



Trendzicht 2021

3 november 2020



[Lees rapport](#)



Voorwoord

Corona hadden we niet voorzien in onze vorige Trendzicht. We besteedden ook geen woord aan een scenario waarin de economie met 9 procent in één kwartaal zou krimpen. En, eerlijk gezegd, als we twintig jaar geleden een Trendzicht zouden hebben uitgebracht, was de kans uitermate klein geweest dat daarin gehint zou worden op de huidige negatieve rendementen op Nederlands staatspapier of dat huizenprijzen in korte tijd met gemiddeld 30 procent zouden kunnen dalen, zoals in 2008-2013. Dit vraagt om gepaste bescheidenheid bij wat we hier presenteren.

Trendzicht 2021 geeft vooral een overzicht van een aantal redelijk overzienbare trends die de komende jaren van invloed zijn op de financiële sector en ons toezicht daarop. De eerdergenoemde lage rente is daarvan de meest invloedrijke. Deze lage rente zet de winstgevendheid van banken en verzekeraars onder druk. Dit leidt tot noodgedwongen aanpassingen in het pensioenstelsel, vertaalt zich in stijgende huizenprijzen en creëert in het algemeen een zoektocht naar rendement. Een zoektocht die risico's met zich meebrengt, zoals een onevenwichtig hoge waardering van risicovolle activa en de opkomst van malafide beleggingsaanbieders. Een andere trend is de voortschrijdende digitalisering. En daarmee de toenemende verweving van de traditionele financiële instellingen met bedrijven die hun verdienmodel primair rondom dataverwerking hebben opgebouwd. Dit gaat hand in hand met de verdere internationalisering van financiële dienstverlening. En ook het stijgende maatschappelijk bewustzijn tot verduurzaming krijgt steeds meer vat op de activiteiten in de financiële sector.

Dit zijn voorzienbare ontwikkelingen, waarop de sector en de toezichthouder zich kunnen voorbereiden. Door de mogelijke gevolgen van deze ontwikkelingen in kaart te brengen, hoopt Trendzicht bij te dragen aan deze voorbereiding.

De niet te voorziene ontwikkelingen lijken overigens vooral te versterken wat al gaande is. Zo lijkt de coronaschok de (mogelijke) terugkeer naar een hogere rente niet alleen een paar jaar te hebben uitgesteld, maar ook de digitalisering te versnellen (door meer op afstand te werken en consumeren) en voor overheden kansen te bieden om met te hulp geschoten sectoren nieuwe afspraken over duurzaamheid te maken. De coronacrisis heeft daarbij ook de kwetsbaarheid van mondiale productieketens nog eens voor het voetlicht gebracht. Dit versterkt mogelijk de door protectionistische motieven ingezette trend om deze ketens meer regionaal te gaan organiseren. Dit zou op langere termijn ook gevolgen kunnen hebben voor de nu zeer internationaal georiënteerde financiële markten. In al deze gevallen is niet ondenkbaar dat een goede voorbereiding op de voorzienbare trends heeft geholpen een aantal effecten van de coronacrisis beter te kunnen opvangen.

De coronacrisis doet ons beseffen dat weerbaarheid – van het systeem, van financiële instellingen, van huishoudens – geen gegeven is. De abrupte uitval van vraag en productie, zoals veroorzaakt door de corona-uitbraak, was (en is) ook een test van weerbaarheid van het systeem. Ondersteund door tijdig grootschalig ingrijpen van overheden en centrale banken, hebben kapitaalmarkten zich vooralsnog goed gehouden. De overheid heeft de reële economie bovendien van een stootkussen voorzien in de vorm van de Tozo en NOW-regelingen, waardoor het aantal bedrijfsfaillissementen en de werkloosheidscijfers tot nog toe meevallen. De intentie van de financiële instellingen om in deze crisis onderdeel van de oplossing in plaats van het probleem te zijn, heeft daarbij ook geholpen. Onder andere door uitstel van betaling te gunnen aan bedrijven en huishoudens met betaalproblemen. Niettemin blijft de vraag in hoeverre financiële en bedrijfseconomische ellende daadwerkelijk is voorkomen of alleen tijdelijk aan het zicht is onttrokken.

Op het moment van schrijven is de tweede golf net begonnen, wat de druk op wankelende bedrijven en huishoudens verder verhoogt. En rond de jaarwisseling kan een harde brexit een extra klap geven. De discussie over

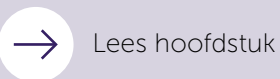
hoe lang 'tijdelijke' steun- en coulancemaatregelen moeten duren neemt aan kracht toe, mede omdat het nog de vraag is in hoeverre corona zich als een tijdelijke verstoring manifesteert of langshepend van aard zal zijn. In eerder gepubliceerd onderzoek dit jaar hebben we laten zien dat een flinke groep huishoudens, met name ZZP'ers en flexwerkers, een zeer beperkte individuele financiële buffer heeft om inkomensverlies op te vangen. Ondanks dat veel collectieve weerbaarheid is georganiseerd in het stevige sociale zekerheidsvangnet in Nederland en de zeer toegankelijke zorg, zal op korte termijn veel wendbaarheid gevraagd worden van mensen die werken in sectoren (cultuur, toerisme, horeca) die mogelijk blijvend moeten afschalen.

Op langere termijn moeten we wellicht rekening houden met een grotere kans op het opvlammen van epidemieën, vanwege ons toenemend reisgedrag en omdat mensen en dieren steeds dichter op elkaar leven. In deze zin is de coronapandemie of een mogelijke opvolger dan ook niet onvoorzienbaar. Al zullen moment en intensiteit van uitbraak onzeker blijven. Dit zet kracht bij het idee dat je weerbaarheid in het systeem moet organiseren. Ook als dat ten koste gaat van andere nastrevenswaardige doelen.

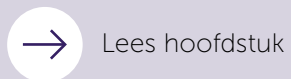
Een concreet voorbeeld van het organiseren van weerbaarheid zijn de normen voor het aangaan van een hypotheeklening. Dit zijn leningen die mensen in staat stellen de grootste aankoop in hun leven te financieren, met jarenlange rente- en terugbetaalverplichtingen tot gevolg. De wens kan groot zijn om linksom of rechtsom het beoogde huis gefinancierd te krijgen. De leennormen staan als wachters opgesteld om te voorkomen dat mensen zich te veel in de schulden steken. Om begrijpelijke redenen hebben maatschappij en politiek ook oog voor de noden van koopstarters, en voor de bevordering van duurzaamheid en studiemogelijkheden. Dit zijn sympathieke doelen, maar een eventuele verruiming van de leennormen leidt wel tot een grotere kans dat onverwachte schokken tot grotere financiële zorgen leiden dan huishoudens kunnen dragen. Trendzicht bevat een apart hoofdstuk over dit onderwerp.

De AFM heeft zich als doel gesteld om de financiële weerbaarheid en daarmee het duurzaam financieel welzijn in Nederland te versterken. In Trendzicht raken we een aantal thema's aan waar werk aan de winkel is, soms op korte en soms op langere termijn. Het is koersen in de mist, maar we trachten zo enige paden te duiden. We gaan graag de discussie met u aan over waar zij toe leiden.

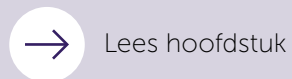
01 Inleiding



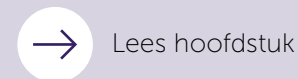
02 Samenvatting



03 Trends



07 Terugblik Trendzicht '20



04 Verantwoorde hypotheekverstrekking



05 Concurrentie tussen beurzen en handels- platformen binnen één Europese kapitaalmarkt



06 Effecten van datagebruik op de financiële marktstructuur



01 Inleiding



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

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

Trendzicht gaat in op ontwikkelingen op het gebied van macro-economie, politiek, regelgeving, digitalisering en duurzaamheid. De coronacrisis krijgt in deze editie bijzondere aandacht. Drie onderwerpen worden extra belicht: 'verantwoorde hypotheekverstrekking, 'concurrentie tussen beurzen en handelsplatformen





binnen één Europese kapitaalmarkt' en 'effecten van datagebruik op de financiële marktstructuur'. We beschrijven de belangrijkste vraagstukken binnen ons toezicht en waar mogelijk geven we oplossingsrichtingen aan. Daarbij is soms de sector aan zet en in andere gevallen zijn meer inspanningen van het toezicht nodig.

Agenda 2021

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 2021, die begin 2021 wordt gepresenteerd.

02

Samenvatting



Hoofdstuk 3. Trends

Macro-economische ontwikkelingen. Als gevolg van de coronapandemie maakt de Nederlandse economie een periode van ongekende krimp door, die gepaard gaat met oplopende werkloosheid. De vooruitzichten op economisch herstel zullen in belangrijke mate afhangen van het verdere verloop van de pandemie, maar de kans is aanzienlijk dat de coronacrisis leidt tot blijvende economische schade en langdurige effecten op de arbeidsmarkt. De crisis stelt de financiële weerbaarheid van financiële instellingen en huishoudens op de proef. In combinatie met de gevolgen van de aanhoudende lage rente, verhoogt deze economische tegenwind de druk op de winstgevendheid en soliditeit van financiële instellingen, met als risico dat instellingen minder in het klantbelang gaan handelen. Huishoudens kunnen met een plotselinge terugval in inkomen te maken krijgen





en daardoor in betalingsproblemen komen. Hierbij vormen in het bijzonder ZZP'ers en werknemers met flexibele arbeidscontracten een kwetsbare groep. De langdurig lage rente verhoogt daarnaast de bereidheid van beleggers en financiële instellingen om in hun zoektocht naar rendement meer risico te nemen.

