkenning uitgevoerd naar financiële kwetsbaarheid van Nederlanders met een migratieachtergrond en hun relatie met financiële dienstverlening.¹ Het onderzoek is gebaseerd op de beschikbare literatuur, gesprekken met externe partijen en data over het gebruik van financiële producten en diensten door Nederlanders met een migratieachtergrond.² Deze box geeft een eerste inzicht in de bevindingen van deze verkenning.

Hoe groot is de groep Nederlanders met een migratieachtergrond? Nederlanders met een migratieachtergrond vormen momenteel circa 24% van de totale bevolking en dit aandeel zal de komende jaren aannemelijk verder toenemen. Naar verwachting heeft in 2050 circa een derde van de Nederlandse bevolking een migratieachtergrond. Deze stijging wordt grotendeels veroorzaakt door de toename van het aantal niet-westerse migranten.³ Het is bovendien een sterk heterogene groep.

Hoe financieel kwetsbaar is deze groep?

Uit de beschikbare literatuur en databronnen dringt de conclusie zich op dat Nederlanders met een migratieachtergrond, en met name met een niet-westerse achtergrond, gemiddeld financieel kwetsbaarder zijn dan Nederlanders zonder migratieachtergrond. Nederlanders met een migratieachtergrond hebben gemiddeld genomen een lager opleidingsniveau en een slechtere arbeidsmarktpositie. Bovendien zijn ze gemiddeld financieel kwetsbaarder door een slechtere vermogenspositie, een lager inkomen en hogere inkomensonzekerheid (zie tabellen 2 en 3). Daarnaast hebben veel eerste-generatie-migranten een slechte oudedagsvoorziening als gevolg van een AOW-gat (zie tabel 4). Dit ontstaat omdat zij vaak op latere leeftijd naar Nederland zijn gekomen en voor een lange tijd geen AOW hebben opgebouwd. Hierbij komt dat er beperkt gebruik wordt gemaakt van de Aanvullende Inkomensvoorziening Ouderen (AIO), met name door niet-westerse migranten. In 2018 waren er, naar schatting, in totaal 19.300 Nederlanders die (potentieel) AIO-gerechtigd zijn, maar hier geen gebruik van maakten. Hiervan heeft 56% een niet-westerse migratieachtergrond.⁴

¹ Hierbij hanteren wij de CBS-definitie van migranten: een Nederlander met een migratieachtergrond is een persoon van wie tenminste één van de ouders in het buitenland is geboren. Eerste-generatie-migrant: persoon is zelf in het buitenland geboren, tweede-generatie-migrant: persoon is in Nederland geboren.

² Externe partijen: migrantenorganisaties, Nederlanders met een migratieachtergrond, overheidsinstanties, universiteiten en financiële instellingen.

³ CBS. 'Verkenning Bevolking 2050: meer inwoners met een migratieachtergrond', 2020.

⁴ CBS. 'Recht en gebruik Aanvullende Inkomensvoorziening Ouderen (AIO)', 2017 en 2018.



Welke rol speelt financiële dienstverlening daarbij?

Op basis van de beschikbare bronnen is er voor de Nederlandse situatie vooralsnog geen (statistisch) bewijs dat Nederlanders met een migratieachtergrond daadwerkelijk beperkte toegang tot financiële diensten en producten ervaren en dat dit als zodanig een belangrijke drijvende factor achter financiële kwetsbaarheid is. Niettemin dringt zich een aantal – vaak

anekdotische – aandachtspunten op in de relatie tussen Nederlanders met een migratieachtergrond en financiële dienstverlening. Een aantal factoren beperkt potentieel de toegang van mensen met een migratieachtergrond tot de financiële sector. Dergelijke belemmeringen kunnen zich zowel aan de aanbodzijde (financiële instellingen) als aan de vraagzijde (mensen met een migratieachtergrond) voordoen.

Allereerst, Nederlandse financiële instellingen (banken, verzekeraars en pensioenfondsen) lijken over het algemeen geen specifiek beleid te hebben ontwikkeld ten aanzien van het beschermen of activeren van Nederlanders met een migratieachtergrond.

Een belangrijke reden hiervoor is dat, op basis van de Algemene verordening gegevensbescherming, financiële instellingen de etnische achtergrond van hun klanten niet mogen registeren. Nederlanders met een migratieachtergrond komen wellicht ook relatief minder vaak op eigen initiatief op de radar van financiële instellingen, mogelijk ingegeven door minder vertrouwen in instituties en taalachterstanden.

Vanuit de vraagzijde lijkt vooral de mogelijke taalbarrière die Nederlanders met een migratieachtergrond kunnen ervaren, in samenhang met soms beperkte financiële en digitale kennis en vaardigheden, een rol te spelen. Communicatie en informatieverstrekking vanuit financiële dienstverleners richting klanten lijken hoofdzakelijk in het Nederlands plaats

te vinden (en soms in bepaalde digitale kanalen in het Engels). Denk aan informatieverstrekking over producten, contracten en adviesgesprekken. Hierdoor ervaren Nederlanders met een migratieachtergrond mogelijk een drempel bij het afnemen van financiële producten. Deze belemmering kan overigens ook optreden bij Nederlanders zonder migratieachtergrond, bijvoorbeeld in geval van (financiële) laaggeletterdheid. Dit probleem lijkt nijpender te worden naarmate de producten en daarmee de informatieverstrekking complexer worden en in geval problemen zich manifesteren (betalingsachterstanden, incassobureaus, etc.), waardoor de informatievoorziening vanzelfsprekend formeler en juridischer wordt. Het communiceren in meerdere talen wordt overigens niet altijd per se als de oplossing hiervoor gezien: eenvoudiger taalgebruik en het meer werken met visualisaties wordt vaak genoemd als verbeterpunt.

Wettelijke informatiebepalingen leiden tot informatie die voor deze doelgroep mogelijk te ingewikkeld is en kunnen daarmee contraproductief uitpakken. Deze bepalingen moeten ervoor zorgen dat financiële dienstverleners complete en gedetailleerde informatie aan consumenten verschaffen. Voor (financieel) laaggeletterde consumenten kan het echter effectiever zijn om informatie zo simpel en overzichtelijk mogelijk te houden en, zoals hierboven genoemd, tekst te vervangen door visualisaties.

Het kan niet worden uitgesloten dat Nederlanders met een migratieachtergrond gemiddeld vaker hun toevlucht zoeken tot alternatieve financieringsmogelijkheden buiten de traditionele Nederlandse financiële sector. Zo maken Nederlanders met een migratieachtergrond gebruik van *remittances*, oftewel het overboeken van geld vanuit Nederland naar familie of vrienden in het thuisland. Als de transactiekosten hiervan oplopen, is het denkbaar dat een deel van de Nederlanders met een migratieachtergrond het geld niet of



via informele of niet-gereguleerde kanalen verstuurt.⁵ Bij deze laatste categorie liggen uiteraard risico's op woekertarieven hetgeen de financiële kwetsbaarheid zou kunnen vergroten.

Voorts ligt het voor de hand dat Nederlanders met vooral een niet-westerse migratieachtergrond vanuit religieuze overwegingen behoefte hebben aan financiële producten op islamitische leest.

Hoewel de vraag in Nederland naar bijvoorbeeld islamitische hypotheek inderdaad lijkt te bestaan, is het door onder andere fiscale belemmeringen een duur product in vergelijking met een conventionele hypotheek. Zo geeft een islamitische hypotheek door het ontbreken van rente geen mogelijkheid tot hypotheekrenteaftrek en moet er twee keer overdrachtsbelasting worden betaald.⁶ Hierdoor komen dergelijke producten in Nederland nog niet van de grond.

Hoe verder?

Verdere bewustwording en het voeren van een maatschappelijke dialoog rondom het vraagstuk van potentiële financiële kwetsbaarheid van Nederlanders met een migratieachtergrond in relatie tot financiële dienstverlening lijken wenselijk. Financiële instellingen zouden verder kunnen nadenken over hoe ze op deze doelgroep in de toekomst (kunnen) gaan inspelen, met inachtneming van de inherente beperkingen vanuit bijvoorbeeld de privacywetgeving. Voor beleidsmakers en toezichthouders lijkt het gewenst om meer en beter onderbouwd (in)zicht te krijgen, bijvoorbeeld door meer onderzoek te doen naar de financiële kwetsbaarheid van deze groep en diens relatie met de (in)formele financiële dienstverlening. Daartoe zal de AFM verder onderzoek

doen naar dit vraagstuk. Ook lijkt het nuttig beter inzicht te krijgen in mogelijk onbedoelde contraproductieve elementen voor (financieel) laaggeletterde Nederlanders in de huidige wet- en regelgeving, zoals de genoemde informatie- en transparantie bepalingen.

⁵ Zie ook: Tweede Kamer der Staten-Generaal, motie van het lid Bouali over het verlagen van de transactiekosten van *remittances* in Nederland, december 2020.

⁶ Het potentieel en de belemmeringen zijn in 2008 ook al geconstateerd in een gezamenlijke studie van AFM en DNB; *Islamic Finance and supervision: exploratory analysis*, B. Verhoef, S. Azahaf and W. Bijkerk. Deze belemmeringen lijken anno 2021 nog steeds van kracht.



Tabel 2. Nederlanders met een migratieachtergrond vaker in schuldsanering.

Aantal mensen (per 1000) in schuldsanering	
Nederlands	2
Midden/Oost EU	2
Marokkaans	4
Turks	5
Surinaams	6
Antilliaans	8

Bron: KIS wijkmonitor (www.kis-wijkmonitor.nl).

Tabel 3. Lager inkomen en hogere inkomensonzekerheid Nederlanders met een migratieachtergrond.

% personen met laag/langdurig laag inkomen (2019)	Ten minste 1 jaar	Vier jaar of langer
Nederlands	3,7	1,4
Westerse migratieachtergrond	7,3	3,0
Niet-westerse migratieachtergrond	19,9	9,8

Bron: CBS 'Laag en langdurig laag inkomen van personen; persoonskenmerken' (cbs.nl).

Tabel 4. Vooral ouderen met een niet-Westerse migratieachtergrond onder armoedegrens.

Ouderen onder armoedegrens (%)	
Nederlands	2,5%
Westerse migratieachtergrond	6,6%
Niet-westerse migratieachtergrond	40,4%

Bron: SEO Economisch Onderzoek. 'Inkomenspositie ouderen', 2017.



2.2 Risicokaart Kapitaalmarkten

Goed functionerende kapitaalmarkten zijn een belangrijk onderdeel van eerlijke en transparante financiële markten. Ons toezichtdoel voor kapitaalmarkten is een robuuste infrastructuur en integer handelsgedrag. Problemen op de kapitaalmarkt zijn niet altijd direct zichtbaar, maar kunnen grote groepen consumenten raken via minder rendement op hun beleggingen, hogere rente op leningen of doordat zij niet over hun geld kunnen beschikken op het moment dat dat nodig is. We houden toezicht op de kapitaalmarkten vanwege het systeembelang; het gaat niet alleen om de bescherming van de (professionele) deelnemers op deze markt, maar om de centrale functie op de financiële markt die onder toezicht staande ondernemingen spelen en waar veel andere deelnemers van afhankelijk zijn. Het goed functioneren van de platformen is van belang voor de financiële stabiliteit.

Een groot deel van de aandelenhandel vindt tegenwoordig buiten publieke multilaterale markten plaats. Deze beweging is ingezet met de invoering van MiFID. Sindsdien hoeven effecten niet meer exclusief op het uitgevende platform te worden verhandeld en concurreren platformen en bilaterale uitvoeringsplaatsen om de *order flow*. Deze ontwikkeling en de daaruit voortvloeiende risico's, zoals het afnemen van algemene transparantie over prijzen en het ontstaan van *client capture*, worden nader toegelicht in box 4.

Door de *search for yield* stappen beleggers in nieuwe, hoog volatiële en/of onzekere financiële beleggingsproducten. Het gaat hierbij om bijvoorbeeld crypto's, derivaten van crypto's, en SPACs (*Special Purpose Acquisition Company*). Bij crypto's is het lastig te bepalen wat de onderliggende waarde is van een dergelijk financieel beleggingsproduct, en er is een verhoogde kans op fraude. De risico's en onzekerheden kunnen verder toenemen wanneer men investeert in derivaten van crypto's die nog lastiger zijn te doorgronden. In hoofdstuk 1 (box 1) wordt

aandacht besteed aan de op handen zijnde Europese regelgeving voor crypto's. Een investeringsvorm die in opkomst is, is de SPAC: dat is een vennootschap zonder bedrijfsactiviteiten die naar de beurs gaat om kapitaal op te halen om daarmee vervolgens op relatief korte termijn een (deel van) een niet-beursgenoteerde onderneming te kopen. Omdat SPACs van tevoren niet weten welke onderneming ze gaan overnemen en bij de beursgang geen bedrijfsactiviteiten hebben, worden ze ook wel 'lege beursshulzen' of 'blanco-cheque-bedrijven' genoemd. SPACs moeten nog steeds aan transparantie en informatievereisten voldoen, alleen gebeurt dit in vergelijking met andere beursgenoteerde ondernemingen op andere momenten. Zo wordt bij een SPAC eerst een prospectus goedgekeurd met alle informatie over de SPAC zelf, maar nog niet over de in de SPAC in te brengen onderneming. Deze informatie wordt pas gepubliceerd als die onderneming is gevonden. Op deze informatieverstreking houden we toezicht. SPACs moeten dus nog wel aan transparantie-eisen voldoen, echter alleen op een andere manier. De AFM ziet SPACs als producten met een hoge complexiteit en verwacht dat het product voor een beperkt aantal beleggers geschikt is. Wanneer het buiten de doelgroep wordt verkocht kan het bij die klanten leiden tot voorzienbare teleurstellingen.

Op het vlak van digitalisering en technologie domineert het gebruik van (handels)algoritmes. Algoritmes nemen daarbij in toenemende mate complexe vormen aan, waardoor de samenhang achter een algoritme, maar ook tussen algoritmes, niet altijd goed kan worden overzien. Handelaren voor Eigen Rekening (HERs) maken gebruik van handelsalgoritmes die de volatiliteit van bepaalde assets en de liquiditeit van de markt kunnen beïnvloeden, en kunnen een onverwacht marktverstoring effect opleveren. Het is ook niet duidelijk of HERs zich altijd bewust zijn van het effect van hun gecreëerde algoritmes op de integriteit en robuustheid van de markt.



Datakwaliteit en de toegankelijkheid van data voor marktspelers en markttoezicht schieten vaak tekort. Data vormt een input voor handelshuizen, platforms en andere marktspelers. Echter, een risico is dat de markt niet volledig of juist wordt geïnformeerd over een financieel product zelf, of over de markt, de huidige waardering of de prijs van een financieel product. Dit vertroebelt het zicht op de markt voor zowel beleggers als toezichthouders.

