



## 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	<b>Efficiënte marktwerking</b>	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"> <li>• Digitalisering</li> <li>• Wetgeving</li> </ul>	● →
2	<b>Datakwaliteit</b>	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"> <li>• Digitalisering</li> </ul>	● ↗
3	<b>Algoritmes</b>	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"> <li>• Digitalisering</li> </ul>	● →
4	<b>Post-brexit</b>	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"> <li>• EU-regelgeving</li> <li>• Internationalisering</li> </ul>	● ↗
5	<b>Marktmanipulatie via social media</b>	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"> <li>• Social media</li> <li>• Digitalisering</li> <li>• Coronacrisis</li> </ul>	● ↗

### LEGENDA

- zeer hoog
- hoog
- verhoogd
- laag

- ↗ toename
- gelijkblijvend
- ↘ afname



## Risicokaart Kapitaalmarkten

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	<b>Nieuwe beleggingsproducten</b>	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"><li>• Lage rente</li><li>• Social media (hypes)</li><li>• Digitalisering</li><li>• Internationalisering</li></ul>	● ↗

### 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.

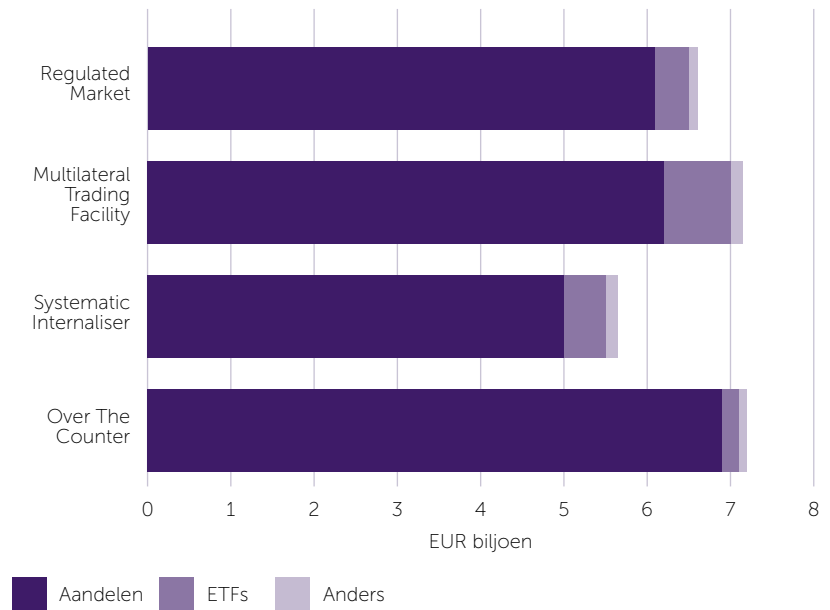
Kenmerken van zo'n 'ideale markt' zijn onder andere dat veel kleine vragers en aanbieders met elkaar handelen op één centrale beurs, waarbij alle partijen op de markt tegen gelijke toegang hebben tot alle informatie over prijzen en transacties, en hun eigen transacties snel en tegen lage kosten kunnen 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.<sup>7</sup> 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.

<sup>7</sup> Oxera. [European Equity Liquidity Landscape](#). 26 Mei 2021.