Geopolitieke ontwikkelingen. Op het moment van schrijven hangt een harde brexit als stabiliteitsrisico boven de markten. Door het verloop van brexit is het moeilijk in te schatten welk deel van de handel in financiële instrumenten zich uiteindelijk in Nederland vestigt. Op mondiaal niveau staat de multilaterale samenwerking tussen landen onder druk ten faveure van een meer nationaal georiënteerd en protectionistisch beleid. Dit uit zich onder meer in langlopende handelsconflicten.

Ontwikkelingen op gebied van wet- en regelgeving. Als gevolg van het in 2020 gesloten pensioenakkoord worden geen 'gegarandeerde aanspraken' meer opgebouwd. Bovendien wordt het pensioen directer afhankelijk van beleggingsresultaten. Op de Europese wet- en regelgeving agenda heeft nieuw beleid op het gebied van digitalisering en duurzaamheid een prominente plek.

Digitalisering van de financiële sector. Binnen de financiële sector zien we een groei in beschikbaarheid en gebruik van data. Doordat deze data gekoppeld worden aan (*artificial intelligence*)-technologie ontstaan nieuwe verdienmodellen. De beleidsmatige stimulans naar *open banking*, en in de toekomst *open finance*, draagt hier verder aan bij. Door deze ontwikkelingen doen steeds meer branchevreemde spelers hun intrede in de financiële sector, inclusief de *bigtechs*. Een andere wereldwijde trend is dat zowel gevestigde als nieuwe marktpartijen investeren in blockchain-technologie. Deze technologie biedt de mogelijkheid om slimmer en efficiënter om te gaan met transacties en dataopslag.

Overgang naar een duurzame economie en samenleving. De markt voor duurzame financiële producten en investeringen groeit. De belangrijkste

uitdaging betreft de beschikbaarheid en kwaliteit van informatie over duurzaamheidsrisico's en -prestaties. Op basis van deze gegevens moeten beleggers immers hun investeringsbeslissingen nemen. Nieuwe (Europese) wetgeving is op komst die eisen stelt aan deze informatieverstrekking. Naar verwachting zal de beschikbaarheid, betrouwbaarheid en vergelijkbaarheid van duurzaamheidsinformatie daardoor verbeteren.

Hoofdstuk 4. Verantwoorde hypotheekverstrekking

Huishoudens die een hypotheek afsluiten worden beschermd tegen restschuldrisico's en betalingsrisico's doordat een limiet wordt gesteld aan de hoogte van het maximaal te lenen bedrag. Een aantal trends vergroot de kans dat huishoudens in bepaalde situaties in de praktijk hogere hypothecaire kredietverplichtingen aangaan dan verantwoord is. Ten eerste ontwikkelt zich een spanning tussen de doelstelling om overkreditering tegen te gaan en andere beleidsdoelstellingen, zoals de verduurzaming van de woningmarkt en het verbeteren van de positie van de koopstarters op de woningmarkt. Ten tweede hebben sommige huishoudens al betalingsverplichtingen die bij de hypotheekaanvraag om verschillende redenen mogelijk door kredietverstrekkers niet of niet volledig worden gewogen bij het bepalen van de maximale financieringslast. Denk daarbij aan het bestaan van studieschulden. Beide trends hebben de aandacht van de AFM. In 2021 onderzoekt de AFM in welke gevallen deze trends risico's met zich meebrengen voor consumenten en wat daarvan de implicaties zijn. De potentiële kwetsbaarheid van koopstarters in de huidige economische omgeving vergt daarbij bijzondere aandacht.

Hoofdstuk 5. Concurrentie tussen beurzen en handelsplatformen binnen één Europese kapitaalmarkt

De visie achter het Europese beleid op het gebied van effectenhandel is dat handelsplatformen op effectieve wijze met elkaar dienen te concurreren, zonder dat dit ten koste gaat van liquiditeit of prijsvorming. Vanwege brexit hebben verschillende grote handelsplatformen gekozen voor een vestiging in Nederland. Hierdoor zijn beleidsontwikkelingen op het terrein van de handelsinfrastructuur nog relevanter voor het toezicht van de AFM zijn dan



voorheen. Europese beleidsmakers werken momenteel aan een herziening van de regelgeving op het terrein van effectenhandel (MiFID II). Bij deze herziening vindt de AFM het voor wat betreft de aandelenmarkten onder meer belangrijk dat het speelveld tussen enerzijds handelsplatformen en anderzijds *systemic internalisers* meer gelijk wordt getrokken. Ook pleit de AFM ervoor dat *post-trade* handelsinformatie van alle platformen *real time* beschikbaar is. Verder is het de vraag of er additionele regelgeving nodig is voor het reguleren van de kosten van marktdata. Voor de obligatiemarkten vindt de AFM het belangrijk goed na te gaan welke transparantievereisten passend zijn. Als vereisten niet passen bij de liquiditeit van de markt, kunnen deze namelijk een negatief effect hebben op prijsvorming en liquiditeit. Daarnaast moeten beleidsmakers en toezichthouders nagaan hoe zij kunnen bijdragen aan standaardisatie van obligaties. Standaardisatie helpt om op termijn bij verdere ontwikkeling van een meer liquide Europese obligatiemarkt. Een markt die aantrekkelijk is voor bedrijven die obligaties uitgeven en voor obligatiebeleggers.

Hoofdstuk 6. Effecten van datagebruik op de financiële marktstructuur

Data wordt in de financiële sector een steeds belangrijkere productiefactor. In toenemende mate worden klantgegevens gebruikt om meer inzicht te krijgen in het gedrag van consumenten. En om hierop in te spelen. De mogelijkheden voor deze 'datakapitalisatie' nemen toe als gevolg van Europese regelgeving die de toegankelijkheid van financiële data voor derden vergroot. Deze ontwikkeling verandert zowel de wijze waarop financiële instellingen zichzelf organiseren als de marktstructuur waarin deze bedrijven opereren. De veelheid en diversiteit aan nieuwe samenwerkingsverbanden kunnen een grotere ontvlechting van diensten in de hand werken en introduceren nieuwe afhankelijkheden tussen marktpartijen. Dit brengt nieuwe operationele risico's met zich mee. Het toenemend datagebruik kan de consument voordelen bieden, maar kan er ook toe leiden dat data tegen zijn of haar belang in gebruikt wordt, bijvoorbeeld bij het gepersonaliseerd beprijzen van producten. De AFM zoekt daarom de dialoog met de markt over hoe datatechnieken het best kunnen worden ingezet in het belang van de consument. De toename

in verwerking van financiële persoonsgegevens maakt een versterkte samenwerking tussen financiële- en dataproductie toezichthouders noodzakelijk. Hoewel de eerste stappen tot samenwerking op nationaal niveau zijn gezet (tussen de Autoriteit Persoonsgegevens, DNB en AFM), signaleert de AFM dat het een uitdaging is om tot een passende samenwerkingsvorm te komen.

03 Trends



Jaarlijks voert de AFM een omgevingsanalyse uit van trends die van invloed zijn op de wijze waarop wij toezicht houden. Dit hoofdstuk beschrijft deze belangrijke trends op het gebied van (1) macro-economie, (2) geopolitiek, (3) regelgeving, (4) digitalisering, en (5) duurzaamheid, en gaat in op de daaruit resulterende aandachtspunten voor het AFM-toezicht.





3.1 Macro-economische ontwikkelingen: coronacrisis en langdurig lage rente

De Nederlandse economie kent een ongekennde krimp als gevolg van de coronapandemie. De coronapandemie en de daaruit volgende lockdownmaatregelen zorgen wereldwijd voor een grote economische terugslag. Ook de Nederlandse economie is hard getroffen. Volgens het CBS is het bruto binnenlands product (bbp) in het tweede kwartaal van 2020 met 8,5 procent gedaald ten opzichte van een kwartaal eerder. Een dergelijke krimp is niet eerder door het CBS gemeten. De daling van het bbp in het tweede kwartaal is voor meer dan de helft toe te schrijven aan de sterk gedaalde consumptie door huishoudens. Wel was de economische krimp in Nederland kleiner dan gemiddeld in de eurozone en kleiner dan in de ons omringende landen zoals Duitsland, het Verenigd Koninkrijk en België.

De ontwikkeling van de pandemie is bepalend voor de vooruitzichten op economisch herstel en voor de ontwikkeling van de werkloosheid. In de [Macro Economische Verkenning 2021](#) van het Centraal Planbureau (CPB) – die er in de basisraming van uitgaat dat er geen grootschalige nieuwe contactbeperkingen nodig zijn – krimpt de economie in 2020 met 5,0 procent, gevolgd door groei van 3,5 procent in 2021. De werkloosheid loopt op richting 6 procent in 2021. De ontwikkeling van de pandemie is zeer bepalend voor de vooruitzichten op economisch herstel. Om die onzekerheid recht te doen, heeft het CPB ook een scenario opgenomen waarin opnieuw grootschalige contactbeperkingen van kracht worden. In een dergelijk scenario krimpt de economie ook in 2021 en loopt de werkloosheid op tot 8,5 procent.

De kans is groot dat de coronacrisis leidt tot blijvende economische schade en langdurige effecten op de arbeidsmarkt. Het CPB acht het aannemelijk dat door de coronacrisis het bbp langdurig of zelfs permanent lager blijft dan verwacht op basis van trends van voor de crisis¹. Ook zal de coronacrisis de komende jaren (op de middellange termijn) aanzienlijk effect hebben op de arbeidsmarkt. De werkloosheid zal sterk stijgen en mensen die werkloos raken, zullen elders aan de slag gaan of de arbeidsmarkt verlaten. Vooral lager opgeleiden lopen een groter risico om hun baan te verliezen, omdat zij vaker een flexibel contract hebben. Daarnaast kan de vraag naar arbeid veranderen doordat sectoren verschillend worden geraakt. Bepaalde trends kunnen vertragen, zoals de groei in de internationale handel, terwijl andere trends juist kunnen versnellen, zoals automatisering, robotisering en digitalisering.