Social media kan werken als nieuw coördinatieplatform voor marktmanipulatie. Een bekend risico op de kapitaalmarkt is marktmanipulatie, maar recent verscheen het in een andere vorm. Social media maakt het mogelijk om massaal (des)informatie te verspreiden, of dit nu vanuit een bepaalde ideologie of winstbejag is. De strategie die hiervoor wordt gebruikt, is *pump and dump*, waarbij een aandeel eerst wordt aangeprezen zodat de vraag en waarde toeneemt, om het dan op een hoogtepunt te verkopen met veel winst. Het acteren hierop is mogelijk een vorm van marktmanipulatie. De meest in het oog springende casus is GameStop (zie ook toelichting in paragraaf 1.4).



Risicokaart Kapitaalmarkten

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Efficiënte marktwerking	Efficiënte marktwerking staat onder druk door groeiende handel buiten de belangrijkste transparante prijsvormende platforms (groei synthetische ETFs, handel in <i>dark pools/systematic internalisers</i>). Dit kan leiden tot het afnemen van algemene transparantie over prijzen en transacties, en het ontstaan van <i>client capture</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Wetgeving 	● →
2	Datakwaliteit	Datakwaliteit en toegankelijkheid van data voor markspelers schieten tekort waardoor de markt niet volledig of juist wordt geïnformeerd over i) een product (weten beleggers waar ze in stappen?), en ii) de markt, huidige prijzen en waardering van het product.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering 	● ↗
3	Algoritmes	Toenemend gebruik van steeds geavanceerdere en zelflerende algoritmes door Handelaren voor Eigen Rekening kunnen een onverwacht en moeilijk in te schatten marktverstoring effect hebben. Dit kan de volatiliteit van bepaalde assets en liquiditeit in de markt beïnvloeden of leiden tot crashes.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering 	● →
4	Post-brexit	Door brexit is de relatie tussen de kapitaalmarkten van het VK en de EU veranderd. De handelsinfrastructuur is voor een deel naar de EU verplaatst, maar voor een deel in het VK gebleven. Ook zijn de institutionele verhoudingen veranderd op het terrein van regelgeving en toezicht. Dit kan leiden tot een ineffectieve aanpak van grensoverschrijdende toezichtvraagstukken en daarmee tot risico's, bijvoorbeeld op het terrein van derivatenclearing. De verwevenheid van markten vereist samenwerking, maar die is minder vanzelfsprekend dan voorheen.	<ul style="list-style-type: none"> • EU-regelgeving • Internationalisering 	● ↗
5	Marktmanipulatie via social media	Social media bieden influencers en activisten een (internationaal) platform waarmee ze massaal (des) informatie kunnen verspreiden, voor hun eigen winstbejag of vanuit ideologie, door middel van een <i>pump-and-dump</i> -strategie. Wanneer hierop wordt geacteerd zou er mogelijk sprake kunnen zijn van marktmanipulatie.	<ul style="list-style-type: none"> • Social media • Digitalisering • Coronacrisis 	● ↗

LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag

- ↗ toename
- gelijkblijvend
- ↘ afname



Risicokaart Kapitaalmarkten

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Nieuwe beleggingsproducten	Beleggers stellen zich bloot aan nieuwe beleggingsproducten die gekenmerkt worden door hoge complexiteit zoals SPACs. Of aan beleggingsproducten die gekenmerkt worden door een hoge volatiliteit, waarvan de onderliggende waarde lastig te bepalen is of soms ontbreekt en waarbij sprake is van een verhoogde kans op fraude. Denk aan crypto's en van crypto's afgeleide producten.	<ul style="list-style-type: none">• Lage rente• Social media (hypes)• Digitalisering• Internationalisering	● ↗

LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag
- ↗ toename
- gelijkblijvend
- ↘ afname



Uitgelicht risico: 'Efficiënte marktwerking'

Box 4 Efficiënte marktwerking: kwaliteit van publieke multilaterale markten

Vanuit haar rol als marktmeester streeft de AFM naar efficiënt werkende kapitaalmarkten waarop *best execution* plaatsvindt.

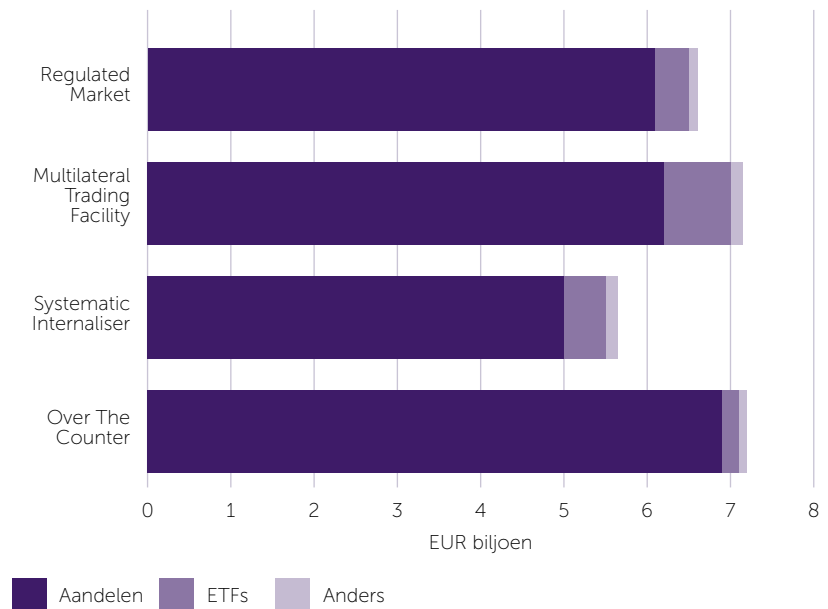
Kenmerken van zo'n 'ideale markt' zijn onder andere dat veel kleine vragers en aanbieders met elkaar handelen op één centrale beurs, waarbij alle partijen op de markt tegen gelijke toegang hebben tot alle informatie over prijzen en transacties, en hun eigen transacties snel en tegen lage kosten kunnen uitvoeren zonder dat dit tot substantiële koersbewegingen (volatiliteit) leidt. *Best execution* houdt daarbij in dat brokers orders van hun klanten tegen de best mogelijke voorwaarden uitvoeren.

Zo'n ideale markt bestaat niet in de praktijk, maar aandelenhandel komt van oudsher het dichtst in de buurt. Aandelen zijn immers een van de meest gestandaardiseerde financiële instrumenten. Het ene aandeel Philips is identiek aan het andere aandeel Philips. Dat betekent dat aandelen volledig inwisselbaar zijn. Dergelijke standaard instrumenten bestaan niet of nauwelijks in bijvoorbeeld de *fixed-income*-markten, waar de heterogeniteit veel groter is. De homogeniteit van aandelen heeft mede een rol gespeeld in het gegeven dat aandelen vroeger vaak op één dominant handelsplatform konden worden verhandeld (in Nederland de aandelenbeurs in Amsterdam), wat tot transparante prijsvorming bijdroeg. Wanneer de onderliggende waarden heterogener zijn, de contracten specifiek of de omvang van de transacties groter, nemen de voordelen toe om buiten een centrale beurs te handelen.

Niettemin vindt een groot deel van de aandelenhandel tegenwoordig buiten publieke multilaterale markten plaats.

Figuur 3 laat zien dat ruwweg een kwart van de handel *over the counter* (OTC, bilateraal) wordt afgehandeld. Een groot deel van de handel vindt ook plaats via *Systematic Internalisers* (SI), waarbij banken hun eigen handelsafdelingen als tegenpartij laten fungeren bij de uitvoering van klantorders. De *multilateral trading facilities* (alternatieve beurzen) zijn qua handelsvolume inmiddels groter dan de traditionele publieke aandelenbeurzen.

Figuur 3. Jaarlijkse *equity*-handelsvolumes per instrument en type markt.



Bron: ESMA Annual Statistical Report on EU securities markets, ESMA-50-165-1355, 2020, p. 19. O.b.v. bronnen: FIRDS, FITRS, ESMA.



Regelgeving en voortschrijdende techniek hebben de aanzet gegeven tot meer concurrentie tussen handelsplatforms en lagere transactiekosten. Nadat de (nationale) effectenbeurzen eind jaren 90 gingen werken vanuit een winstoogmerk, werd hun dominante positie steeds problematischer. De Europese MiFID-regelgeving introduceerde daarom de mogelijkheid om aandelen ook op alternatieve beurzen (MTFs) te verhandelen. De vooruitgang in ICT maakte het daarbij mogelijk voor de sector om snel te innoveren. De verwachting van lagere handelskosten kwam hiermee uit. Tegenwoordig betalen beleggers veel minder voor een transactie dan twintig jaar geleden. MiFID bleek hiermee een goede stap in de richting van meer efficiënte kapitaalmarkten.

Als gevolg hebben gespecialiseerde partijen ook meer ruimte gekregen om maatwerk te leveren. Grote vragers en aanbieders, wiens orders grote prijsbewegingen veroorzaken, hebben redenen om iets meer discreet (*in the dark*) te opereren. En sommige klantwensen zijn zo specifiek en eenmalig dat ze niet kunnen worden bediend met de standaardinstrumenten die op de beurs worden verhandeld. Regelgeving en techniek hebben de ruimte geboden aan (nieuwe) aanbieders om aan deze klantwensen op niche-platforms tegemoet te komen.

Nadeel van deze ontwikkeling ligt in het afnemen van algemene transparantie over prijzen en transacties. De verwachting dat technologische ontwikkelingen zouden leiden tot een publieke *consolidated tape* (ct), is niet uitgekomen. Een ct zou een geconsolideerd overzicht moeten bieden voor beleggers van alle verschillende prijzen op de verschillende beurzen. In plaats daarvan ontstonden *private consolidated tapes*, en leidde de digitalisering tot de ontwikkeling van zogenaamde *broker crossing netwerken*, netwerken die vraag en aanbod bij elkaar brengen op OTC-basis. Kortom, een groeiend aantal maatwerkinstrumenten en

(besloten) handelsplatforms maakt het vergelijken van het aanbod tussen verschillende platformen steeds moeilijker, wat efficiënte marktwerking tegengaat.

Een tweede risico ligt in het ontstaan van *client capture*. Wanneer transparantie en openheid ontbreken kunnen beleggers worden benadeeld door *client-capture* praktijken waarbij klanten door handelsplatformen worden 'gevangen' in bubbels of niches door stevig in te zetten op geavanceerde marketing en verhullende tarifiering. De relatief hoge marketingkosten worden vervolgens terugverdiend via hoge winsten op de handelstransacties met de eigen klanten. Dit is een vorm van systematische internalisatie. Eenmaal in het netwerk wordt het voor de belegger steeds moeilijker om het aanbod te vergelijken met de verschillende producten van andere platformen, wat de aanbieder ertoe zou kunnen verleiden om klanten de eigen maatwerk producten met hoge marges te adviseren in plaats van de goedkopere standaard beleggingsinstrumenten. *Best execution* komt dan in gevaar.

In het streven naar efficiënte marktwerking is het hierbij zoeken naar de balans tussen enerzijds concurrentie en innovatie en anderzijds gelijk toegankelijke informatie. Signalen wijzen erop dat de toenemende specialisatie en decentralisatie in de (aandelen)handel ertoe leiden dat deze balans in toenemende mate uit het lood dreigt te slaan, al geven niet alle onderzoeken hetzelfde beeld.⁷ In dit (Europese) debat kiest de AFM voor open en transparante markten. Dit sluit aan bij de oplossingsrichting zoals die momenteel in MiFID2 is uitgewerkt wat betreft het stimuleren van transparantie en het bevorderen van concurrerende markten met open toegang. De hierin wettelijk voorgeschreven transparantie ziet zowel op de productvergelijking, waaronder voorschriften voor prospectus en marketing uitingen, als op de kwaliteit van de orderuitvoering in de secundaire markt.

⁷ Oxera. [European Equity Liquidity Landscape](#). 26 Mei 2021.



2.3 Risicokaart Assetmanagement

Het toezichtgebied assetmanagement geeft invulling aan de AFM-missie door toezicht te houden op een duurzaam bedrijfsmodel van vermogensbeheerders en zorgvuldige behandeling van cliënten. Het AFM-toezicht beschermt beleggers en consumenten die direct of indirect geld hebben ondergebracht bij vermogensbeheerders. Deze beleggen (vooral) pensioenpremies van grote Nederlandse pensioenfondsen en spaargelden van consumenten op de kapitaalmarkten. Ons toezicht draagt bij aan het borgen van beleggersbelangen.

Assetmanagementpartijen herpositioneren zich en dit leidt onder meer tot consolidatie. De assetmanagementomgeving verandert, onder andere door schaalvergroting en magedruk, de groei van (online) passief (index) beleggen, toenemende wet- en regelgeving en uitbestedingsvraagstukken. Deze veranderingen tezamen creëren de noodzaak voor individuele assetmanagementpartijen om zich strategisch te herpositioneren en zo hun continuïteit te waarborgen. Stoppen, schaalvergroting (kostenconcurrentie of overname) en specialisatie zijn de voornaamste strategische opties. Vooral voor de kleinere assetmanagementpartijen vormt het een uitdaging dit voortvarend op te pakken. Dit kan het beheer van assets conform verwachtingen van beleggers onder druk zetten. Het herpositioneren uit zich onder meer in een trend tot consolidatie. Hoewel consolidatie kan bijdragen aan de toekomstbestendigheid van de markt, vermindert daarmee tegelijkertijd het aantal partijen in de markt. In dat opzicht wordt de keuzemogelijkheid van de consument beperkt. Naast een afnemend aantal zeer grote partijen met een breed assortiment, zien we dat er nog steeds ruimte is voor gespecialiseerde partijen, maar dat het middensegment onder druk staat. Daarnaast signaleren we de tendens dat assetmanagers die gericht zijn op de professionele markt, zich (her)oriënteren op het fiduciaire model en de mogelijke impact van de pensioentransitie op hun (fiduciaire) dienstverlening.

Door *search for yield* wordt er in toenemende mate in illiquide assets belegd. Dit komt omdat illiquide assets, ceteris paribus, een hogere risicopremie opleveren. Echter, het risico bestaat dat deze illiquide assets onjuist gewaardeerd zijn, waardoor in- en uittreedende partijen mogelijk tegen een afwijkende prijstransacties uitvoeren, of beperkt worden in hun transacties door de illiquiditeit van markten. Een concreet voorbeeld is de coronacrisis die grotere onzekerheid heeft gecreëerd over de waardering van illiquide assets zoals commercieel vastgoed.