Impact van de coronacrisis op het AFM-toezicht

De kapitaalmarktinfrastructuur is tot op heden goed blijven functioneren en heeft een hoge weerbaarheid getoond. Op de financiële markten daalden de activaprijzen in de eerste fase van de crisis scherp en de volatiliteit nam aanzienlijk toe (Figuur 1). Inmiddels hebben interventies van centrale banken en overheden gezorgd voor een opleving op de financiële markten. De aandelenkoersen zijn weer gestegen en de volatiliteit is afgenomen, al is de volatiliteit nog steeds hoger dan voor de coronacrisis. De sterk gestegen aandelenkoersen staan overigens in schril contrast met de sobere economische ontwikkelingen. We zien wereldwijd een ontkoppeling tussen de aandelenkoersen en de reële economie. Hierdoor ontstaat het risico dat tegenvallende pandemieontwikkelingen opnieuw het functioneren van financiële markten onder druk zetten, met onordelijke marktcorrecties tot gevolg.²

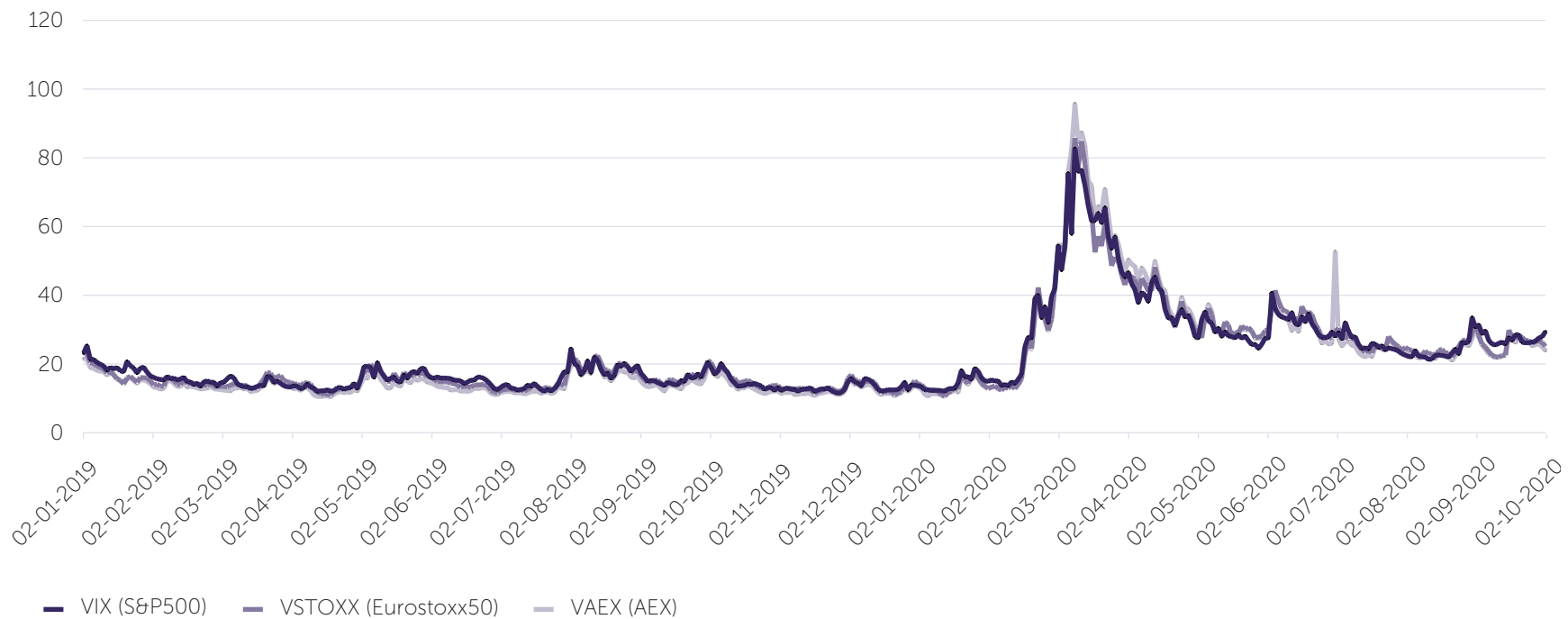
¹ CPB (2020), 'Blijvende economische schade van de coronacrisis'.

² ESMA (2020), 'Trends, Risks and Vulnerabilities Report', september.



Figuur 1 Coronapandemie veroorzaakte in het voorjaar grote volatiliteit op de aandelenmarkten

Ontwikkeling volatiliteitsindicatoren van de S&P500 (VIX), de Eurostoxx50 (VSTOXXX) en de AEX (VEAX)



Bron: Investing.com. Eigen bewerking AFM.



De Nederlandse vermogensbeheersector heeft de onrust goed doorstaan, mede door de inzet van buitengewone liquiditeitsinstrumenten. Tijdens de onrust heeft de sector bijvoorbeeld de terugkoop van participaties opgeschort of de betaling daarvan uitgesteld. De onzekere economische situatie leidt echter tot een aantal aanhoudende risico's, zoals het snel oplopen van afwaarderingen van bedrijfsobligaties en waardedalingen van vastgoed en andere illiquide activa. Ook kan nieuwe marktonrust wederom leiden tot hoge margeverplichtingen op uitstaande derivaten, met *fire sales*³ in illiquide markten tot gevolg. Het blijft belangrijk dat fondsbeheerders hierop zijn voorbereid en tijdig de juiste liquiditeitsinstrumenten inzetten.

De coronacrisis zet, in combinatie met de aanhoudend lage rente, grote druk op de financiële weerbaarheid van financiële instellingen en huishoudens. De economische neergang zet druk op de onderliggende structurele kwetsbaarheden in de economie, die voor een belangrijk deel verband houden met de langjarige lagerenteomgeving. De lagerenteomgeving is al jaren een krachtige driver achter de ontwikkelingen in de financiële sector en de rente is in die tijd verder gedaald. Zo is de rente op Nederlandse langlopende staatsleningen sinds vorig jaar negatief. De rente op nieuw verstrekte woninghypotheken in Nederland staat op dit moment onder de 2 procent. De nominale rente op spaargeld heeft inmiddels bijna de 0 procent bereikt.⁴ Uitgaand van een jaarlijkse inflatie van ongeveer 1,5 procent betekent dit dat de reële rente negatief is op zowel leningen als spaargeld. In Box 1 worden de gevolgen van de langdurig lage rente op financiële markten, financiële instellingen en huishoudens toegelicht.

De coronacrisis zet grote druk op de financiële weerbaarheid van financiële instellingen en huishoudens

³ Noodgedwongen verkoop van activa tegen doorgaans sterk verlaagde prijzen. Instellingen zijn hiertoe genoodzaakt als zij op zeer korte termijn cash nodig hebben, bijvoorbeeld om aan margeverplichtingen te kunnen voldoen.

⁴ De ECB hanteert sinds maart 2016 een herfinancieringsrente voor banken van 0 procent. De rente op de depositofaciliteit – waar banken hun overtollig geld mogen stallen bij de ECB – bereikte al in 2012 0 procent. De rente op de depositofaciliteit is sinds 2014 negatief en staat per september 2019 op -0,5 procent.



Box 1 Lagerenteomgeving

De langdurig lage rente heeft de bereidheid van beleggers en financiële instellingen om in hun zoektocht naar rendement meer risico te nemen (search-for-yield) verhoogd.⁵ Dit zorgt onder andere voor hoge waarderingen van aandelen en bedrijfsobligaties. Ook minder solide bedrijven hebben goedkoop krediet kunnen aantrekken. Hierdoor is de kredietkwaliteit in het systeem geleidelijk afgenomen. Sinds 2012 is wereldwijd een daling zichtbaar in de kredietkwaliteit van nieuw uitgegeven bedrijfsobligaties. Dit komt vooral door de explosieve groei van uitgegeven schuldtitels met een BBB-rating. Ook heeft wereldwijd groei plaatsgevonden van de uitgiftes van hefboomleningen, gekoppeld aan soepelere voorwaarden (wat duidt op hogere risico's).

De lage rente drukt de winstgevendheid en soliditeit van financiële instellingen. De lagere rente en het afnemend verschil tussen lange en korte rentes (vervlakking van de termijnstructuur) drukken direct op het verdienmodel van banken. Nederlandse pensioenfondsen zien door de dalende rente de waarde van toekomstige verplichtingen stijgen, wat leidt tot een grote druk op de dekkingsgraden. Met de invoering van het nieuwe pensioenstelsel in 2026 worden de 'gegarandeerde' pensioenaanspraken uit het huidige stelsel losgelaten. Het pensioen wordt daardoor variabel en de hoogte van de pensioenuitkeringen beweegt directer mee met de rendementen op financiële markten. Omdat de langdurig lage rente leidt tot lagere beleggingsresultaten voor pensioenfondsen zal deze (ook in het nieuwe stelsel) de hoogte van de pensioenuitkeringen negatief beïnvloeden. Dit geldt in het bijzonder voor de toekomstige pensioenen van jongere generaties.⁶ Tot slot zijn ook de Nederlandse levensverzekeraars in toenemende mate kwetsbaar in de lagerenteomgeving. Dit komt door de stijging van de waardering van hun langlopende verplichtingen.