Technologische ontwikkelingen als *Artificial Intelligence (AI)* en cybercriminaliteit vragen om zorgvuldige beheersing. Het gebruik van AI en de inzet van handelsalgoritmes vragen om de zorgvuldige beheersing ervan door assetmanagementpartijen en om transparantie richting beleggers over AI-gedreven-beleggingsstrategieën.

Assetmanagementpartijen zijn als entiteit gevoelig voor cyberaanvallen en mogelijk onvoldoende weerbaar bij incidenten, wat het vertrouwen en mogelijk de continuïteit van een assetmanagementpartij schaadt.

Uitbesteding, wanneer onvoldoende beheerst, kan leiden tot risico's in de keten en/of bij bedrijfskritische processen. Binnen de assetmanagementsector neemt het belang van uitbesteding toe. Naast uitbesteding van (beleggings)administratie en IT worden in toenemende mate ook vergunningsplichtige activiteiten zoals portefeuille- en vermogensbeheer uitbesteed. Reductie van operationele complexiteit, kostenbesparing en/of focus op onderscheidende activiteiten kunnen aanleiding zijn om te besluiten tot uitbesteding. Uitbesteding kan ertoe leiden dat de beheerste en integere bedrijfsvoering minder goed geborgd is, omdat de keten langer wordt en afhankelijkheden toenemen. Daarbij neemt de kennis over de processen in de eigen organisatie af, over datgeen wat wordt uitbesteed. Bij 'brexitpartijen' is over het algemeen het portfoliomanagement uitbesteed aan de oorspronkelijke Britse gelieerde beheerder. Het internationale karakter van het uitbesteden van deze gereguleerde werkzaamheden maakt dat toezichthouden niet kan zonder samenwerking met nationale en internationale toezichthouders. Tot slot kan



een partij problemen rondom integriteit ondervinden als een derde partij in de keten, waarbij een deel van de bedrijfsvoering is gedelegeerd, niet integer handelt.

Vanuit beleggers is er een toegenomen vraag naar financiële producten die aan duurzaamheidsprincipes voldoen. De verwachting is dat het aanbod met hoge(re) duurzaamheidskarakteristieken terrein wint op de minder duurzame concurrentie. De groeiende vraag naar duurzame investeringen en snelle ontwikkeling van Europese Standaarden voor duurzame investeringen kan leiden tot onvoldoende aanbod van duurzame investeringen die voldoen aan alle nieuwe eisen. Dit kan prijsstijgingen van duurzame investeringen die voldoen aan de standaarden tot gevolg hebben of ertoe leiden dat assetmanagers uitwijken naar meer risicovolle 'duurzame' investeringen. Het risico is dat niet alle aanbieders kunnen voldoen aan deze verduurzamingsslag, zowel in productaanbod alsook in de integratie in de bedrijfsvoering.

Gebrek aan betrouwbare data om duurzaamheidsprestaties te meten, kan bijdragen aan greenwashing. Wanneer duurzaamheidscriteria niet voldoende duidelijk en gestandaardiseerd zijn in een markt is het voor beleggers lastig om in te schatten in hoeverre een financieel product werkelijk duurzaam is. De informatie-asymmetrie tussen aanbieder en klant maakt greenwashing mogelijk, waardoor beleggers financiële producten afnemen die minder duurzaam zijn dan ze verwachten.

Bij het tegengaan van witwassen, terrorismefinanciering en overtredingen van de Sanctiewet is sprake van een waterbedeffect. Het aanpakken van één kanaal waar deze transacties plaatsvinden kan leiden tot grotere druk op de andere kanalen. Nu de banken hun rol als poortwachter verder vormgeven bestaat de kans dat het risico op witwassen zich verplaatst naar beleggingsondernemingen (bo's) en beheerders van beleggingsinstellingen (bi's).



Risicokaart Assetmanagement

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Strategie marktpartijen	De veranderende omgeving – o.a. schaal- en margedruk, opkomst (online) passief beleggen, toenemende wet- en regelgeving en uitbestedingsvraagstukken – noodzaakt individuele assetmanagement(AM)-partijen zich strategisch te herpositioneren om zo hun continuïteit te waarborgen. Voor met name de kleinere AM-partijen vormt het een uitdaging dit voortvarend op te pakken en dit kan het beheer van assets conform verwachtingen van beleggers onder druk zetten.	<ul style="list-style-type: none"> • Margedruk • Opkomst passief beleggen • Digitalisering • Uitbesteding 	● ↗
2	Duurzaamheid	Toenemende aandacht voor duurzaamheid maakt het aantrekkelijker om duurzame assets te kopen en verkopen. Van de assetmanager vraagt dit om transparantie over de gehanteerde duurzaamheidscriteria. De informatie-asymmetrie tussen aanbieder en klant maakt greenwashing mogelijk. Dit betekent dat op papier wordt voldaan aan duurzaamheidscriteria, echter in de praktijk is de impact beperkt.	<ul style="list-style-type: none"> • Verduurzaming 	● ↗
3	Waardering assets	Bij het waarderen van assets kunnen afwijkingen optreden, waardoor er (in)directe schade ontstaat bij de zittende, instappende of uittrekkende partij. Dit kan onder andere gebeuren bij: <ol style="list-style-type: none"> 1. de waardering van illiquide assets (infrastructuur, MKB-leningen, etc.) 2. intrinsieke waarde berekening (<i>swingpricing</i>, kosten) 3. illiquide en volatiele markten 4. <i>stranded assets</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Mismatch activa/passiva • Lage rente • Herwaarderen vastgoed (coronacrisis) • Verduurzaming 	● ↗
4	Renteschokken in derivatenmarkten	Bij derivatenportefeuilles die gebruikt worden voor het <i>hedgen</i> van het renterisico speelt een liquiditeitsrisico. Derivatenportefeuilles worden geconfronteerd met grote margin-verplichtingen als rentes stijgen, bijvoorbeeld als gevolg van marktstress. Om aan zulke margeverplichtingen te kunnen voldoen, is belangrijk dat fondsbeheerders over voldoende liquiditeit beschikken.	<ul style="list-style-type: none"> • Rente-ontwikkelingen • Hedge-derivaten • Mismatch activa/passiva 	● ↗
5	Bedrijfsvoering en uitbesteding	Verstoring van de operationele bedrijfsvoering als beheersmaatregelen niet, of van onvoldoende kwaliteit zijn, en/of niet in verhouding staan tot de omvang en complexiteit van de AM-onderneming. Het belang van uitbesteding binnen de AM-sector neemt toe. Uitbestedingsrisico omdat onder toezicht staande instellingen geen (effectieve) beheersmaatregelen toepassen zoals kwaliteitsmonitoring, beleid en due diligence, waardoor de stabiliteit en continuïteit van de dienstverlening van assetmanagers in het geding is.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Uitbesteding • Internationalisering 	● →

LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag
- ↗ toename
- gelijkblijvend
- ↘ afname



Risicokaart Assetmanagement

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Technologie	Gebruik van <i>Artificial Intelligence</i> (AI) en (handels)algoritmes vraagt om transparantie richting de beleggers. Daarbij zetten <i>flash crashes</i> de liquiditeitspositie van assetmanagers onder druk en kunnen leiden tot ongecontroleerde verliezen. AM partijen zijn als entiteit gevoelig voor cyberaanvallen en onvoldoende weerbaar bij incidenten, wat het vertrouwen en mogelijk de continuïteit van een AM-partij schaadt.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering 	
7	Witwassen	Witwassen kan plaatsvinden via beleggingsondernemingen en -instellingen onder meer doordat andere poortwachters (zoals banken) hogere drempels opwerpen (waterbedeffect). De politieke en maatschappelijke aandacht voor de invulling van de poortwachtersfunctie blijft, mede door (internationale) witwasschandalen van de laatste jaren alsook de zichtbaarheid van ondermijnende criminaliteit.	<ul style="list-style-type: none"> • Wetgeving • Internationalisering 	

LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag
- toename
- gelijkblijvend
- afname



Uitgelicht risico: 'Duurzaamheid'

Box 5 Transitie naar een duurzame assetmanagementsector

De vraag naar duurzame beleggingen neemt in hoog tempo toe.

Zo stelde Morningstar op basis van haar eigen data vast dat er in het eerste kwartaal van dit jaar sprake was van een wereldwijde recordinstroom (het belegd vermogen nam met 19% toe) naar duurzame fondsen.⁸ Europa, was daarbij verantwoordelijk voor bijna 80% van de totale wereldwijde instroom. Hoewel de instroom in het tweede kwartaal van 2021 volgens Morningstar afnam, blijft het totale belegde vermogen groeien. Morningstar stelt dat er wereldwijd nu zo'n \$2.244 miljard is belegd in ruim 4.900 duurzame fondsen.⁹

Deze transitie naar een duurzame assetmanagementsector stelt assetmanagers en toezichthouders voor grote uitdagingen.

Assetmanagers zullen hun aanbod moeten verduurzamen om in te kunnen spelen op de snelgroeiende vraag. Op basis van een uitvraag onder Nederlandse beheerders van beleggingsfondsen stelt de AFM vast dat meer dan de helft van de fondsen nog geen duurzame kenmerken bevat. Daarnaast zullen assetmanagers duurzaamheid in hun bedrijfsvoering en dienstverlening moeten integreren en beleggers op zorgvuldige wijze over duurzaamheidsrisico's en -kenmerken informeren. Toezichthouders zullen er op hun beurt op moeten toezien dat deze transitie in goede banen verloopt en dat assetmanagers tijdig stappen zetten om te kunnen blijven voldoen aan een snel veranderend wettelijk kader.

Wet- en regelgeving speelt dan ook een belangrijke rol bij deze transitie.

Eenzijds wordt bestaande regelgeving aangepast. Zo worden MiFID II, UCITS en de AIFMD gewijzigd ten behoeve van de integratie van duurzaamheid in de bedrijfsvoering en dienstverlening van assetmanagers. Anderzijds wordt er nieuwe wet- en regelgeving geïntroduceerd. Zo is met ingang van 10 maart jl. de *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*¹⁰ van toepassing. Deze verordening bevat nieuwe vereisten voor de informatieverstrekking over duurzaamheid (ESG-factoren) in de financiële sector, met als doel beleggers meer inzicht te geven in de duurzaamheidsrisico's en het beter mogelijk te maken om de duurzaamheid van financiële producten onderling te vergelijken. Hoewel deze wetgeving nog nader wordt uitgewerkt in zogenaamde regulatorische technische standaarden (RTS), dienen financiële marktdeelnemers op grond van de SFDR wel al gedetailleerde informatie te verschaffen over de duurzaamheidsrisico's en -kenmerken van de door hun aangeboden producten.

⁸ Morningstar. ['Recordinstroom in duurzame fondsen in eerste kwartaal'](#), mei 2021.

⁹ Morningstar. ['Instroom in duurzame fondsen vertraagt in tweede kwartaal'](#), juli 2021.

¹⁰ Verordening (EU) 2019/2088 betreffende informatieverstrekking over duurzaamheid in de financiële dienstensector.



De AFM ziet ruimte voor verbetering van informatieverstrekking over duurzaamheid door beleggingsfondsen. De AFM heeft van 48 als duurzaam geclassificeerde fondsen de in het prospectus opgenomen duurzaamheidsinformatie beoordeeld.¹¹ Op basis van deze informatie stelt de AFM vast dat de onder de SFDR vereiste informatieverstrekking veelal nog te algemeen is. Dat maakt het lastig voor beleggers om inzicht te krijgen in de duurzaamheidsrisico's, -kenmerken en -doelstellingen van het fonds waarin zij (willen) beleggen. Daarnaast is de geformuleerde duurzame doelstelling veelal breed geformuleerd, wat ruimte lijkt te bieden om ook niet-duurzame beleggingen in het fonds op te nemen. Daarom stelt de AFM op basis van de informatieverstrekking vraagtekens bij de duurzaamheidsclassificatie van een aanzienlijk aantal fondsen, met name bij fondsen die duurzame beleggingen tot doel hebben.

De AFM begrijpt dat beheerders uitkijken naar de goedkeuring van technische standaarden (RTS) maar verwacht wel dat zij zich nu al inzetten voor een betere informatievoorziening.

Beleggers vertrouwen immers voor een groot deel op deze informatie bij hun keuze voor producten die aansluiten bij hun duurzaamheidsvoorkeuren. Als deze informatie beleggers onvoldoende inzicht geeft, ontstaat het risico op greenwashing. De AFM zal daarom in de komende tijd in de gaten blijven houden of beheerders hun duurzaamheidsinformatieverstrekking verbeteren. Daarnaast zal de AFM aandacht houden voor andere duurzaamheidsgerelateerde onderwerpen die betrekking hebben op assetmanagers, zoals de EU-taxonomie, de aanpassingen in MiFID II, UCITS en de AIFMD en de integratie van duurzaamheidsrisico's in de bedrijfsvoering.

¹¹ AFM. ['Beleggingsfondsen kunnen beleggers beter informeren over duurzaamheid'](#), september 2021.



2.4 Risicokaart Financiële verslaggeving en accountantsorganisaties

Gelijke en correcte informatie voor marktdeelnemers is een cruciale voorwaarde voor eerlijke en transparante financiële markten. Daarom houdt de AFM toezicht op (niet-)financiële verslaggeving en de controle daarop door accountantsorganisaties. Voor de beschikbaarheid van juiste informatie in de markt is het functioneren van deze keten van cruciaal belang. De gecontroleerde instelling rapporteert over haar financiële en niet-financiële prestaties en de accountant biedt hier zekerheid op met de controleverklaring. Als er fouten optreden in deze keten kan dat leiden tot een gebrek aan informatie, foutieve informatie of minder vertrouwen in die informatie, door eindgebruikers die daarop hun beleggingsbeslissingen baseren. Dit kan leiden tot verkeerde beleggingsbeslissingen of, in een uiterst geval, financiële schade door fraude met (niet-)financiële verslaggeving.

Accountancysector en het toezicht zitten in een veranderingsproces. De accountancysector en het toezicht zitten middenin een veranderingsproces. Er zijn kwartiermakers benoemd om de opvolging aan te jagen van de aanbevelingen die zijn gedaan in de CTA- en MCA-rapporten. Daarnaast is in de zomer van 2021 een wetgevingsvoorstel geconsulteerd met maatregelen om de kwaliteit van de wettelijke controle duurzaam te verbeteren. De geïdentificeerde risico's in de risicokaart moeten worden gelezen tegen de achtergrond van dit veranderingsproces. Daarnaast heeft de accountancysector te maken met veranderingen zoals die in de omgevingsanalyse en in deze paragraaf worden toegelicht. De combinatie hiervan maakt dat de aandacht in de sector verdeeld moet worden over veel gelijktijdige veranderingen.

De veranderingen in de sector hebben grote invloed op hoe de risicokaart zich in de komende tijd ontwikkelt. Met name met betrekking tot niet-OOB-accountantsorganisaties kunnen de risico's die de AFM in beeld heeft wijzigen in de komende tijd. De AFM bereidt zich momenteel voor om direct toezicht te houden op dit segment vanaf januari 2022. Naarmate de AFM

beter zicht krijgt op deze markt, krijgt zij een beter beeld van de risico's en kan zij naar de toekomst toe gericht aangeven waar zij de aandacht op zal vestigen.

De coronacrisis maakt het afgelopen jaar een bijzonder jaar voor de (niet-) financiële verslaggeving en controle. Veel bedrijven hebben vanwege wisselingen in de coronamaatregelen (zowel de contactbeperkende maatregelen als de financiële steunmaatregelen) te maken met sterke schommelingen in de bezetting en de omzet. Dit maakt bijvoorbeeld de waardering van assets, waarvan de waarde afhangt van de bezettingsgraad, ingewikkeld. De economische druk in combinatie met grotere onzekerheid over de cijfers zorgt ook voor een verhoogd risico op fraude.

Digitalisering verandert de aard van de gecontroleerde onderneming, waar de verslaggeving en de controle zich aan moeten aanpassen. Een toenemende digitale bedrijfsvoering maakt bijvoorbeeld *real-time reporting* mogelijk en maakt data beschikbaar naast de formele verslaggeving die inzicht biedt in de prestaties van de onderneming. We zien ook een toenemend belang van *intangible assets* (zoals intellectueel eigendom), die lastig kunnen zijn om financieel te waarderen. Deze verschuivingen en rapportagemogelijkheden zetten de relevantie van traditionele verslaggeving en de accountantscontrole op de langere termijn onder druk.

Ook accountantsorganisaties zelf veranderen als gevolg van digitalisering. Net als in andere sectoren wordt ook in de accountancysector in grotere mate gebruikgemaakt van technologie en data, in het geval van accountantsorganisaties bijvoorbeeld om controlewerkzaamheden uit te voeren. Dit kan de kwaliteit van de controle verhogen, maar leidt ook tot vraagstukken met betrekking tot de betrouwbaarheid van deze technieken, de beheersing van de IT-omgeving en de gevoeligheid voor cybercriminaliteit.



Het belang van niet-financiële verslaggeving neemt toe. De huidige wet- en regelgeving is gericht op de betrouwbaarheid van financiële verslaggeving. Er spelen echter steeds meer factoren een rol bij het waarden van de prestaties van de onderneming. De niet-financiële prestaties springen het meest in het oog. Beleggers vinden het belangrijk hoe duurzaam een onderneming is en duurzaamheidsprestaties zijn een belangrijk onderdeel van het bepalen van de waarde van een onderneming op lange termijn.

In reactie op deze veranderingen zijn er nieuwe regels en standaarden in ontwikkeling om de veranderingen in goede banen te leiden. Met name op het gebied van niet-financiële informatie is veel wetgeving in aantocht of al van kracht om de verslaggeving hierover te standaardiseren en zo bruikbaar te maken voor de eindgebruiker. Andere initiatieven zijn het gebruik van standaarden om digitale verslaggeving mogelijk te maken (XBRL) en doorlopende wijzigingen in internationale verslaggevingsstandaarden. Hoewel deze veranderingen bedoeld zijn om de verslaggeving betrouwbaarder en relevanter te maken, kennen deze ook het risico op onjuiste toepassing. De AFM heeft hier daarom aandacht voor in het toezicht.

Een doorlopende zorg is de betrokkenheid van accountantsorganisaties bij integriteitsincidenten bij hun controlecliënten. Dit risico wordt mede veroorzaakt door het gunstige fiscale vestigingsklimaat in Nederland, dat bedrijven uit het buitenland met beperkte *substance* en/of verhoogde integriteitsrisico's aantrekt. Het risico op integriteitsincidenten is het meest zichtbaar bij een groot incident, zoals vorig jaar bij Wirecard in Duitsland. De AFM ziet toenemende aandacht hiervoor bij accountantsorganisaties. Dit kan ertoe leiden dat cliënten met een verhoogd integriteitsrisico bij de grotere accountantsorganisaties vaker geweigerd worden, en vervolgens terecht komen bij kleinere accountantsorganisaties. In samenhang met de komst van het niet-OOB-segment onder direct AFM-toezicht, heeft de AFM hier extra aandacht voor.



Risicokaart Financiële verslaggeving en accountantsorganisaties

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Nieuwe eisen verslaggeving	Samenkomst van nieuwe initiatieven (internationale verslaggevingsstandaarden IFRS, XBRL, niet-financiële informatie) en ontwikkelingen op langere termijn (<i>realtime</i> reporting, connectiviteit van verslagen) verhogen (tijdelijk) de kans op fouten in (niet-)financiële verslaggeving, met beperkte, negatieve doorwerking op de eindgebruiker en marktvertrouwen.	<ul style="list-style-type: none"> • Margedruk • Opkomst passief beleggen • Digitalisering • Uitbesteding 	● ↗
2	Fraude bij ondernemingen	Verhoogde kans op incidentele, majeure fraude met (niet-)financiële verslaggeving door economische druk (coronacrisis, wegvallen staatssteun) en onzekerheid. Dit zou directe schade voor beleggers betekenen en een negatief uitstralings-effect op de werking van de financiële markten hebben. Tegelijk is er meer aandacht voor fraude en (dis)continuïteit in de verslaggevingsketen.	<ul style="list-style-type: none"> • Economische ontwikkeling 	● ↗
3	Relevantie en scope verslaggeving en controle	Toenemend belang van niet-financiële informatie (duurzaamheid), <i>intangible assets</i> , APM, ICS, cyberrisico, etc waar niet verplicht en gestandaardiseerd over gerapporteerd wordt. Hierdoor verandert de informatiepositie van beleggers, aandeelhouders en schuldeisers. Er ontstaan ook andere kanalen om aan informatie over de onderneming te komen. Om in de informatiebehoefte van beleggers te blijven voorzien moet de scope van de verslaggeving en de accountantscontrole steeds breder worden.	<ul style="list-style-type: none"> • Wetgeving • Digitalisering • Duurzaamheid 	● ↗
4	Marktstructuur	In de structuur van de accountancysector kunnen mogelijke negatieve prikkels zitten die een belemmering vormen voor de duurzame borging van een hoge kwaliteit van wettelijke controles. De kwartiermakers die zijn aangesteld door de minister van Financiën experimenteren momenteel met alternatieve structuurmodellen. Het is op dit moment nog niet te zeggen hoe deze zullen uitpakken.	<ul style="list-style-type: none"> • Wetgeving • Marktstructuur 	● ↗
5	Beheersing bedrijfsvoering	Accountantsorganisaties maken meer gebruik van technologie en data om de kwaliteit van wettelijke controles te monitoren en voor de uitvoering van de controles zelf. De betrouwbaarheid van dergelijke data, de beheersing van deze nieuwe technieken en de beheersing van de IT-omgeving door accountantsorganisaties is niet gegarandeerd. De toename in gebruik van dergelijke instrumenten en de toenemende complexiteit vereist specifieke expertise. Als deze niet aanwezig is, bestaat er een risico dat technologie niet juist wordt toegepast.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering 	● ↗

LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag

- ↗ toename
- ↔ gelijkblijvend
- ↘ afname



Risicokaart Financiële verslaggeving en accountantsorganisaties

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Integriteit	Integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties, zoals betrokkenheid bij corruptie van controlecliënten, door o.a. internationalisering en het (fiscale) vestigingsklimaat van Nederland. Deze omgeving trekt controlecliënten aan met verhoogde integriteitsrisico's. Tegelijk is er toenemende aandacht hiervoor bij accountantsorganisaties, waardoor een verschuiving van deze partijen met verhoogd risico plaatsvindt van grotere accountantsorganisaties naar kleinere.	<ul style="list-style-type: none">• Wetgeving• Ontwikkeling markt	● 📌

LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag
- toename
- ➡ gelijkblijvend
- afname



Uitgelicht risico: 'Relevantie en scope verslaggeving en controle'

Box 6 Relevantie van financiële verslaggeving en controle

De manier waarop een onderneming waarde creëert is aan het veranderen. Het begrip van waardecreatie wordt breder, waarmee het naast economische waarde ook ecologische en sociale waarde gaat omvatten. In de 'nieuwe' economie is meer aandacht voor de ecologische voetafdruk van ondernemingen en behoren software, patenten en onderzoek in toenemende mate tot de kernactiviteiten van ondernemingen. Hierdoor spelen duurzaamheidsprestaties en immateriële activa zoals intellectueel eigendom een toenemende rol bij het waarderen van de prestaties van de onderneming. Hierbij winnen ook nieuwe risico's aan relevantie, zoals duurzaamheids- en cyberincidenten.

De informatiebehoefte van de eindgebruiker wordt breder, wat impact heeft op de verslaggeving van ondernemingen.

Verslaggeving leunt van oudsher in belangrijke mate op (harde) financiële cijfers, maar zaken als duurzaamheidsprestaties en intellectueel eigendom zijn lastig om in financiële zin te waarderen. De traditionele jaarrekening voldoet hiermee mogelijk niet meer aan de behoefte van de eindgebruiker. Enerzijds zien we hierdoor dat financiële verslaggeving wordt uitgebreid met bijvoorbeeld niet-financiële informatie. Anderzijds zien we naast de financiële verslaggeving aanvullende vormen van verslaggeving ontstaan, zoals aparte rapportages over specifieke duurzaamheids- (of andere ESG-) prestaties, cybersecurity of continuïteitsrisico's.

De verbreding van de scope van de verslaggeving gaat ook gepaard met risico's, vooral met betrekking tot de kwaliteit, vergelijkbaarheid en samenhang van informatie. Verslaggeving op het gebied van niet-financiële informatie is nog in ontwikkeling. Er zijn nog niet altijd standaarden, waardoor sprake kan zijn van verschillen in de beschikbaarheid, kwaliteit en vergelijkbaarheid van informatie. Bijvoorbeeld met betrekking tot duurzaamheid zijn er verschillen in definities die worden gehanteerd en de wijze waarop (en de mate waarin) ondernemingen daarover rapporteren. Dit kan het lastig maken om de waarde van de onderneming te bepalen en te vergelijken met andere ondernemingen. Ook ontbreekt vaak de link tussen financiële en niet-financiële informatie, waardoor het jaarverslag mogelijk een verzameling van losse rapportages wordt, waarin de samenhang en het overzicht van het totaal van de prestaties van de onderneming ontbreekt. Er is veel wetgeving in aantocht om de verslaggeving op diverse terreinen (w.o. duurzaamheid) te standaardiseren en zo bruikbaar te maken voor de eindgebruiker.

Naast de verbreding van de inhoud van de verslaggeving beïnvloedt technologische ontwikkeling ook de manier van verslaggeving en de uitvoering van de wettelijke controle. Een toenemende digitale bedrijfsvoering maakt andere manieren van verslaggeving mogelijk, zoals *realtime* reporting en het beschikbaar maken van data die inzicht bieden in de prestaties van de onderneming. Digitale mogelijkheden bieden accountants de kans om hun controle van het jaarverslag efficiënter en effectiever in te richten, onder andere door de toepassing van data-analyse. Door digitalisering ontstaan echter naast de formele verslaggeving ook andere informatiebronnen voor eindgebruikers die inzicht bieden in de prestaties van de onderneming, zoals sentimenten op sociale media of satellietbeelden van parkeerplaatsen om het aantal klanten van een supermarkt te bezien. Ook kan gedacht worden aan *distributed ledgers*, de techniek achter blockchain. Hiermee kunnen



eindgebruikers in theorie direct geverifieerde data inzien, zonder tussenkomst van een verifiërende partij.

De veranderingen in de verslaggeving vormen ook een uitdaging voor de wettelijke controle door accountants.

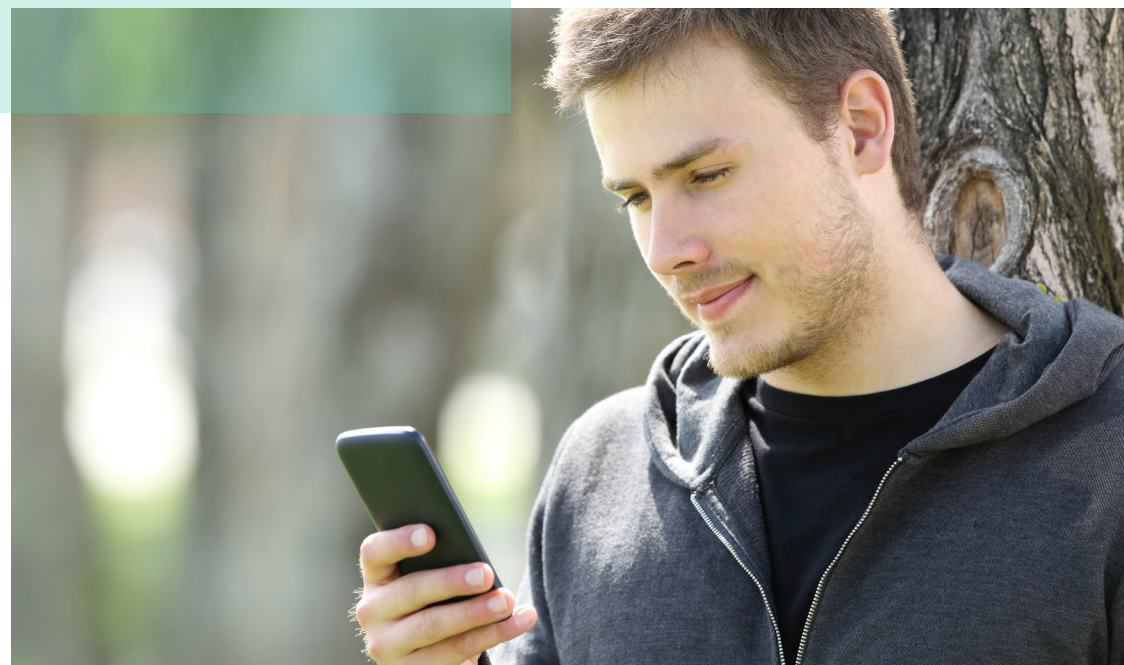
Net als de verslaggeving, is de wettelijke controle vooralsnog voornamelijk gericht op de financiële prestaties. De verbreding van de verslaggeving en de technologische veranderingen in de wijze van verslaggeving hebben ook hun weerslag op de wettelijke controle. Het doel en de doelgroep van een audit worden breder en de accountant zal mogelijk meer werk moeten verrichten op het gebied van niet-financiële informatie en IT-beheersing. Deze verschuivingen vinden bovendien plaats tegen de achtergrond van de bestaande uitdagingen, zoals het verhogen van de controlekwaliteit en meer aandacht voor fraude- en continuïteitsrisico's. Dit geeft ruimte aan nieuwe specialisaties binnen de accountancy, maar is ook een uitdaging voor de sector. Het is de vraag of accountantsorganisaties de aangewezen partij zijn om assurance te geven bij bijvoorbeeld CO₂-uitstoot en grondstofgebruik. Het is mogelijk dat andere, gespecialiseerde partijen, beter in staat zijn zekerheid te geven bij niet-financiële prestaties of IT-vraagstukken.