Door druk op de verdienmodellen van financiële instellingen is er een risico dat instellingen minder in het klantbelang handelen. Dit kan het geval zijn als financiële instellingen afnemende rendementen proberen te compenseren door hogere kosten door te berekenen aan de consument of door productvoorwaarden te versoberen.

Er zijn vooralsnog geen duidelijke aanwijzingen voor toenemend risicovol gedrag door Nederlandse huishoudens in de lagerenteomgeving.

Ondanks de stijging van de huizenprijzen groeit de hypotheekschuld nauwelijks op geaggregeerd niveau. Daarnaast zien we dat Nederlanders minder gebruik lijken te maken van consumptief krediet. Het spaarsaldo groeit zelfs, ondanks de lage spaarrente. Ook lijkt de blootstelling aan meer risicovolle beleggingsalternatieven voor Nederlandse huishoudens vooralsnog beperkt. De search-for-yield blijkt dus met name te spelen in het institutionele segment en is het bij huishoudens minder aan de orde. Wel ligt het risico voor overkreditering op de loer. Zo lenen huishoudens voor de aankoop van een huis steeds vaker maximaal op basis van de wettelijke hypothecaire leennorm (zie hoofdstuk 4).

⁵ Zie CPB (2020), 'Risicorapportage Financiële Markten 2020', juni.

⁶ Zie CPB (2020), 'Lage rente en de toekomst van pensioenen', augustus.



De coronacrisis zet de financiële positie van pensioenfondsen en verzekeraars verder onder druk. De volatiele rendementen van financiële activa als gevolg van de coronacrisis, in combinatie met de aanhoudend lage rente, voeren de druk op de dekkingsgraad van pensioenfondsen en de verdien capaciteit van (levens)verzekeraars verder op. Compensatieregelingen door de overheid hebben grotendeels voorkomen dat pensioenopbouw en verzekeringen voor deelnemers kwamen te vervallen. Tevens lijkt, op basis van de halfjaarverslagen, de impact van de coronacrisis op de resultaten van verzekeraars vooralsnog mee te vallen. Desalniettemin benadrukt de AFM dat pensioenfondsen en (levens)verzekeraars bij eventuele tegenvallende resultaten hun klanten duidelijk moeten wijzen op de consequenties voor hun producten.

Huishoudens kunnen door terugval in inkomen in betalingsproblemen komen. Door de omvangrijke steun van de overheid zijn de betalingsproblemen op de leningen van huishoudens vooralsnog relatief beperkt gebleven. De betaalbaarheid van hypotheekleningen kan door de coronarecessie wel onder druk komen te staan. Al zijn op de woningmarkt vooralsnog de effecten van de coronacrisis niet goed zichtbaar. Dit kan verklaard worden door structurele factoren als de lage rente en een tekort aan woningen. DNB gaat in haar raming desondanks uit van een daling van de huizenprijzen in 2021 en 2022, met respectievelijk 2,1 en 3,7 procent⁷. Dit vooruitzicht vergroot de kans op betalings- en restschuldproblemen bij huishoudens. Kredietverstrekkers moeten zich voorbereiden om samen met hun klanten te zoeken naar een duurzame oplossing voor uitgestelde betalingen. Tot nu toe hebben 20.000 huizenbezitters met een hypotheek uitstel van betaling van hun bank gekregen. Daarmee is op 1,3 procent van het totaal uitstaand hypothecair krediet uitstel van betaling verleend.⁸ Bij nieuwe hypotheekleningen en consumptieve kredieten dienen kredietverstrekkers

extra aandacht te hebben voor de (toekomstige) inkomensbestendigheid van huishoudens. Het moet voorkomen worden dat de oplossingen van vandaag leiden tot de problemen van morgen.

ZZP'ers en werknemers met flexibele arbeidscontracten vormen een kwetsbare groep. Vooral flexwerkers lijken door de coronacrisis hard geraakt te worden. Dit komt ten eerste doordat flexwerkers veelal in sectoren werken die grotendeels zijn stilgevallen tijdens de coronacrisis, zoals de horeca. Ten tweede hebben werknemers met een flexibel of tijdelijk arbeidscontract in de hard getroffen sectoren relatief weinig liquide buffers. Zij waren vóór de crisis al een relatief groot deel van hun inkomen kwijt aan vaste en noodzakelijke lasten⁹. Ook ZZP'ers zijn zeer kwetsbaar voor het verliezen van inkomen. Een recente stresstest van de AFM en het CPB toont aan dat zonder inkomenssteun, zoals de Tozo, 87.000 huishoudens een verlies van inkomen maximaal een half jaar kunnen uitzingen¹⁰. De uitkomsten van deze studies benadrukken de noodzaak voor huishoudens om voldoende liquide buffers aan te houden. Aanvullend beleid is idealiter gericht op specifieke kwetsbare groepen en houdt rekening met de oorzaken van hun kwetsbaarheid.

⁷ DNB (2020), 'Economische Ontwikkelingen en Vooruitzichten, nummer 19'.

⁸ DNB (2020), 'Overzicht Financiële Stabiliteit', september.

⁹ AFM (2020), 'Korte termijn financiële weerbaarheid van huishoudens'.

¹⁰ CPB en AFM (2020), 'Stresstest huishoudens'.



3.2 Geopolitieke ontwikkelingen

Brexit

Een harde brexit kan gepaard gaan met hogere volatiliteit op de financiële markten, verlies van markttoegang en beleggingsverliezen. Door stroef verloop van de onderhandelingen is het steeds minder aannemelijk dat de deadline voor een geordende brexit, 31 december 2020, gehaald wordt. De vorig jaar in Trendzicht geïdentificeerde brexit-risico's, namelijk *event risk*, risico's op de retailmarkt en toezichtarbitrage, blijven daarom volle aandacht vergen. Het zogeheten *event risk* is door het uitbreken van de coronacrisis vergroot, omdat de brexit hoogstwaarschijnlijk zal plaatsvinden in een omgeving met reeds kwetsbare financiële condities. Een daling van het Britse pond en verdere onrust op de aandelenmarkten liggen voor de hand. Dit kan financiële instellingen raken die hier exposure op hebben en tot liquiditeitsproblemen leiden. De grotere volatiliteit zet daarnaast mogelijk ook druk op de handelsinfrastructuur. Een ander risico bij een harde brexit is dat financiële instellingen gezeteld in het Verenigd Koninkrijk, waaronder brokers, hun markttoegang tot de Europese retailmarkt per 2021 verliezen. Daarnaast kunnen bij het uitblijven van een handelsakkoord instellingen met omvangrijke beleggingen in het Verenigd Koninkrijk forse verliezen gaan lijden. De directe uitzettingen van de Nederlandse financiële sector op het VK bedragen ongeveer 4% van de totale uitzettingen. Pensioenfondsen beleggen het meest in het VK: hun directe uitzettingen bedragen 5,1% van hun totale uitzettingen¹¹. Dit onderstreept dat de financiële sector zich goed moet voorbereiden. Tot slot blijft het risico op toezichtarbitrage en versplintering van het Europese toezicht bestaan. Dit is een risico voor de langere termijn. De AFM blijft zich er in Europees verband voor inzetten dit zoveel mogelijk te voorkomen.

Als gevolg van brexit willen nieuwe partijen zich in Nederland vestigen om zo de toegang tot de Europese markt zeker te stellen. De AFM heeft in de afgelopen jaren diverse vergunningsverzoeken voor toetreders behandeld, zowel voor handelsplatformen als financiële dienstverleners. Per 30 september 2020 heeft de AFM in totaal 54 vergunningen verleend en zijn tien aanvragen nog in behandeling. In totaal zijn door brexit acht handelsplatformen, en de daarmee verwante kapitaalmarktpartijen, naar Nederland gekomen. Dit vormt een grote uitbreiding van het financiële ecosysteem in Nederland. Een opmerkelijk effect is dat, ondanks dat er nog geen aanleiding is om handel over te brengen vanuit het Verenigd Koninkrijk naar Nederlandse platformen, er wel al een toename zichtbaar is in het handelsvolume op brexit-platformen die sinds vorig jaar in Nederland zijn gevestigd. Bij het uitblijven van een overeenkomst tussen de Europese Unie en het VK is het mogelijk dat een groot gedeelte van de Europese platformhandel in financiële instrumenten zich in Nederland vestigt.

Toenemend unilateralisme

Op mondiaal niveau staat de multilaterale samenwerking tussen landen onder druk ten faveure van een meer nationaal georiënteerd en protectionistisch beleid. Al voor de uitbraak van de coronacrisis sprak het [World Economic Forum](#) van een 'ontregelde wereld': de ooit zo vanzelfsprekende bondgenootschappen en multilaterale samenwerking staan onder druk omdat steeds meer landen en wereldleiders hun eigen belangen en eigen politieke agenda vooropstellen. Het verminderen van handelsbelemmeringen en het aanjagen van grensoverschrijdende investeringen, ooit gezien als de fundamenten voor economische groei, verdwijnen steeds vaker naar de achtergrond ten faveure van protectionistisch beleid. Dit uit zich onder meer in langlopende handelsconflicten tussen de VS en China en tussen de VS en de EU, met een dempend effect op de wereldhandel tot gevolg. Omdat de coronauitbraak de kwetsbaarheid van mondiale ketens blootlegt, kan van de huidige crisis

¹¹ DNB (2019), 'Overzicht Financiële Stabiliteit, najaar 2019'.



een verdere impuls uitgaan om waarde- en productieketens meer regionaal te organiseren. Mocht deze trend doorzetten dan kan dit op langere termijn ook gevolgen kunnen hebben voor (de nu zeer internationaal georiënteerde) financiële markten en het op het grensoverschrijdend toezicht daarop.