03

Beleggingsgedrag van execution-only-beleggers



De AFM heeft onderzoek gedaan onder retailbeleggers in het execution-only-kanaal. Dit geeft inzicht in verschillende kenmerken van deze beleggers, zoals leeftijd en belegd vermogen. Daarnaast krijgen we meer inzicht in het door hen gerapporteerde gedrag. Hieruit blijkt dat ongeveer 32% van de execution-only-beleggers suboptimaal gedrag laat zien, zoals onvoldoende spreiden of veel handelen. Ongeveer 12% van de beleggers vertoont suboptimaal gedrag, terwijl de kans groot is dat ze het vermogen nodig hebben, vanwege een beperkte buffer of een beleggingsdoel in de toekomst waarbij de belegger afhankelijk is van zijn belegd vermogen. Dit betekent dat het financieel welzijn van deze beleggers door hun suboptimale gedrag in gevaar kan komen.





3.1 Inleiding

Door technologische ontwikkelingen verandert onze wereld in hoog tempo. Wie had 15 jaar geleden gedacht dat we al het nieuws, de boodschappen, onze sportprestaties en onze financiën konden bijhouden en beheren met een apparaatje dat in onze broekzak past? En dat we massaal zouden kijken naar video's waarin mede-consumenten ons vertellen welke dagcrème, fiets of financieel product we zouden moeten kopen? Deze ontwikkelingen hebben effect op veel sectoren, waaronder de beleggingssector. Niet alleen op de ondernemingen die actief zijn in deze sector, maar ook op de consumenten die deze diensten afnemen. Door het gebruik van websites en apps is het gebruiksgemak toegenomen en daarmee is de drempel voor het afnemen van de dienst verlaagd.

Voor de beleggingssector spelen daarnaast andere ontwikkelingen een grote rol. In hoofdstuk 1.1 werd al gerefereerd aan de lage rente. Hierdoor is het reële rendement op een spaarproduct al tijden negatief. Ook dit zorgt voor een toename van het aantal beleggers. In AFM-onderzoek is aan nieuwe beleggers (beleggers die maximaal 2 jaar beleggen) gevraagd wat een grote of doorslaggevende rol heeft gespeeld bij het starten met beleggen. Van die beleggers geeft 76% aan dat meer rendement willen maken dan op de spaarrekening een grote of doorslaggevende rol heeft gespeeld. Voor 38% speelde (mogelijk toekomstige) negatieve rente op de spaarrekening een grote of doorslaggevende rol.

Mede door deze omstandigheden zien we in dit onderzoek dat het aantal beleggende Nederlanders de afgelopen twee jaar sterk is toegenomen. Het aantal beleggende huishoudens is tussen 2019 en 2020 toegenomen met 11% tot 1,6 miljoen huishoudens en tussen 2020 en 2021 met 12% tot 1,9 miljoen huishoudens.

De meeste beleggers kiezen ervoor om zelf verantwoordelijk te zijn voor hun transacties en hun portefeuille. Deze vorm van dienstverlening wordt 'execution only' genoemd. Tussen 2016 en 2021 is het aandeel beginnende beleggers (maximaal 2 jaar ervaring) dat voor deze manier van beleggen koos, toegenomen van 58% naar 66%. De belegger krijgt geen advies van de beleggingsonderneming of bank bij het selecteren van beleggingen en het samenstellen van de portefeuille. Execution-only-beleggen is de meest toegankelijke vorm van beleggen. Door de lagere kosten is het ook met een kleiner budget gemakkelijk om in te stappen. En in de meeste gevallen vindt de dienstverlening volledig online plaats.¹

Box 7 Wat is execution-only-beleggen?

Er zijn drie typen dienstverlening waaruit een particuliere belegger kan kiezen: execution only, vermogensbeheer en beleggingsadvies.

Bij execution-only-dienstverlening stelt de klant zelf zijn portefeuille samen en besluit zelf over zijn beleggingen. De belegger krijgt van de drie typen dienstverlening de minste ondersteuning en hulp van de beleggingsonderneming. De klant is zelf in de regie voor het openen van de beleggingsrekening, de aan- en verkooptransacties, het vaststellen van het beleggingsdoel, de beleggingsstrategie en het volgen van marktontwikkelingen. Voordelen van execution only zijn de laagdrempeligheid en de lage kosten. Dit maakt execution-only-beleggen toegankelijk bij lage belegde vermogens, wat vaak niet geldt voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.

Wettelijk gezien zijn er grote verschillen tussen de typen dienstverlening. Bij execution-only-dienstverlening dient een beleggingsonderneming te beoordelen of de financiële dienst en het product passend zijn

¹ Zie box 7 voor een nadere toelichting op wat execution-only-beleggen inhoudt en de regels voor beleggersbescherming die erop van toepassing zijn.



voor de klant. Een beleggingsonderneming is verplicht om de passendheidstoets af te nemen bij de execution-only-belegger. Dit is een vragenlijst waarbij de kennis- en ervaring van de belegger getoetst wordt. Voor niet-complexe producten, zoals aandelen, is een passendheidstoets niet nodig². Als een beleggingsonderneming oordeelt dat de financiële dienst niet passend is, dient hij de belegger te waarschuwen. Het is niet verplicht om de belegger na deze waarschuwing de toegang tot de dienst te onttrekken.

Bij de andere twee typen dienstverlening, vermogensbeheer en beleggingsadvies, moet een beleggingsonderneming een aanzienlijk grotere inspanning doen. De beleggingsonderneming moet, naast kennis en ervaring, onder andere het beleggingsdoel, de risicobereidheid, de beleggingshorizon en de financiële positie uitvragen³. Op basis van deze informatie geeft de beleggingsonderneming advies over een geschikte portefeuille (beleggingsadvies) of voert het beheer uit van het vermogen (vermogensbeheer). Hierbij geldt ook een onderhoudsplicht, de beleggingsonderneming moet doorlopend beoordelen of de portefeuille geschikt is voor de belegger. Door de hogere inspanning is vermogensbeheer en beleggingsadvies in de regel duurder dan execution-only-beleggen. Zie de tabel hiernaast voor een overzicht van de verschillen.

Tabel 6. Wettelijke verschillen in type dienstverlening.

	Execution only	Vermogensbeheer en beleggingsadvies
Beleggingsdoel	X	V
Beleggingshorizon	X	V
Financiële positie	X	V
Risicobereidheid	X	V
Onderhoud	X	V
Kennis en ervaring	V	V

De regels die van toepassing zijn op de beleggersbescherming van zelfstandige beleggers zijn ruim 15 jaar geleden opgesteld⁴. De markt is sindsdien substantieel veranderd, waardoor de vraag ontstaat of deze regelgeving op dit moment nog actueel is en de belegger voldoende bescherming geniet in het execution-only-kanaal. De eerste stap in het beantwoorden van deze vraag is een goed beeld krijgen van de markt.

Om inzicht te krijgen in de markt heeft de AFM een onderzoek uitgevoerd onder 850 execution-only-beleggers. Dit geeft ons inzicht in de leeftijd, ervaring, belegd vermogen en doelen van deze beleggers. Daarnaast krijgen we meer inzicht in het door hen gerapporteerde gedrag. Zo zien we bijvoorbeeld dat bijna een derde van de beleggers periodieke stortingen doet, waardoor ze het risico verkleinen hun gehele portefeuille op een top

² Artikel 4:24, vijfde lid Wft geeft een lijst met niet-complexe producten waarbij de passendheidstoets van artikel 4:24, eerste lid, Wft niet hoeft te worden uitgevoerd indien op initiatief van de klant een beleggingsdienst als bedoeld in onderdeel a of b van de definitie van een beleggingsdienst in artikel 1:1 Wft wordt verleend, en voor zover niet tevens sprake is van een nevendienst als bedoeld in onderdeel b van de definitie van nevendienst in artikel 1:1 Wft.

³ Artikel 4:23 Wft.

⁴ Deze regels zijn geïntroduceerd met de introductie van MiFID-regelgeving. Deze regelgeving is in 2007 van kracht geworden, de tekst van de richtlijn is in 2004 vastgesteld. In 2018 is MiFID II van kracht geworden, hierin zijn de regels voor de beleggersbescherming van execution-only-beleggers grotendeels gelijk gebleven.

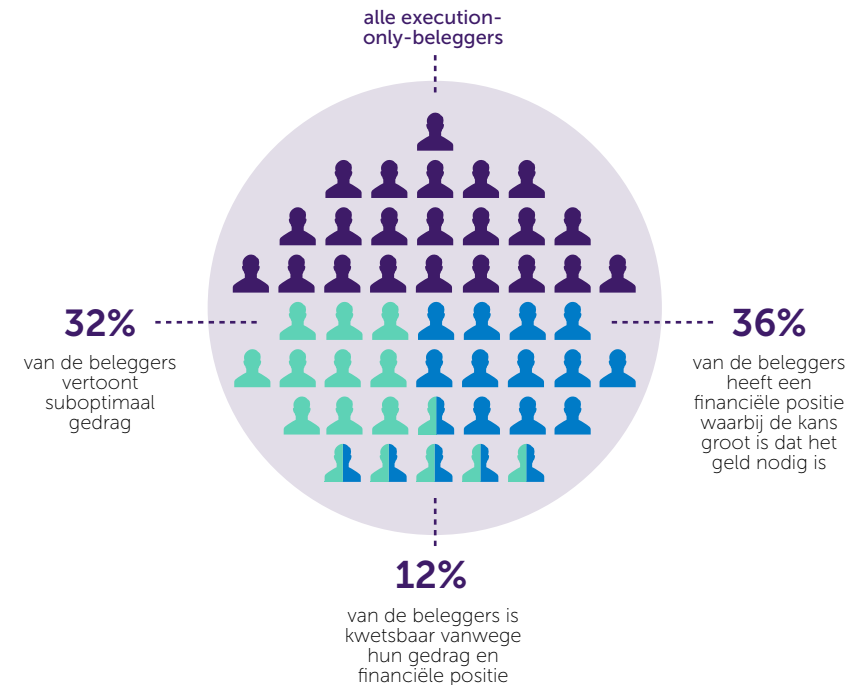


van de markt aan te kopen en de rendement-risicoverhouding van hun portefeuille verbetert. Tegelijkertijd zien we ook dat een ruime meerderheid van de beleggers wekelijks of vaker de waarde van zijn beleggingen bekijkt. Beleggers zijn geneigd te overreageren op prijsschommelingen, waardoor dit gedrag kan leiden tot meer handelen⁵. Dit gaat ten koste van het rendement.

De AFM heeft zich in dit onderzoek gericht op het suboptimale gedrag van beleggers. We weten uit verschillende wetenschappelijke onderzoeken dat het nemen van beleggingsbeslissingen niet altijd goed gaat. Zo zijn beleggers geneigd om veel te handelen en hierdoor onnodig kosten te maken, te weinig te spreiden over verschillende instrumenten of geografische regio's of onnodig risicovolle producten aan te schaffen⁶. Dit gedrag verslechtert de uitkomst voor de belegger, door hogere kosten of meer risico in de portefeuille dan nodig is. Hierdoor lopen beleggers rendement mis en wordt de kans groter dat beleggers hun doel niet halen. Bij passief beleggen in een goed gespreide portefeuille zouden ze meer rendement krijgen en minder risico lopen.

De AFM heeft onderzocht in hoeverre beleggers suboptimaal gedrag vertonen door weinig te spreiden, veel te handelen of in risicovolle producten te beleggen. Uit het onderzoek blijkt dat 32% van de beleggers dit gedrag vertoont. Dit kan een probleem vormen als de kans groot is dat iemand het geld nodig heeft, nu of in de toekomst. Uit dit onderzoek concluderen we dat ongeveer 12% van de execution-only-beleggers een grote kans heeft dat zij het geld nodig hebben en bovendien suboptimaal beleggen. In dit hoofdstuk lichten wij toe hoe wij tot deze conclusie zijn gekomen, wie deze beleggers zijn en welke vervolgstappen de AFM wil ondernemen.

Figuur 4. Welke groepen beleggers onderscheiden we in dit onderzoek?



⁵ Bondt, W.F.M. De & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40 (3), 793–805

⁶ Zie box 8 voor meer toelichting op de verschillende suboptimale gedragingen, de gevolgen voor beleggers en de mogelijke oorzaken van dit gedrag.



Box 8 Welk suboptimaal gedrag laten beleggers zien?

In de economische theorie werd er lange tijd vanuit gegaan dat beleggers op een rationele manier besluiten nemen en hiervoor een vast keuzeprocess doorlopen. Uit onderzoek blijkt echter steeds weer dat consumentengedrag in de meeste gevallen afwijkt van dat veronderstelde rationele beslisproces. Consumenten doorlopen de stappen in een andere volgorde, besteden er weinig tijd aan of slaan stappen helemaal over. De meeste beslissingen nemen consumenten intuïtief in plaats van rationeel en zij worden beïnvloed door factoren die er voor een rationele consument niet toe zouden doen, zoals taalgebruik.

Er is veel onderzoek gedaan naar het niet-rationele gedrag dat voorkomt bij beleggers. Dit gedrag verslechtert de rendement-risico-verhouding van de portefeuille, ofwel doordat het risico toeneemt, ofwel doordat het rendement afneemt. In dit onderzoek richten we ons op drie suboptimale gedragingen, die we hieronder toelichten.

Gebrek aan spreiding

Eén van de grootste oorzaken van suboptimale uitkomsten is een gebrek aan spreiding of diversificatie. Mensen beleggen veelal in bedrijven in hun eigen land, bij hen in de buurt, of in het bedrijf waar ze zelf werkzaam zijn. Ze investeren ook overmatig in aandelen die (om wat voor reden dan ook) opvallend zijn.⁷ Dit slechte spreiden leidt tot meer risico in de portefeuille, omdat het 'idiosyncratische

risico' oftewel 'specifieke risico' niet gespreid wordt over de gehele portefeuille. Voor dit risico word je niet gecompenseerd, dus het levert een verslechtering van de rendement-risicoverhouding op.

Er kunnen meerdere oorzaken aangewezen worden voor dit gedrag. Gebrekkige spreiding wordt onder andere gelinkt aan de *home bias*: beleggers kopen graag binnenlandse aandelen of aandelen van bekende bedrijven (in het laatste geval wordt ook wel gesproken over de *familiarity bias*). Dit geeft beleggers een veilig gevoel. Ook *overconfidence* kan een oorzaak zijn, het idee dat zij de markt kunnen voorspellen en *winners* kunnen selecteren.

Overmatig handelen

Ander bekend gedrag in de literatuur is dat beleggers overmatig handelen. Door veel transacties uit te voeren stijgen de totale transactiekosten. De kosten gaan ten koste van het rendement, wat leidt tot slechtere uitkomsten⁸.

Overmatig zelfvertrouwen, maar ook de behoefte om te gokken en de behoefte aan sensatie zijn hier verantwoordelijk voor⁹. Ook kan dit komen doordat beleggers vaak naar de waarde van hun beleggingen kijken¹⁰. Omdat mensen last hebben van zogenoemde *mental accounting*¹¹ en *myopic loss aversion*¹² is het verstandiger om niet al te vaak te kijken, omdat dit onverstandig handelen tot gevolg kan hebben, vooral bij een langere horizon¹³.

⁷ Barber, B.M. & Odean, T. (2008). All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.

⁸ Barber, B.M. & Odean, T. (2002). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.

⁹ Byun, S.J. & Kim, D.H. (2016). Gambling preference and individual equity option returns. *The Journal of Financial Economics*, 122(1), 155-174.

¹⁰ Uit AFM-onderzoek blijkt dat 71% van de execution-only-beleggers wekelijks of vaker naar de waarde van hun beleggingen kijkt, en vooral risicozoekende beleggers kijken vaak.

¹¹ Dit houdt in dat mensen op verschillende manieren naar hun geld kijken, afhankelijk van welke 'mental account' ze het geld indelen.

¹² Dit is gebaseerd op het idee dat hoe vaker een belegger naar de waarde van zijn portefeuille kijkt, hoe groter de kans is dat hij een verlies ziet en hoe gevoeliger hij wordt voor *verliesaversie*.

¹³ Gneezy, U. & Potters, J. (1997). An Experiment on Risk Taking and Evaluation Periods. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 631-645.



Risicovolle beleggingen

Er zijn ook bepaalde producten die in hun aard risicovoller zijn dan gewone aandelen of obligaties. Denk aan hefboomproducten, afgeleide producten, of producten in hele volatiele markten. Uit AFM-onderzoek blijkt dat dit soort producten aantrekkingskracht hebben op een relatief klein deel van de retailbeleggers¹⁴. Crypto's kwalificeren we als risicovol, omdat de wisselkoers erg volatiel is, er geen centrale uitgever is die aansprakelijk gesteld kan worden als er iets misgaat en er geen depositogarantiestelsel of ander vangnet van toepassing is¹⁵. Bij de handel in CfD's blijkt dat tussen de 74% en 89% van de retailbeleggers geld verliest¹⁶.

Wetenschappelijk onderzoek vindt meerdere oorzaken voor risicozoekend gedrag, zoals *sensation seeking*, emotionele intelligentie en het gepercipieerde belang van geld¹⁷. Uit onderzoek naar de voornemens van beleggers om over te stappen naar crypto's blijkt dat gevoeligheid voor (korte termijn) beloning, persoonlijke innovativiteit en hun inschatting van de beleggingskansen op traditionele markten invloed hebben op de beslissing om in dit nieuwe type instrument te beleggen¹⁸. Daarnaast kunnen beleggers beïnvloed worden door aanbieders van deze producten, die er een commercieel belang bij hebben deze producten te verkopen.

¹⁴ Van alle beleggers geeft 1% aan in CfD's te beleggen en 13% in crypto's of financiële instrument met crypto als onderliggende waarde.

¹⁵ Deze risico's worden verwoord in een waarschuwing van de AFM, te raadplegen via: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2013/dec/bitcoins>.

¹⁶ Dit blijkt uit onderzoeken van Europese toezichhouders, zoals omschreven in het 'Besluit van 18 april 2019, houdende beperkingen aan het op de markt brengen, verspreiden of het verkopen van contracts for differences aan niet-professionele cliënten in verband met Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 en de Wet op het financieel toezicht (Beperkingen aan CFD's)', te raadplegen via: https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/onderwerpen/productinterventie/besluit-productinterventie-cfd.pdf?la=nl-NL.

¹⁷ Sjöberg, L. & Engelberg, E. (2009). Attitudes to Economic Risk Taking, Sensation Seeking and Values of Business Students Specializing in Finance. *Journal of Behavioral Finance*, 10(1), 33-43.

¹⁸ Sun W., Dedahanov A.T., Shin H.Y. & Kim K.S. (2020). Switching intention to crypto-currency market: Factors predisposing some individuals to risky investment. *PLoS ONE* 15(6): e0234155. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0234155>



3.2 Wie zijn de execution-only-beleggers?

Uit het onderzoek blijkt dat 65% van de retailbeleggers in het execution-only-kanaal belegt¹⁹. In dit hoofdstuk geven we achtergrond bij wie deze beleggers zijn en welk gedrag zij vertonen.

Welke kenmerken hebben de execution-only-beleggers?

Aan beleggen kleefde lange tijd een imago dat dit gedaan werd door mannen op leeftijd. Hoewel het merendeel van de execution-only-beleggers nog wel man is (ruim 70%), zijn alle leeftijdsgroepen vertegenwoordigd onder deze groep beleggers. Ook zien we dat jongere beleggers (<35 jaar) vaker voor execution-only-dienstverlening kiezen dan oudere beleggers.

Uit het onderzoek blijkt dat 24% van de execution-only-beleggers korter dan 2 jaar belegt. Gemiddeld hebben beleggers 13,5 jaar ervaring met beleggen.

De meeste execution-only-beleggers zijn hoger opgeleid (hbo of hoger). Ook zien we dat het merendeel van de beleggers (58%) aangeeft een inkomen boven 'modaal' te verdienen. Dit wil niet gelijk zeggen dat al deze beleggers met enorme bedragen beleggen. Meer dan 50% van de beleggers geeft aan met minder dan €25.000 te beleggen.

Execution-only-beleggers hebben verschillende doelen om te beleggen, waarbij het meest wordt aangegeven dat wordt belegd voor vermogensbehoud of vermogensgroei (meerdere antwoorden waren mogelijk). Ongeveer een kwart van de beleggers heeft een specifiek doel, zoals het aflossen van de hypotheek, het betalen van zorgkosten of een consumptief doel, zoals de aankoop van een auto. Voor ruim een derde

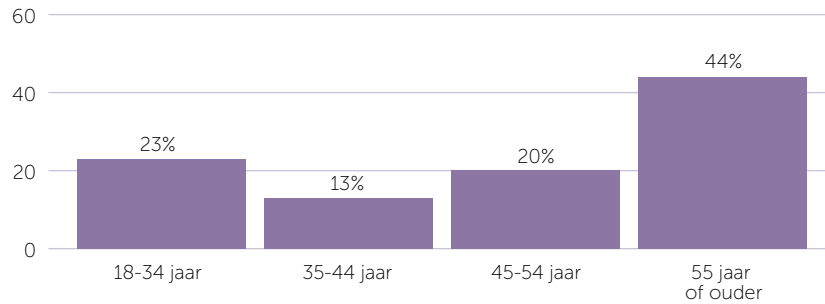
van de beleggers is ook het plezier in het beleggen een (van de) doel(en) van beleggen²⁰. Dit zien we ook terug bij de redenen dat beleggers voor execution-only-dienstverlening hebben gekozen. 21% geeft aan voor dit type dienstverlening te hebben gekozen omdat ze het leuk vinden om het zelf te doen. Het zelf kunnen beheren van de beleggingen, het hebben van genoeg kennis en ervaring en lage kosten zijn andere redenen die vaak genoemd worden. Aan alle execution-only-beleggers is gevraagd of zij professionele hulp of ondersteuning zouden willen krijgen met betrekking tot beleggen. Hierop antwoordde slechts 12% positief, wat ook het beeld bevestigt dat deze beleggers voor dit kanaal hebben gekozen omdat ze het graag zelf doen.

¹⁹ Sommige beleggers nemen meerdere soorten dienstverlening af, dus deze beleggers beleggen mogelijk ook nog in advies of beheer. 62% van de beleggers heeft aangegeven dat execution only hun enige of belangrijkste vorm van beleggen is.

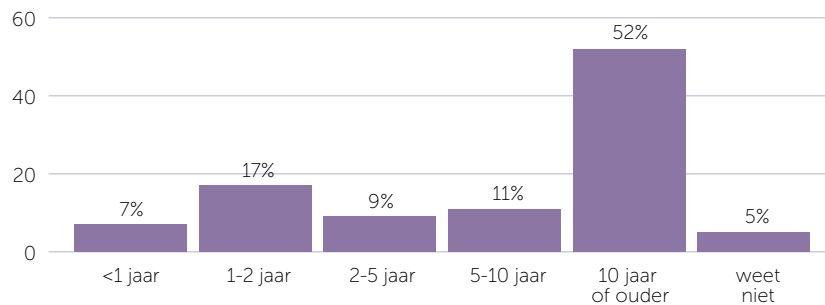
²⁰ Voor ruim 12% is dit het enige doel.



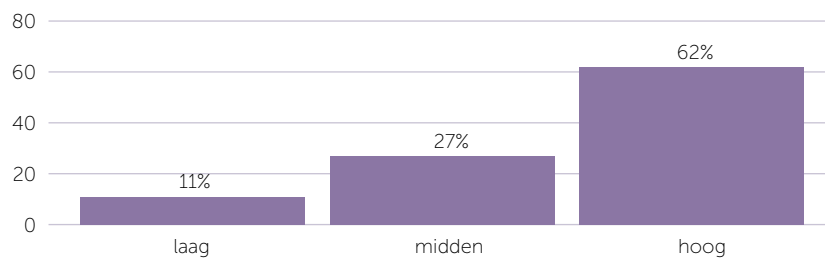
Figuur 5. Leeftijd van execution-only-beleggers.



Figuur 6. Ervaring met beleggen van execution-only-beleggers.

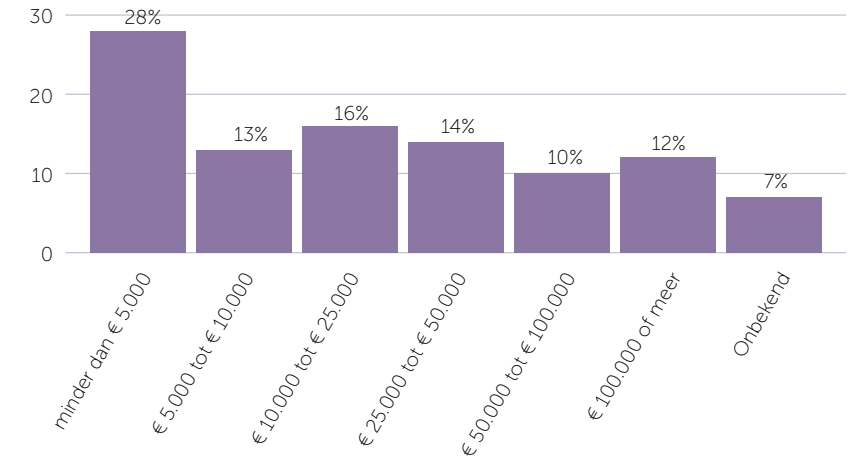


Figuur 7. Hoogst gevolgde opleiding van execution-only-beleggers.

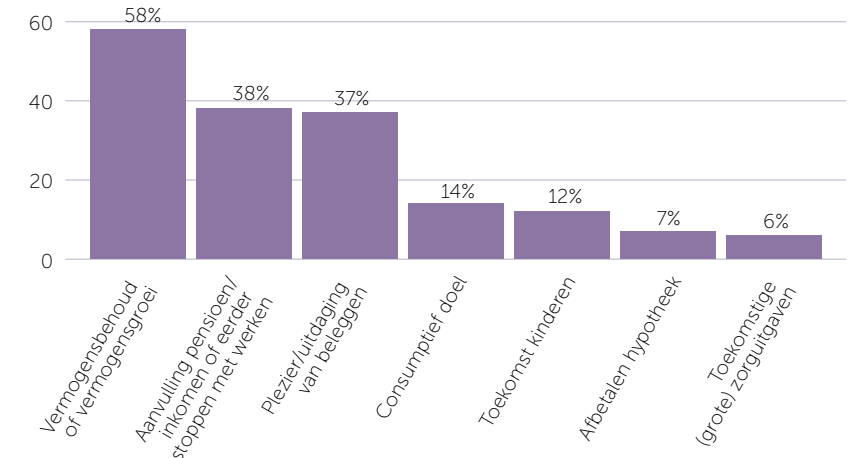


Figuur 8. Totale waarde van beleggingen van execution-only-beleggers.

Dit ziet ook op de waarde van eventuele beleggingen in andere kanalen.



Figuur 9. Doel waarvoor execution-only-beleggers beleggen.





Welk gedrag zien we bij execution-only-beleggers?

Van alle execution-only-beleggers zegt 32% periodiek geld te storten op de beleggingsrekening. Het merendeel daarvan doet deze stortingen eenmaal per maand. Door aankoopmomenten over de tijd te spreiden, verkleint de belegger de kans om op een hoogtepunt van de markt te kopen. Hierdoor neemt het risico af²¹.

Een andere aanbeveling vanuit de gedragseconomie is om niet te vaak naar de waarde van de beleggingen te kijken. Beleggen doe je namelijk voor de lange termijn, dus het is in principe weinig zinvol om de waardeontwikkeling van dag op dag of van week op week te volgen. Bovendien is bekend dat beleggers overreageren op prijsschommelingen²², en dit kan leiden tot meer handelen in de portefeuille. Toch zien we dat ongeveer 70% van de beleggers aangeeft minimaal wekelijks de waarde van zijn of haar beleggingen te bekijken. We zien overigens ook dat dit voor een deel van de beleggers niet leidt tot frequente transacties, want bijna de helft van de beleggers geeft aan maximaal 5 transacties te hebben uitgevoerd in het afgelopen jaar. Van de beleggers die meer dan 20 transacties in een jaar doen, zien we dat bijna alle beleggers minimaal wekelijks de waarde van de portefeuille bekijken.

De informatiebronnen die beleggers gebruiken bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen zijn heel divers. Veel beleggers geven aan gebruik te maken van een of meerdere bronnen van informatie die worden verstrekt of uitgegeven door financiële ondernemingen of uitgeverij van effecten. Daarnaast zien we dat 9% van de retailbeleggers in het execution-only-kanaal sociale media of influencers als informatiebron gebruikt. Van de execution-only-beleggers met maximaal 2 jaar ervaring met beleggen gebruikt 15% sociale media als informatiebron. De AFM verwacht daarom

dat dit de komende jaren zal toenemen. Om deze reden heeft deze ontwikkeling ook de aandacht van de AFM.