3.3 Regelgeving

Nederland: pensioenstelselherziening

Door het pensioenakkoord worden alle pensioenen premieregelingen. Dit leidt tot meer keuzemogelijkheden maar ook tot meer onzekere uitkomsten voor deelnemers. Pensioen wordt in het nieuwe stelsel directer afhankelijk van beleggingsresultaten; er worden geen ‘gegarandeerde aanspraken’ meer opgebouwd. Het pensioen wordt variabel en beweegt sneller mee met de economische omstandigheden. Het pensioen wordt door het nieuwe stelsel persoonlijker en transparanter en sluit beter aan bij de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Uiterlijk 1 januari 2026 moeten pensioenuitvoerders hun pensioenregeling hebben aangepast. Een tijdelijk wettelijk transitiekader biedt handvatten voor een zorgvuldige en evenwichtige overstap. Onderdeel hiervan is een wettelijk verplicht communicatieplan. Dit plan is bedoeld om deelnemers tijdig te informeren over de persoonlijke gevolgen van de overstap naar een nieuw pensioen. De AFM houdt toezicht op de communicatieplannen, die uiterlijk 1 juli 2024 moeten zijn ingediend.

De AFM vindt het belangrijk dat de pensioenregeling past bij de deelnemerspopulatie en de deelnemer adequate bescherming krijgt.

Juist omdat deelnemers wettelijk verplicht zijn tot deelname is dit van belang. Tijdens de totstandkoming van het pensioenakkoord heeft de AFM het belang van een goede uitlegbaarheid van het pensioen benadrukt. Ook is aandacht gevraagd voor een versteviging van de zorgplicht ten aanzien van keuzebegeleiding door pensioenuitvoerders. Goede keuzebegeleiding kan

risico's beperken. Een belangrijk risico dat de AFM ziet is mogelijk negatieve effecten van de samenhang van keuzes. Een ander belangrijk risico is de mogelijke ongewenste sturing in de wijze waarop keuzes worden voorgelegd (de keuzeomgeving). De AFM vraagt tijdens het wetgevingsproces ook aandacht voor toezicht op de vaststelling van de risicohouding van (groepen van) deelnemers en de aansluiting van deze risicohouding op de vormgeving van de pensioenregeling. Tot slot vraagt de AFM aandacht voor toezicht op de correctheid van de aan individuele deelnemers getoonde scenariobedragen in de pensioencommunicatie. De AFM blijft actief betrokken bij de verdere uitwerking van het wetgevingstraject om de risico's voor deelnemers te beperken en de uitlegbaarheid aan deelnemers te bevorderen.

Europa

Nieuwe regelgeving op het terrein van duurzame financiering. Het in 2018 gelanceerde EU Action Plan for Financing Sustainable Growth vormt de basis voor nieuwe Europese regelgeving die de financiële sector een grotere rol geeft bij de verwezenlijking van ecologische en sociale doelstellingen. Het [actieplan](#)¹² bevat onder meer regels over informatieverschaffing door financiële instellingen (*disclosure*), 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. In het licht van deze nieuwe regelgeving heeft de AFM eind juni het [position paper](#) ‘AFM en duurzaamheid’ gepubliceerd. Hierin wordt op hoofdlijnen uiteengezet wat de AFM verwacht van marktpartijen op het gebied van duurzaamheid en hoe de AFM het toezicht hierop wil vormgeven. De AFM gaat op basis van dit position paper met de sector in gesprek over hoe de sector zich voorbereidt op de nieuwe regelgeving. Daarnaast onderzoekt de Europese Commissie de mogelijkheden tot verdere aanscherping van de niet-financiële rapportageverplichtingen voor verzekeraars, banken en

¹² Voortbouwend op dit actieplan heeft de Europese Commissie een [consultatie](#) uitstaan voor een hernieuwde sustainable finance strategie, het zogenoemde Sustainable Finance Action Plan 2.0.



beursgenoteerde ondernemingen. De Europese Commissie heeft hiertoe eerder dit jaar een consultatie geopend ten behoeve van de herziening van de *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD).¹³

Digital Finance. Afgelopen september kwam de Europese Commissie met het *Digital Finance Package* dat onder meer bestaat uit een *Digital Finance Strategy*. Hierin staan voorstellen voor regelgeving voor markten in crypto-assets (MiCa) en voor het borgen van cyberveiligheid (Digital Operational Resilience (DORA)).¹⁴ De Digital Finance Strategy moet de EU-regels voor financiële diensten geschikt maken voor het digitale tijdperk. In overeenstemming met de bredere open data-strategie van de Commissie ('Digital Single Market') is het doel om het delen van data binnen de financiële sector te bevorderen en ook derde partijen toegang tot deze data te geven ('*open finance*'), met behoud van de EU-normen inzake privacy en gegevensbescherming. Daarnaast heeft de strategie tot doel te zorgen voor gelijke concurrentievoorwaarden tussen alle aanbieders van financiële diensten, of het nu traditionele banken of technologiebedrijven zijn: dezelfde activiteit, dezelfde risico's, dezelfde regels. Dit laatste draagt de AFM al sinds de opkomst van fintech uit en de AFM ondersteunt dan ook het uitdragen van dit principe op EU-niveau. Wat betreft *open finance* is de AFM alert op uitdagingen rondom consumentenbescherming. Met het voorstel tot regulering van markten in crypto-assets wil de EC de toepassingsmogelijkheden van blockchain-technologie in de financiële sector faciliteren, maar ook de risico's adresseren. De voorgestelde regels raken zowel uitgevers van crypto-assets (inclusief stablecoins zoals Libra), als crypto-assets dienstverleners. Met DORA wil de Europese Commissie ervoor zorgen dat alle deelnemers aan het financiële systeem de nodige waarborgen inbouwen om cyberaanvallen en andere cyberrisico's te beperken. DORA introduceert ook een toezichtkader voor ICT-aanbieders,

zoals aanbieders van cloud computing-diensten. Voor zowel MiCa als DORA geldt dat de AFM zich inspant om dit beleid goed tot uitvoering te brengen in samenwerking met andere stakeholders.

3.4 Digitalisering

Bigtechs breiden in Europa hun activiteiten op het gebied van financiële dienstverlening uit. 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, verzekerings-, spaar- en beleggingsproducten. Tot enkele jaren terug ontplooiden bigtechs hun activiteiten op dit vlak vooral in opkomende markten, waarbij zij doorgaans starten met betalingsdiensten en vervolgens doorschuiven naar het verstrekken van leningen en verzekeringen¹⁵. In Nederland is het type dienstverlening van bigtech vooralsnog beperkt tot betalingen. Zo is ApplePay een samenwerking aangegaan met verschillende Nederlandse banken. Tegelijkertijd laat de samenwerking tussen Deutsche Bank en Google zien dat de techgiganten ook op andere terreinen hun intrede doen in de financiële sector. Zo krijgt Google namelijk door deze samenwerking de mogelijkheid financiële diensten te bedenken voor Europeanen. Google wordt niet enkel toeleverancier met de levering van clouddiensten, maar gaat actief werken aan zogeheten 'next generation' financiële producten voor Deutsche Bank klanten.¹⁶ Vanwege de grote klantbestanden, krachtige merken en grote financiële reserves valt te verwachten dat bigtechs ook op andere terreinen van financiële dienstverlening snel een plek kunnen veroveren. Dit betekent dat de bankensector en andere financiële dienstverleners in toenemende mate te make krijgen met zeer stevige concurrentie.

¹³ Zie voor de AFM-reactie op de consultatie: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2020/juni/reactie-consultatie-nfrd>.

¹⁴ Het Digital Finance Package bevat ook een Retail Payments Strategy, die hier buiten beschouwing blijft. Zie: https://ec.europa.eu/info/publications/200924-digital-finance-proposals_en.

¹⁵ BIS (2019), 'BigTech and the changing structure of financial intermediation', BIS Working Papers No 779.

¹⁶ https://www.db.com/newsroom_news/2020/deutsche-bank-and-google-to-form-strategic-global-multi-year-partnership-to-drive-a-fundamental-transformation-o-en-11628.htm



Verantwoord gebruik van toepassingen van kunstmatige intelligentie (artificial intelligence; AI) vraagt om aandacht van marktpartijen en toezichthouders.

De financiële sector maakt steeds meer gebruik van AI-toepassingen. Nederlandse verzekeraars experimenteren bijvoorbeeld met zowel zelfontwikkelde als extern ingekochte toepassingen¹⁷. Voorbeelden hiervan zijn toepassingen voor het verbeteren van fraudedetectie bij schadeclaims en het voorspellen van klantvragen. De AFM verwacht dat de komende jaren ook meer gebruik zal worden gemaakt van kunstmatige intelligentie bij het vaststellen van de verzekeringspremies en de acceptatie van klanten bij het afsluiten van verzekeringen. De AFM vindt het van belang dat AI verantwoord wordt ingezet. Het moet in lijn zijn met de eisen rondom integere en beheerste bedrijfsvoering, productontwikkeling en zorgplicht. Het doel is om gecontroleerd gebruik en transparantie te borgen, waarbij het klantbelang evenwichtig wordt meegewogen. Dit betreft bijvoorbeeld de vraag hoe AI-toepassingen voor online beslisomgevingen de consument kunnen stimuleren om beslissingen te nemen die in zijn belang zijn. De AFM ziet ook steeds vaker in andere sectoren marktpartijen die AI-toepassingen hebben verwerkt in hun bedrijfsprocessen. De AFM is voornemens om in de komende periode verwachtingen te formuleren voor het verantwoord gebruik van AI en tegelijkertijd haar toezicht rondom deze technologische ontwikkeling te verstevigen.