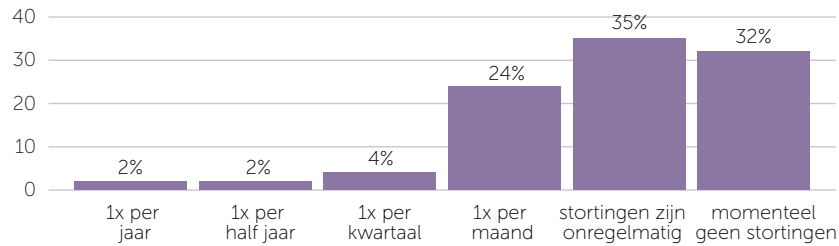
Ten slotte hebben beleggers die maximaal 2 jaar beleggen ook aangegeven welke overwegingen voor hen een rol hebben gespeeld bij de beslissing om te starten met beleggen. Meer rendement willen behalen dan op de spaarrekening is de reden die door meer dan twee-derde van de beleggers wordt genoemd. Dit is een begrijpelijke reden in de huidige marktomstandigheden. Maar ook het gemak, sociale beïnvloeding, reclame en de behoefte aan een spannend tijdverdrif zijn redenen voor consumenten om te gaan beleggen.

²¹ In dit artikel wordt bewijs gevonden dat deze aanpak in de praktijk tot betere resultaten leidt dan een eenmalige belegging: Brennan, M.J., Li, F., & Tourous, W.N. (2005). Dollar Cost Averaging. *Review of Finance*, 9(4), 509-535.

²² Bondt, W.F.M. De & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40 (3), 793-805.

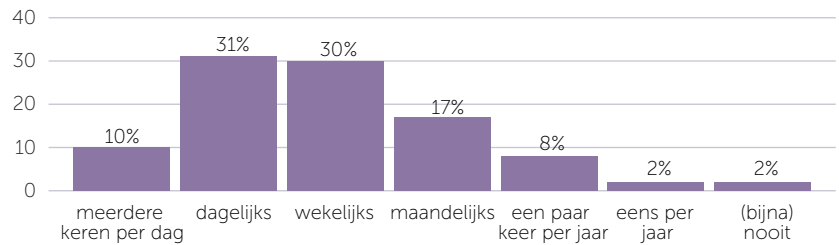


Figuur 10. De mate waarin execution-only-beleggers periodieke stortingen doen. Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.



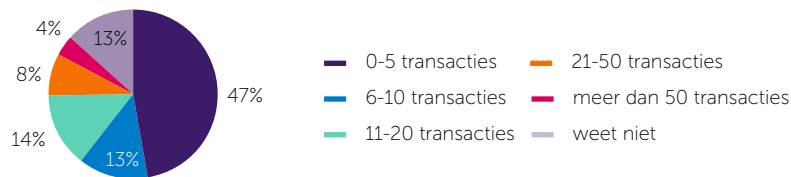
* Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.

Figuur 11. De frequentie waarmee execution-only-beleggers naar de waarde van hun beleggingen kijken. Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.

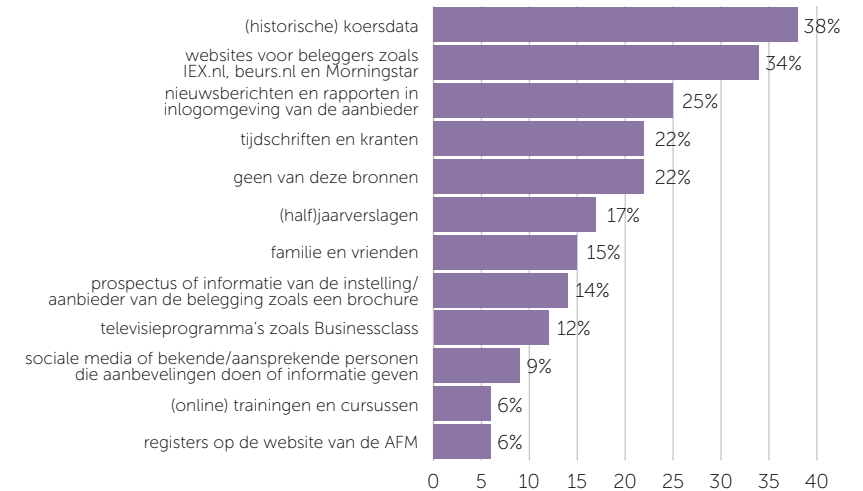


* Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.

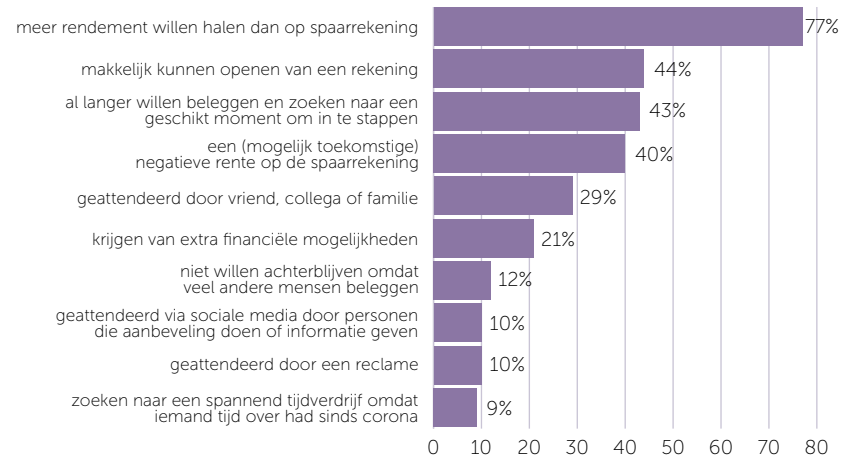
Figuur 12. Het aantal transacties dat execution-only-beleggers in het afgelopen jaar hebben gedaan.



Figuur 13. De informatiebronnen die execution-only-beleggers gebruiken voor hun beleggingsbeslissingen.



Figuur 14. Argumenten die een grote of doorslaggevende rol speelden bij de beslissing om te gaan beleggen.





3.3 Bij welke beleggers komt het financieel welzijn mogelijk in gevaar?

Beleggen betekent altijd een bepaalde mate van risico nemen. Bij beleggen geldt dat wanneer de hoeveelheid risico toeneemt, het verwachte rendement op de lange termijn ook zou moeten toenemen. Dit is de beloning voor de belegger voor het nemen van risico. De verhouding tussen rendement en risico verslechtert echter door te weinig spreiding, het doen van veel transacties of door in risicovolle producten te beleggen. Het gedrag van de belegger is suboptimaal en het risico voor de belegger neemt toe zonder dat het verwachte rendement toeneemt.

Uit onderzoek van de AFM blijkt dat ook ondervraagde beleggers in Nederland dit suboptimale gedrag vertonen. Dit gedrag is niet voor iedere belegger een probleem voor zijn financiële situatie. Daarentegen kan dit gedrag wel zorgen voor problemen bij beleggers die een grote kans hebben dat ze het vermogen nodig hebben, nu of in de toekomst. Deze kans is het grootste wanneer beleggers weinig spaargeld of buffer hebben naast de beleggingen, of wanneer ze het geld later nodig hebben om rond te komen.

Uit dit onderzoek concluderen we dat in ieder geval 12% van de beleggers op één of meerdere manieren suboptimaal gedrag vertoont, terwijl zij een grote kans hebben het vermogen nodig te hebben. In de rest van dit stuk noemen we deze beleggers 'kwetsbare beleggers'. In het vervolg van dit hoofdstuk lichten we toe hoe we deze groep hebben geïdentificeerd.

In werkelijkheid kan de groep beleggers die gedrag vertoont dat niet aansluit bij hun financiële positie groter zijn dan de genoemde 12%. Dit komt doordat we niet van alle beleggers zicht hebben op alle onderdelen van hun gedrag en hun financiële positie²³. Ook hebben we sommige variabelen niet voor alle beleggers berekend. Bij ieder onderdeel van het onderzoek wordt

steeds aangegeven voor welke beleggers een uitspraak gedaan kan worden. Ten slotte hebben we de grenzen moeten kiezen om groepen af te kunnen bakenen. Een belegger die net buiten deze grenzen valt, kan soortgelijke risico's lopen. Zo hebben we bijvoorbeeld gesteld dat een belegger die in 10 of minder individuele aandelen belegt, onvoldoende gespreid is. Als een belegger in 11 individuele aandelen belegt, is hij niet opgenomen in de groep 'kwetsbare beleggers', maar loopt hij mogelijk een soortgelijk risico.

Figuur 15. 12% van de beleggers vertoont suboptimaal gedrag en heeft een financiële positie waar dit niet bij past.



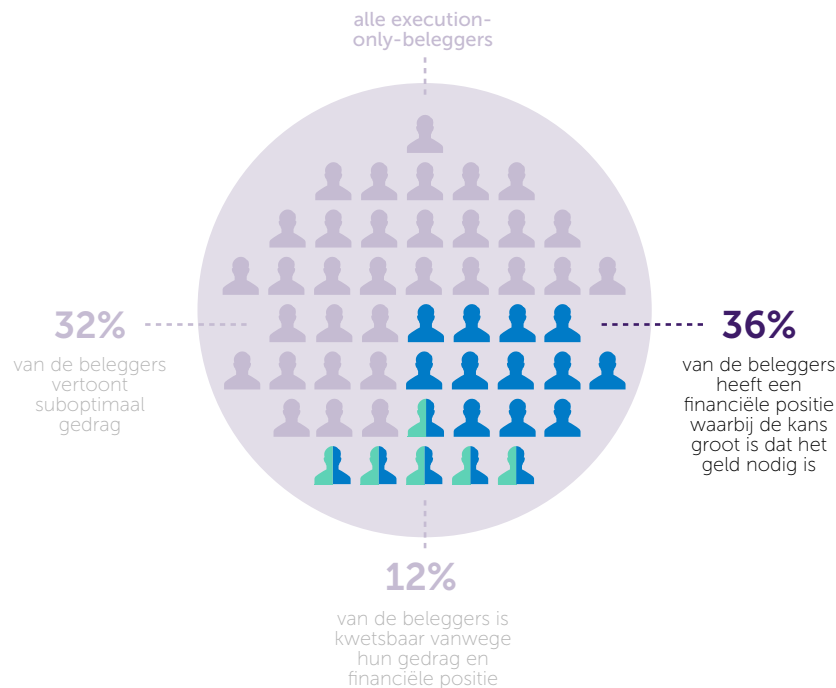
²³ Op sommige vragen hoeven beleggers geen antwoord te geven (als ze het niet weten, of niet willen zeggen).



Welke beleggers hebben het geld (mogelijk) nodig?

Er zijn omstandigheden waarbij een belegger zich geen suboptimaal beleggersgedrag kan veroorloven, namelijk als de kans groot is dat hij het belegd vermogen nodig heeft, voor uitgaven op de korte termijn, of voor het toekomstige beleggingsdoel. In totaal vinden we een groep van 36% van de beleggers waarvan de kans groot is dat ze het vermogen nodig hebben. In dit stuk noemen we dit 'beleggers die afhankelijk zijn van het vermogen'. Dit is opgebouwd uit beleggers die weinig spaargeld of buffer hebben en beleggers die een doel hebben waarbij ze afhankelijk zijn van het vermogen.

Figuur 16. 36% van de beleggers heeft een financiële positie waarbij ze afhankelijk zijn van het belegd vermogen.



Beleggers die weinig spaargeld hebben kunnen in grote mate afhankelijk zijn van de beleggingen wanneer zij een financiële tegenslag hebben, zoals een auto of wasmachine die stuk gaat. Ze zijn dan genoodzaakt beleggingen op dat moment te verkopen, wat ongunstig kan zijn. Dit effect wordt versterkt door suboptimaal gedrag als veel handelen of onvoldoende spreiden. In het onderzoek hebben we beleggers met minder dan €5.000 spaargeld gedefinieerd als beleggers met een kleine buffer. Dit bedrag van €5.000 komt nagenoeg overeen met de buffer die Nibud adviseert voor een stel zonder thuiswonende kinderen, met een modaal inkomen, wonend in een huurhuis en zonder auto²⁴. Van alle ondervraagde execution-only-beleggers in dit onderzoek geeft 12,5% aan minder dan € 5.000 spaargeld te hebben.

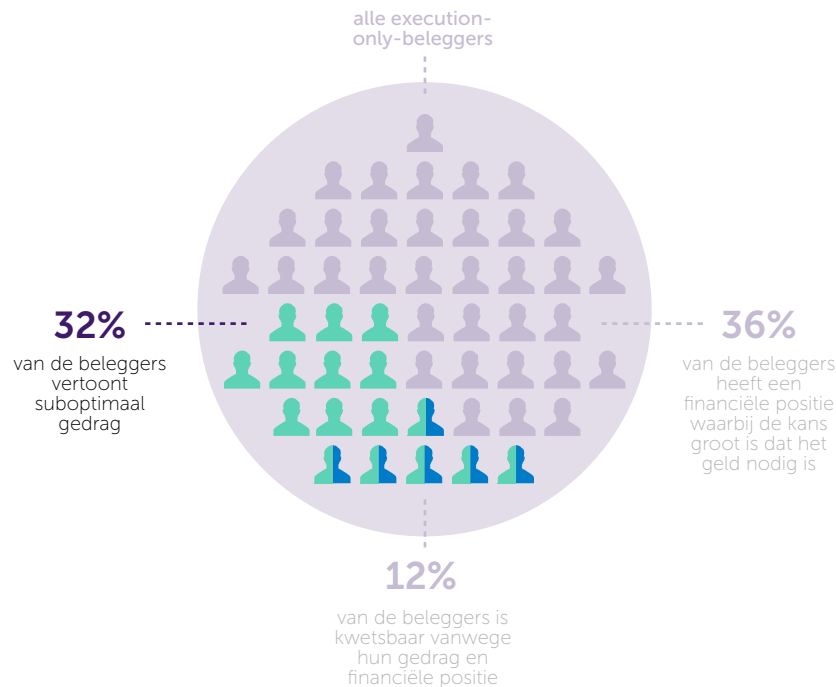
In dit onderzoek hebben we, naast het spaargeld, een andere groep beleggers aangeduid als consumenten die afhankelijk zijn van het belegd vermogen. Er zijn beleggers die naar eigen zeggen het geld nodig hebben om ten tijde van pensionering goed rond te kunnen komen. Voor deze consumenten zijn de beleggingen dus geen aanvulling op pensioeninkomen om bijvoorbeeld vaker op vakantie te kunnen. Ook consumenten die beleggen met als doel het aflossen van de hypotheek of het financieren van toekomstige (grote) zorgkosten hebben we in dit onderzoek gedefinieerd als afhankelijk van het belegd vermogen. Ook voor deze beleggers kan suboptimaal beleggingsgedrag een risico voor hun financiële welzijn opleveren. Bijna 30% van de beleggers zegt het geld nodig te hebben om ten tijde van pensionering goed te kunnen leven of heeft als doel het aflossen van de hypotheek of het financieren van toekomstige (grote) zorgkosten.

²⁴ De minimale buffer kan worden berekend op <https://bufferberekenaar.nibud.nl/#/panel/1>.



Welke beleggers gedragen zich suboptimaal?

Figuur 17. 32% van de beleggers vertoont suboptimaal gedrag.



Ongeveer een derde van de groep execution-only-beleggers rapporteert gedrag dat we in dit onderzoek hebben gedefinieerd als suboptimaal, namelijk onvoldoende spreiden, veel handelen of in risicovolle producten

handelen. In deze paragraaf gaan we in op de verschillende gedragingen en hoe vaak dit voorkomt.

Onvoldoende spreiden

Wanneer beleggers onvoldoende spreiden over het aantal instrumenten, sectoren of geografische regio's neemt het risico van de portefeuille toe. Spreiding is nodig om het risico van een koersdaling in één instrument, sector of regio op te laten vangen door andere instrumenten in de portefeuille die andere kenmerken hebben en dus geen last hebben van deze koersdaling. Spreiding is daarmee een belangrijk instrument om het risico in een portefeuille te laten dalen. De mate van spreiding hebben we in dit onderzoek berekend voor beleggers die alleen in individuele aandelen beleggen²⁵, omdat we voor deze beleggers beschikken over zowel de gegevens over het aantal instrumenten, het aantal sectoren als de concentratie in Nederlandse beleggingen.

Uit het onderzoek blijkt dat een deel van de ondervraagde execution-only-beleggers onvoldoende spreidt over het aantal instrumenten. Onvoldoende spreiding hebben we gedefinieerd als een portefeuille die uit 10 of minder instrumenten bestaat. We zien dat ruim 80% van de beleggers die alleen in aandelen belegt en die het aantal instrumenten in de portefeuille weet, onvoldoende spreidt over instrumenten²⁶.

Ook onvoldoende spreiding over sectoren is één van de gedragingen die we hebben onderzocht. Als een belegger in drie of minder sectoren belegt heeft, is dat als onvoldoende spreiding gedefinieerd. Voor ruim de helft van de execution-only-beleggers die alleen in aandelen beleggen is dit het geval²⁷.

²⁵ Dat is ongeveer 20% van de execution-only-beleggers.

²⁶ Dit betekent dat van de totale groep van execution-only-beleggers 15,3% onvoldoende spreidt over instrumenten.

²⁷ Dit betekent dat van de totale groep van execution-only-beleggers 11,5% onvoldoende spreidt over sectoren.



Een derde manier van spreiding betreft spreiding over regio's. Door de beleggingen te spreiden over regio's neemt het totale risico van de beleggingen af, doordat de belegger minder gevoelig is voor marktbevingingen in een specifieke regio. Veelvoorkomend suboptimaal gedrag is dat beleggers een te groot deel van hun vermogen beleggen in hun eigen regio of land. Deze beleggingen zijn bijvoorbeeld bekend van naam en daardoor meer aansprekend voor de belegger. In dit onderzoek hebben we onvoldoende spreiding over regio's gedefinieerd als een portefeuille waarbij minimaal 50% van de portefeuille is belegd in bedrijven die in Nederland zijn gevestigd of genoteerd. We vinden dat ongeveer driekwart van de beleggers die alleen in aandelen beleggen en van wie het percentage in Nederlandse bedrijven en/of indices bekend is in deze groep valt²⁸.

Veel handelen

Ook veel handelen is suboptimaal gedrag. Veel handelen verhoogt de transactiekosten en verlaagt daarmee het rendement. Van veel handelen is in ieder geval sprake wanneer een belegger meer dan 50 transacties in een jaar uitvoert. Hierbij hebben we beleggers die periodiek inleggen buiten beschouwing gelaten. Dit beïnvloedt namelijk het aantal transacties, terwijl periodiek beleggen niet als schadelijk gedrag wordt gezien²⁹. Hoe kleiner de bedragen per transactie en hoe kleiner de totale portefeuille, hoe groter het effect van veel transacties op het rendement is. Daarom hebben we bij portefeuilles van maximaal € 10.000 de grens gesteld bij 11 transacties of meer per jaar (ook hier exclusief beleggers die periodiek beleggen). Volgens deze definitie handelt 3,4% van de execution-only-beleggers veel.

Risicovolle producten

Alle beleggingen kennen enige mate van risico. Crypto's en *Contracts for Difference* (CfD's) onderscheiden zich door specifieke kenmerken waardoor zij risicovoller zijn dan andere producten³⁰. De AFM heeft beleggers daarom ook meermaals gewaarschuwd voor deze producten. Crypto's kwalificeren we als risicovol, omdat de wisselkoers erg volatiel is, er geen centrale uitgever is die aansprakelijk gesteld kan worden als er iets misgaat en er geen depositogarantiestelsel of ander vangnet van toepassing is³¹. Bij de handel in CfD's blijkt dat tussen de 74% en 89% van de retailbeleggers geld verliest³². Als beleggers ervoor kiezen om crypto's of CfD's aan te schaffen, doen ze er vanwege deze risico's verstandig aan om hier niet een te groot deel van hun vermogen in te stoppen. We hebben het als suboptimaal gedrag gedefinieerd als een belegger meer dan 10% van zijn vermogen in crypto's of CfD's of producten met crypto als onderliggende waarde belegt. Voor 11,7% van de execution-only-beleggers is dit het geval.

In de volgende tabel zetten we de resultaten uiteen op basis van de totale populatie van 850 beleggers.

²⁸ Dit betekent dat van de totale groep van execution-only-beleggers 13,7% onvoldoende spreidt over regio's.

²⁹ Zie voor de toelichting hoofdstuk 3.2.

³⁰ In dit onderzoek richten we ons op de risicovolle producten crypto's en CfD's. Er zijn ook andere risicovolle producten, maar die konden we op basis van dit onderzoek niet voldoende onderscheiden in de antwoorden van execution-only-beleggers.

³¹ Deze risico's worden verwoord in een waarschuwing van de AFM, te raadplegen via: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2013/dec/bitcoins>.

³² Dit blijkt uit onderzoeken van Europese toezichthouders, zoals omschreven in het 'Besluit van 18 april 2019, houdende beperkingen aan het op de markt brengen, verspreiden of het verkopen van contracts for differences aan niet-professionele cliënten in verband met Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 en de Wet op het financieel toezicht (Beperkingen aan CFD's)', te raadplegen via: https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/onderwerpen/productinterventie/besluit-productinterventie-cfd.pdf?la=nl-NL.



Tabel 5. Percentage van de execution-only-beleggers dat suboptimaal gedrag vertoont, en het percentage van de beleggers dat suboptimaal gedrag vertoont en ook afhankelijk is van het vermogen.

		% van alle execution-only-beleggers	% dat ook afhankelijk is van vermogen
Suboptimaal gedrag		32%	12%
Onvoldoende spreiden	over instrumenten	15,3%	3,8%
	over sectoren	11,5%	2,7%
	over regio's	13,7%	4,5%
Veel handelen		3,4%	1,6%
Veel beleggen in risicovolle producten		11,7%	5,8%

Wat weten we over de groep kwetsbare beleggers?

Zoals eerder beschreven kan suboptimaal gedrag zorgen voor problemen bij beleggers die een grote kans hebben dat ze het vermogen nodig hebben, nu of in de toekomst. Deze kans is het grootste wanneer beleggers weinig spaargeld of buffer hebben naast de beleggingen, of wanneer ze het geld later nodig hebben om rond te komen. We hebben de kenmerken van deze groep beleggers vergeleken met de overige groep beleggers. Hierbij is het goed om te benoemen dat in die overige groep ook beleggers kunnen zitten die kwetsbaar zijn³³.

Uit dit onderzoek blijkt dat er een aantal verschillen zijn tussen de kwetsbare beleggers en de rest van de beleggers. De kwetsbare beleggers kijken vaker op beleggingswebsites dan de overige groep, namelijk 47% versus 32%. Sociale media of bekende/aansprekende personen die aanbevelingen doen of informatie over beleggen geven worden eveneens meer gebruikt, namelijk in 22% van de gevallen bij de kwetsbare beleggers versus 7% van de overige groep. Televisieprogramma's zoals Businessclass en RTL-Z nieuws, online trainingen en familie en vrienden worden ook meer gevolgd door de groep kwetsbare beleggers.

Een opvallende bevinding is dat een grotere groep kwetsbare beleggers (39%) denkt dat zij veel geld kunnen verdienen door te beleggen. In de niet-kwetsbare groep is dat 23%.

Een veronderstelling zou kunnen zijn dat de kwetsbare groep bestaat uit jonge of startende beleggers. Uit dit onderzoek blijkt echter dat het aandeel 35-minners even groot is in de kwetsbare groep als in de andere groep. Ook vinden we geen verschil in het aantal jaren ervaring met beleggen. Wanneer we startende beleggers (maximaal 2 jaar ervaring) vergelijken met meer ervaren beleggers valt op dat ze vergelijkbaar suboptimaal gedrag vertonen. Een uitzondering is het bezit van risicovolle producten. Bij een groter deel van de startende beleggers (18,2%) bestaat de portefeuille voor minimaal 10% uit CfD's, crypto's of producten met crypto als onderliggende waarde dan bij ervaren beleggers (9,8%).

³³ Zie box 9 voor een nadere toelichting op de onderzoeksmethode en de reden dat beleggers in de 'overige groep' dezelfde risico's kunnen lopen als de 'kwetsbare beleggers'.



Box 9 Onderzoeksmethode

Om inzicht te krijgen in consumentengedrag wordt sinds 2004 ieder jaar een vragenlijst onder beleggers uitgezet (de Consumentenmonitor Beleggen). In augustus 2021 hebben ruim 1100 beleggers deelgenomen aan de Consumentenmonitor Beleggen. Om goed inzicht te krijgen in execution-only-beleggen zijn 850 execution-only-beleggers bevestigd. Dit betekent dat het aantal execution-only-beleggers zijn oververtegenwoordigd en hier wordt rekening mee gehouden.

In dit onderzoek richten wij ons op alle consumenten die execution-only-beleggen, ongeacht of zij in meerdere kanalen beleggen en welk kanaal het belangrijkste is. De resultaten zijn gewogen naar geslacht, leeftijd en opleiding binnen de groep execution-only-beleggers om de resultaten zo representatief mogelijk te laten zijn voor execution-only-beleggers van 18 jaar en ouder. De respondenten hebben een online vragenlijst ingevuld over onder andere hun beleggingsgedrag, doelstellingen en financiële situatie. Deze zelfrapportage is de basis van dit onderzoek. Hoewel het veel inzicht geeft, kent zelfrapportage ook beperkingen. Zo kunnen respondenten (onbedoeld) foutieve antwoorden geven omdat ze het zich niet goed herinneren.

In dit onderzoek identificeren we beleggers die bepaald suboptimaal gedrag vertonen dat niet past bij hun financiële situatie. Dit wil niet zeggen dat andere beleggers niet kwetsbaar zijn. Soms is het niet mogelijk om bepaald gedrag of de financiële positie te meten omdat een respondent het antwoord op de vraag niet weet: zo kunnen we voor beleggers van wie het aantal transacties in een jaar onbekend is niet vaststellen of zij veel handelen. Daarnaast worden niet alle suboptimale gedragingen voor alle beleggers in kaart gebracht: zo kijken we bij het aantal transacties alleen naar beleggers die niet periodiek inleggen. Dat wil echter niet zeggen dat beleggers die periodiek inleggen nooit veel handelen. Ten slotte hebben we grenzen moeten kiezen om groepen af te kunnen bakenen. Het is denkbaar dat beleggers die net buiten de grens vallen ook suboptimaal gedrag vertonen. Door de grensstelling en doordat niet alle variabelen voor alle beleggers worden geconstrueerd dienen de resultaten te worden geïnterpreteerd als een ondergrens.



3.4 Vervolg

Door middel van dit onderzoek heeft de AFM zich een beeld gevormd van execution-only-beleggers en hun gedrag. Hieruit blijkt dat 32% van de beleggers suboptimaal gedrag vertoont, door onvoldoende te spreiden, veel te handelen of meer dan 10% van de portefeuille te investeren in risicovolle producten. Daarnaast hebben we gekeken naar de beleggers waarvan de kans groot is dat zij het belegd vermogen nodig hebben. Dit geldt voor 36% van de beleggers. Als we deze twee groepen combineren, vinden we dat 12% van de beleggers suboptimaal gedrag vertoont en een grote kans heeft het vermogen nodig te hebben. De genoemde getallen zijn ondergrenzen omdat we voor een deel van de beleggers in dit onderzoek niet kunnen vaststellen of ze suboptimaal gedrag vertonen, of hoe groot de kans is dat zij het vermogen nodig hebben. De groep kwetsbare beleggers blijkt meer gebruik te maken van sociale media als informatiebron voor hun beleggingen. Ook blijkt dat in deze groep relatief veel beleggers denken dat zij veel geld kunnen verdienen door te beleggen (39%, ten opzichte van de overige beleggers 23%).

In dit onderzoek heeft de AFM zich niet gericht op de oorzaken van dit gedrag. Het onderzoeken van deze oorzaken is een volgende stap. Pas dan kunnen we de vraag beantwoorden in hoeverre de bescherming van execution-only-beleggers voldoende is.

De oorzaken voor het gedrag van de beleggers kunnen in de belegger zelf besloten zijn, maar de belegger kan ook tot dit gedrag worden aangezet door externe factoren. Dit kan onder andere de beleggingsonderneming zijn waar de belegger zijn rekening aanhoudt en zijn transacties uitvoert. De AFM zal in 2022 een vervolg geven aan dit onderwerp en onderzoeken in hoeverre beleggingsondernemingen beleggers beïnvloeden in hun gedrag, welk effect dat heeft en wat hierin verbeterd kan worden ten behoeve van een duurzaam financieel welzijn voor hun cliënten.

Zoals beschreven in hoofdstuk 1.7 wordt internationale coördinatie binnen toezicht steeds belangrijker. De AFM zal de uitkomsten van zowel dit onderzoek als het vervolgonderzoek betrekken in haar internationale betrekkingen. Zo krijgen deze inzichten een plek binnen de beleidsontwikkeling.



Heeft u vragen of opmerkingen over dit rapport?

Stuur een e-mail naar redactie@afm.nl



Autoriteit Financiële Markten

Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam

Telefoon

020 797 20 00

www.afm.nl →

Volg ons:

© Copyright AFM 2021
alle rechten voorbehouden