Het gebruik van Distributed Ledger Technology (DLT) in de financiële

sector groeit. In essentie biedt DLT de mogelijkheid slimmer en efficiënter om te gaan met transacties en dataopslag door middel van cryptografie (zie Box 2). Vanwege deze voordelen nemen het aantal *tests en use cases* binnen de financiële sector snel toe. Zo heeft de Singapore Stock Exchange onlangs een digitaal uitgifteplatform gelanceerd voor (Aziatische) obligaties dat werkt op basis van DLT en *Smart Contracts*.¹⁸ Het platform biedt een volledig geïntegreerde infrastructuur die marktdeelnemers

zoals uitgevende instellingen, banken, investeerders, juridisch adviseurs, afwikkelaars en bewaarders met elkaar verbindt. Informatie over rechten en plichten wordt direct en beveiligd bij de bron vastgelegd op basis van DLT technologie. *Smart Contracts* zetten op hun beurt processen in gang zoals uitgiftestromen, coupon- en aflossingsbetalingen. Dichterbij huis is er de samenwerking tussen Banque de France en Société Générale bij de uitgifte en settlement van een in euro-CBDC (Central Bank Digital Currency) gedenomineerde obligatie.¹⁹ De beveiligde tokens bij deze uitgifte zijn rechtstreeks op een openbare blockchain geregistreerd. Deze voorbeelden illustreren hoe de toepassing van DLT het mogelijk maakt de marktinfrastructuur te vereenvoudigen, de uitgifte- en betalingsprocessen te verkorten en de beveiliging te versterken. Ondanks deze potentiële voordelen kleven er ook risico's aan de technologie die in de ogen van toezichthouders nog niet zondermeer kunnen worden beheerst. Ook kan niet in alle gevallen worden voldaan aan relevante regelgevingsvereisten. De AFM verwelkomt dan ook de ontwikkeling van een pilot-regime door de EC voor DLT-toepassingen bij handelsplatformen. Een dergelijk EU-raamwerk kan toezichthouders helpen bij het toestaan van experimenten zonder dat zij bestaande EU-regelgeving (bijvoorbeeld MiFID, CSDR, etc) schenden. Experimenteren is een belangrijk onderdeel van het leerproces voor zowel toezichthouders als marktpartijen om mogelijkheden en problemen van de technologie te kunnen blootleggen.

¹⁷ DNB en AFM (2019), 'Artificiële Intelligentie in de verzekeringssector: een verkenning'.

¹⁸ <https://www.sgx.com/fixed-income/listing-debt-securities#Digital>

¹⁹ <https://posttrade360.com/news/technology/sg-issues-all-dlt-bond-using-frances-digital-euro/>



Box 2 Distributed Ledger Technology, blockchain en Smart Contracts

Distributed Ledger Technology (DLT) is een technologie waarbij gegevens worden vastgelegd in een gedistribueerd grootboek (hierna: 'ledger'). Zo biedt de technologie mogelijkheden voor het geautomatiseerd vastleggen van eigendom, zoals geld, onroerend goed of andere activa.²⁰ Dit wordt mogelijk gemaakt door verschillende van elkaar onafhankelijke operators die op basis van een consensusmechanisme overeenstemming bereiken over uitbreidingen van de ledger, en die vervolgens opslaan in tijdgeordende onveranderlijke databestanden. Uitbreidingen van de ledger kunnen worden gelezen en voorgesteld door de gebruikers van de ledger. De gegevensbestanden worden beveiligd door cryptografie. Het meest bekende type DLT heet blockchain. De naam is afgeleid van het feit dat de transacties worden samengebundeld tot een blok (*block*), met als doel de transacties geautomatiseerd af te handelen en te registreren. In combinatie met DLT kunnen *Smart Contracts* worden gebruikt. In essentie gaat het daarbij om contractafspraken die in computertaal worden vastgelegd.

3.5 Duurzaamheid

De markt voor duurzame financiering groeit sterk. De instroom van beleggingen in Europese fondsen met een duurzaamheidsoogmerk was in 2019 EUR 120 mld²¹. Dat is meer dan het dubbele van de instroom in 2018.²² In combinatie met de waardestijging van bestaande duurzame fondsen is het totaal beheerde vermogen in deze fondsen gestegen naar EUR 668 mld. Ook de markt voor duurzame obligaties groeit sterk. Het in april 2020 verschenen AFM rapport '[Sustainable Bonds in the Netherlands](#)' toont dat de uitgifte van duurzame obligaties in Nederland in 2019 verdubbeld is ten opzichte van 2018: van EUR 9 mld en EUR 18 mld (Figuur 2). De markt voor duurzame obligaties wordt bovendien steeds diverser. Er zijn obligaties in meer risicocategorieën en meer verschillende uitgevende sectoren beschikbaar dan voorheen.²³

²⁰ https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/distributed_ledger_technology_nl.html

²¹ <https://www.morningstar.nl/nl/news/199269/instroom-in-esg-fondsen-breekt-record-in-2019.aspx>

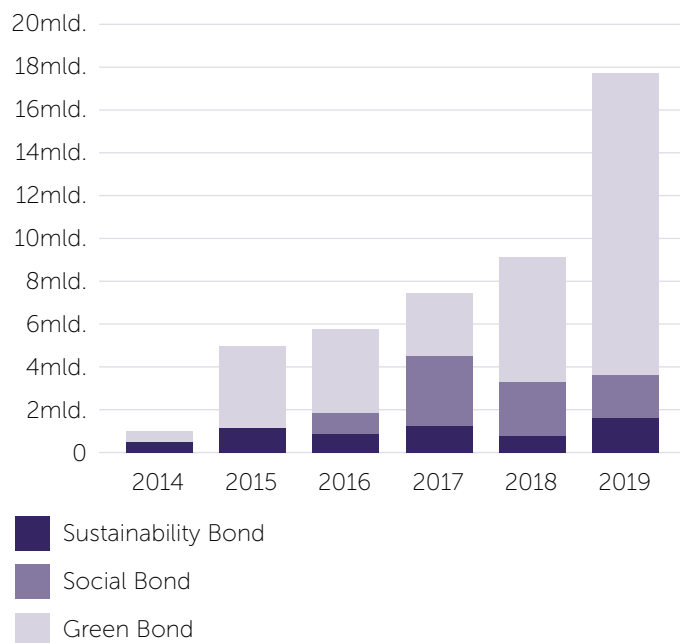
²² Merk op dat vanwege verschillen in definities er geen eenduidig cijfer is over de omvang van de markt voor duurzame financiering. Cijfers uit andere bronnen kunnen dus afwijken van deze cijfers. Niettemin wijzen cijfers uit verschillende bronnen op forse groei.

²³ IMF (2019), '[Global Financial Stability Report](#)'.



Figuur 2 De uitgifte van duurzame obligaties in Nederland groeit sterk

Nominal amount by issue year (€billion)



Bron: AFM

Duurzaamheidsprestaties van financiële producten zijn voor

beleggers nog beperkt inzichtelijk en verifieerbaar. De markt voor duurzame financiering kent een aantal uitdagingen. De mate waarin duurzaamheidsprestaties inzichtelijk en controleerbaar zijn voor de belegger is daar één van de belangrijkste. Het gebrek aan dergelijke informatie leidt tot een risico op *greenwashing* (het oneigenlijk plakken van het predicaat 'duurzaam' op producten). Daarom is er veel nieuwe (Europese) wetgeving op komst die eisen stelt aan de informatieverstrekking rondom duurzame producten. Deze wetgeving schrijft voor hoe financiële instellingen vooraf en achteraf moeten rapporteren over duurzame financiële producten. Deze nieuwe wetgeving betekent een grotere rol van het AFM-toezicht op informatieverstrekking, in het bijzonder bij duurzame financiering (zie paragraaf 3.3)

ESG-ratings spelen een belangrijke rol bij duurzame beleggingen. Hoewel er belangrijke stappen worden gezet richting een gestandaardiseerde definitie, is duurzaamheid nog geen vastomlijnd concept. Hoewel bepaalde (grote) ondernemingen op basis van de Non-Financial Reporting Directive (NFRD) wel verplicht zijn te rapporteren over duurzaamheidsaspecten van de bedrijfsvoering ontbreekt het aan een uniforme verslaggevingsstandaard.²⁴ Hierdoor worden bijvoorbeeld in het jaarverslag duurzaamheidsprestaties niet op een eenduidige manier inzichtelijk gemaakt. Dit zorgt ervoor dat het voor beleggers complex is om te beoordelen hoe duurzaam een onderneming is. Als antwoord hierop zijn de zogeheten ESG-ratings ontstaan. Een ESG-rating geeft informatie over de prestaties van een onderneming op het gebied van milieu (*environment*), sociaal beleid (*social*) en goed bestuur (*governance*), een veel bredere beoordeling dus dan alleen de financiële prestatie van een onderneming. Doorgaans worden de ESG-ratings samengesteld op basis van een combinatie van publiek beschikbare informatie, enquêtes en een beoordeling door analisten. Een belangrijk verschil met kredietbeoordelingen is dat een duurzaamheidsrating

²⁴ In reactie op een consultatie voor de herziening van de NFRD heeft de AFM gepleit voor een internationale standaard voor niet-financiële informatie in verslaggeving van grote OOB's. Zie: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2020/juni/reactie-consultatie-nfrd>.



niet alleen kwantitatief observeerbare informatie gebruikt, maar ook een oordeel moet geven over een breed palet van prestaties. ESG-ratings spelen een grote rol in de markt voor duurzame beleggingen. Beleggingsfondsen en ETFs 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.

ESG-ratings kunnen per beoordelaar sterk verschillen. Een aandachtspunt van de ESG-ratings is het gebrek aan vaste regels rondom de methodologie, de governance en de rapportage-eisen die de beoordelaars (*rating agencies*) moeten hanteren. Daardoor kunnen grote verschillen ontstaan tussen de rating agencies. De correlatie tussen de ESG-ratings van dezelfde ondernemingen van vijf verschillende rating agencies varieert van 42% tot 73%, met een gemiddelde van 61%.²⁵ Ter vergelijking, de correlatie tussen traditionele kredietbeoordelingen ligt doorgaans dicht tegen de 100%. Niet alleen variëren de ratings tussen de verschillende beoordelaars onderling sterk, er is ook geen overeenstemming tussen de beoordelaars over de uitersten van de distributie. Met andere woorden, welke ondernemingen het beste (of het minste) worden beoordeeld op hun ESG-prestaties, verschilt per rating agency. Deze verschillen vloeien voort uit het betrekken van verschillende ESG-concepten, meetmethodes, gewichten en beoordelingen. De verschillende beoordelingen van de ESG-prestaties van bedrijven maken deze ratings moeilijk vergelijkbaar voor beleggers. Hierdoor lopen beleggers nog steeds tegen problemen aanlopen bij het vergaren van inzicht in de duurzaamheidsprestaties van ondernemingen.

De AFM vindt de ongereguleerde status van ESG-rating agencies een punt van aandacht en is voorstander van een internationale standaard voor niet-financiële verslaggeving. De AFM ziet het gebrek aan relevante, betrouwbare en vergelijkbare ESG-data als een struikelblok om duurzaamheid steviger te verankeren in de financiële sector. Beleggers zijn

voor ESG-data in belangrijke mate afhankelijk van ESG-rating agencies en de transparantie over de duurzaamheidsconcepten, meetmethodes, gewichten en beoordelingen die deze partijen gebruiken om data te beoordelen is vaak gebrekkig. Daarom [stelt de AFM voor](#) om deze rating agencies te reguleren en onder toezicht te brengen, bijvoorbeeld bij de European Securities and Markets Authority (ESMA). Daarnaast pleit de AFM wat niet-financiële verslaggeving betreft voor een internationale verslaggevingsstandaard. De AFM vindt dat de Europese Commissie hierin het voortouw moet nemen.

²⁵ Berg, Florian en Kölbel, Julian en Rigobon, Roberto (2020), 'Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings'.



Box 3 Financieel-economische criminaliteit

De AFM heeft haar toezicht op het gebruik van de financiële sector voor criminele doeleinden de afgelopen jaren geïntensiveerd. Een belangrijk onderdeel is het toezicht op witwassen en het financieren van terrorisme. Op grond van de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) houdt de AFM toezicht op beleggingsondernemingen, beleggingsinstellingen, instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE's) en financiële dienstverleners voor zover zij bemiddelen in levensverzekeringen. Daarbij staat het informeren en stimuleren van ondernemingen om hun poortwachtersrol bij de bestrijding van witwassen en terrorismefinanciering adequaat op te pakken en uit te voeren centraal. De afgelopen jaren heeft de AFM in dit kader onderzoeken bij beleggingsondernemingen en beheerders van beleggingsinstellingen verricht, waaronder thematische onderzoeken naar Risicomanagement en Transactiemonitoring en meldplicht. Ook verstuurt de AFM jaarlijks vragenlijsten aan alle ondernemingen die onder haar Wwft-toezicht staan, waarbij gevraagd wordt naar risico's op witwassen en het financieren van terrorisme en de naleving van de Wwft. Uit de beantwoording van de vragenlijsten blijkt dat vergunninghouders zich de afgelopen jaren steeds bewuster zijn geworden van de op hen rustende verplichtingen uit de Wwft. Zo geeft een stijgend aantal ondernemingen aan jaarlijks een beoordeling van de risico's op witwassen en terrorismefinanciering op te stellen en over beleid te beschikken waarmee de risico's worden beheerst. Vanaf 2018 is het aantal meldingen over ongebruikelijke transacties²⁶ door AFM-vergunninghouders sterk toegenomen: in 2018 hebben zij in totaal 78 ongebruikelijke transacties gemeld, in 2019 waren dat er 124 en in 2020 zijn tot op heden al 157 ongebruikelijke transacties gemeld. In de toekomst zal de AFM in haar Wwft-toezicht blijvend aandacht houden voor de wijze waarop ondernemingen cliëntenonderzoek verrichten, transacties monitoren en ongebruikelijke transacties melden.

De AFM krijgt steeds meer signalen over dubieuze beleggingen van buitenlandse aanbieders. Dit blijkt uit onze halfjaarlijkse [signalenmonitor](#). Het betreft onder meer signalen van consumenten over buitenlandse beleggingsplatformen met een Europees paspoort, die risicovolle beleggingen aanbieden. Consumenten worden vaak eerst gebeld door een dergelijke aanbieder. De aanbieders spiegelen op misleidende wijze hoge rendementen voor, terwijl zij er in werkelijkheid geen belang bij hebben dat hun klanten daadwerkelijk geld verdienen. Veel signalen gaan over beleggingen in CfD's (*contracts for difference*). Dat zijn complexe hefboomproducten, waarbij mensen speculeren op een koersstijging of -daling. Door deze speculatie kan het verlies enorm zijn. Meer nog dan de oorspronkelijke inleg. Sinds 2019 is het aantal signalen dat de AFM hierover krijgt, gegroeid. Zo kreeg de AFM van 2015 tot en met 2018 ongeveer 40 meldingen van consumenten over aanbieders uit Cyprus, van waaruit veel malafide aanbieders opereren. Vanaf 2019 zijn dat er al ruim 330, een veelvoud. Deze aanbieders hebben vaak een vergunning in het Europese land waar zij gevestigd zijn. Zij kunnen dan een zogeheten Europees paspoort aanvragen, waarmee zij ook producten in Nederland mogen aanbieden. De AFM houdt echter géén toezicht op deze ondernemingen, dat doet de vergunningverlenende toezichthouder. Zo legde de Cypriotische toezichthouder CySEC onlangs meerdere beleggingsondernemingen [aan banden](#). Hoewel ook CySEC de bescherming van beleggers een belangrijke toezichtprioriteit vindt, komt een dergelijke waarschuwing vaak te laat en zijn veel consumenten dan al in de oplichting getrapt en hun geld kwijt. In de signalenmonitor geeft de AFM tips om de werkwijze van zulke partijen te herkennen en financiële schade te voorkomen.

²⁶ Meldingen gedaan bij de Financial Intelligence Unit-Nederland.

04

Verantwoorde hypotheek- verstrekking



4.1 Introductie

Een hypothecaire lening is voor de meeste huishoudens met een koopwoning de grootste financiële verplichting, die zij in hun leven aangaan. De hypotheek is een langlopende verplichting met vaste lasten in de vorm van rente en aflossingen. Om deze vaste lasten te kunnen dragen, is het huishouden afhankelijk van voldoende inkomen tijdens de looptijd. Bovendien kan de woning waarvoor zij geleend hebben mogelijk minder waard worden als de huizenprijzen dalen, met negatief netto vermogen als





gevolg. Om problematische hypotheekschulden te voorkomen, wordt jaarlijks voor nieuw af te sluiten hypotheeken een wettelijke maximale hypothecaire financieringslast in relatie tot het inkomen vastgesteld. Deze financieringslastnorm bepaalt hoeveel hypotheekair krediet een huishouden op basis van de inkomenssituatie maximaal kan dragen om aan de noodzakelijke kosten voor levensonderhoud te kunnen voldoen.

Het is de bedoeling dat huishoudens die een hypotheek afsluiten worden beschermd tegen restschuldrisico's en betalingsrisico's doordat een limiet wordt gesteld aan de hoogte van het maximaal te lenen bedrag.

De wettelijk voorgeschreven maximale verhouding tussen de hypotheeksom en de onderliggende woningwaarde (de 'loan to value', LTV-ratio) biedt bescherming tegen restschuldrisico. Ook is wettelijk bepaald welk deel van het bruto-inkomen mag worden aangewend voor het betalen van de hypotheeklasten bij een gegeven inkomenssituatie. Deze 'loan to income' (LTI-ratio) biedt huishoudens bescherming tegen betalingsrisico door het toetsen van hun financiële draagkracht wanneer de hypotheek wordt aangevraagd. Impliciete overkreditering ontstaat wanneer het verstrekte hypotheekbedrag zich onvoorzienbaar in de loop van de tijd niet meer op een verantwoorde manier verhoudt tot het inkomen en overige uitgaven en financiële verplichtingen. Huishoudens kunnen bij het afsluiten van de hypotheek kwetsbaar zijn, maar ook gedurende de looptijd kwetsbaar worden door impliciete overkreditering.

Verantwoorde kredietverlening op de woningmarkt staat of valt met goede wettelijke normen voor de LTI en de LTV en met de juiste toepassing van deze normen door aanbieders van hypotheekair krediet.

Op de leennormen²⁷ zijn een aantal wettelijke uitzonderingen van toepassing om consumenten in bepaalde situaties meer te kunnen laten lenen. De leennormen kunnen het risico op betalingsproblemen of een restschuld enkel effectief verkleinen als de mogelijkheden

om ervan af te wijken beperkt zijn. Het is daarbij noodzakelijk dat aanbieders van hypothecaire kredieten in ieder geval het inkomen en de betalingsverplichtingen van huishoudens volledig in beeld hebben en deze op de juiste wijze betrekken bij hun beoordeling van de kredietaanvraag.

Een aantal trends vergroot de kans dat huishoudens in bepaalde situaties in de praktijk hogere hypothecaire kredietverplichtingen aangaan dan op basis van de leennormen verantwoord is.

Ten eerste ontwikkelt zich een spanning tussen de doelstelling om overkreditering tegen te gaan en andere beleidsdoelstellingen op de woningmarkt. Voorbeelden hiervan zijn het bevorderen van de verduurzaming van de woningvoorraad en het verbeteren van de positie van de koopstarters op de woningmarkt. Om deze doelstellingen dichterbij te brengen is het in sommige situaties wettelijk toegestaan om af te wijken van de LTI- en LTV-normen. Ten tweede hebben sommige huishoudens al betalingsverplichtingen die bij de hypotheekaanvraag om verschillende redenen mogelijk door kredietverstrekkers niet of niet volledig worden gewogen bij het bepalen van de maximale financieringslast. Denk daarbij aan het bestaan van studieschulden. Beide trends hebben de aandacht van de AFM. In 2021 onderzoekt de AFM in welke gevallen deze trends risico's met zich meebrengen voor consumenten en wat daarvan de implicaties zijn.

4.2 De hypothecaire leennormen

De hypothecaire leennormen in hun huidige vorm zijn relatief jong. In tegenstelling tot de situatie vóór de vorige crisis zijn de normen ten aanzien van de maximale verhouding van de lening tot het inkomen en tot de waarde van de woning wettelijk verankerd. Daar ging een geleidelijk proces van standaardisatie aan vooraf. Waar tot 2007 weinig uniforme regels van toepassing waren rondom de maximale hoogte van hypotheeken, werden

²⁷ Onder leennormen worden in dit stuk bedoeld de norm die ziet op de verhouding tussen de woningwaarde en het krediet (de LTV) op basis van art. 5, eerste lid Trhk en de toegestane financieringslast (LTI) op basis van art. 3, vijfde lid Trhk. De leennorm is gebaseerd op de 'huidige vaste en bestendige inkomsten' (art. 2, eerste lid Trhk).

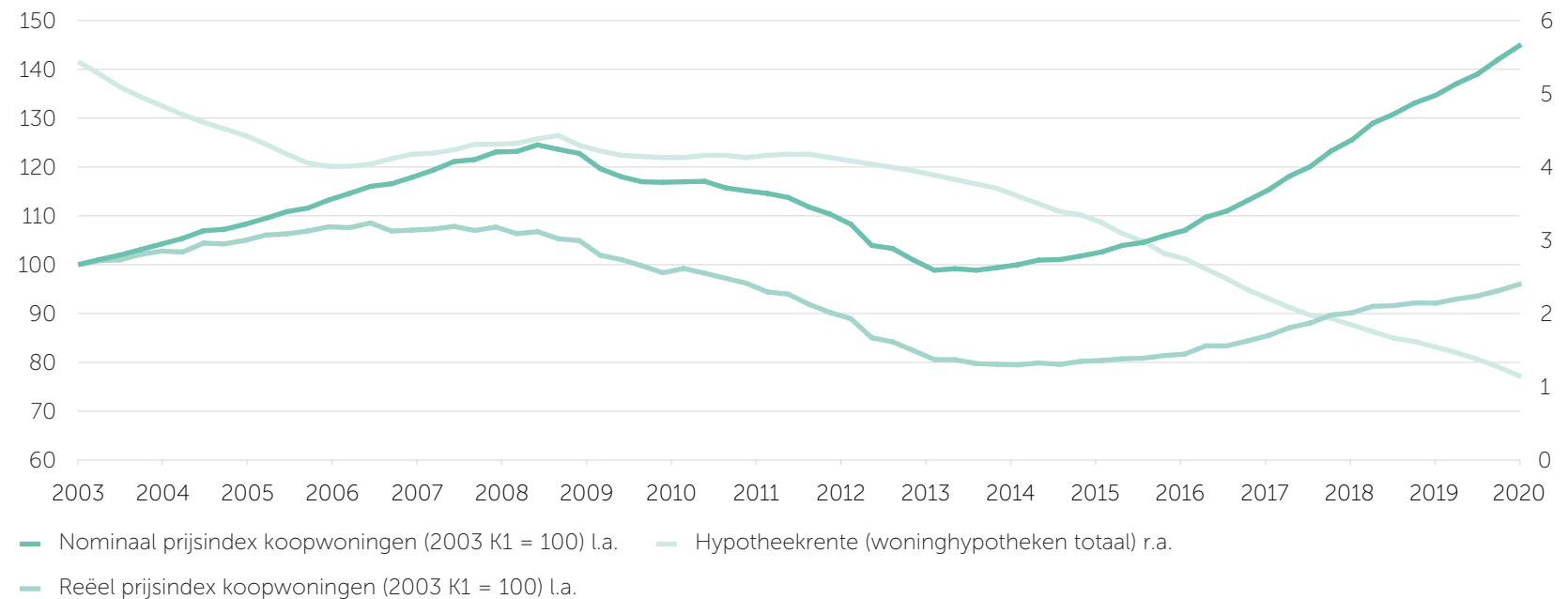


in 2007 door hypotheekverstrekkers een aantal bepalingen opgenomen in de Gedragscode Hypothecaire Financiering (GHF) om consumenten te beschermen tegen overkreditering. In 2011 werd de GHF aangescherpt en werd onder meer een LTV-limiet opgenomen. In 2012 besloot het kabinet om de LTV stapsgewijs te verlagen van 105% in 2013 naar 100% in 2018. Per 2013 is de Tijdelijke regeling hypothecair krediet (Trhk) van toepassing. De ontwikkeling van de leennormen kan gezien worden als een pendule, waarbij de slinger in de nasleep van de kredietcrisis bewoog naar prudentie en het beschermen van consumenten.

Sinds 2014 is het restschuldrisico voor een grote groep Nederlandse huishoudens met een hypotheek afgenomen. Na de daling van de huizenprijzen tussen 2008 en 2013, heeft de sterkere stijging vanaf 2014

ervoor gezorgd dat de financiële positie van veel huishoudens met een koopwoning is verbeterd (zie Figuur 3). Dit heeft bijgedragen aan een geleidelijke daling van de LTV van huishoudens en aan een buffer tegen onderwaterproblematiek. Doorstromers nemen ook hun overwaarde mee, maar betalen tegelijkertijd steeds meer voor een nieuwe woning. Naast de huizenprijzenstijging hebben kopers in deze periode ook kunnen profiteren van de steeds lagere rente. Dat geldt ook voor de woningeigenaren bij het aflopen van hun rentevaste periode of bij het oversluiten van de hypotheek. Het besteedbare inkomen van huishoudens groeide sneller dan de huizenprijzen in de periode tot en met 2014, wat zich afspiegelt in een matigere reële groei in huizenprijzen over een langere periode. Sinds 2015 is de situatie overigens omgekeerd en loopt de ontwikkeling van de huizenprijzen uit de pas met die van het huishoudinkomen.

Figuur 3 Ontwikkeling in huizenprijzen en rente op woning hypotheek



Bron: CBS; DNB. Eigen bewerking AFM.

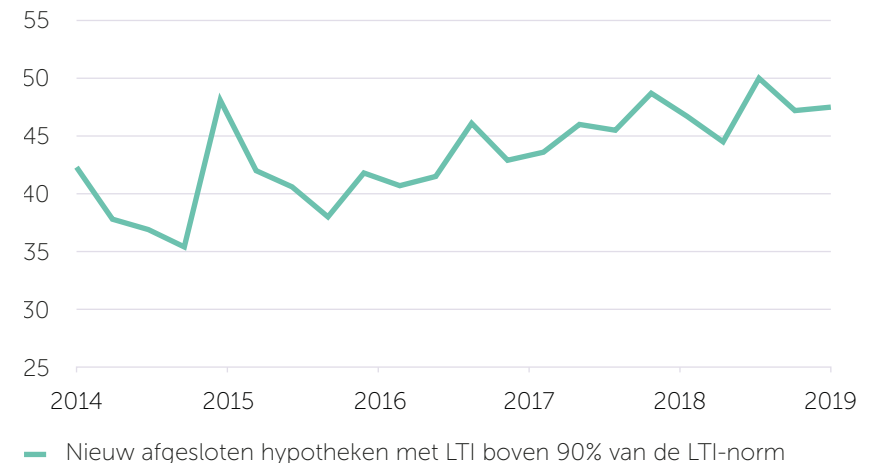


Tegelijkertijd stijgt het aandeel woningkopers dat (bijna) maximaal leent ten opzichte van de ruimte die de financieringslastnormen bieden (de LTI). Dat geldt met name voor koopstarters. Zij betalen in historisch perspectief hoge prijzen voor een koopwoning zonder overwaarde mee te nemen, hebben meer dan gemiddeld te maken met niet-bestendige inkomsten, en zitten nog aan het begin van hun inkomensloopbaan. Koopstarters worden daardoor eerder begrensd door de LTI in hun mogelijkheden om een woning te kopen dan andere woningzoekers. Steeds vaker zoeken kopers als gevolg de bovengrens van de LTI op. Begin dit jaar was bij ruim de helft van de nieuw afgesloten hypotheekleningen onder koopstarters sprake van een hypotheeksom van boven de 90% van het toegestane maximum op basis van het inkomen. Voor doorstromers ging het om ruim 40%. Na een initiële daling van verstrekte hypotheekleningen boven de 90% van het toegestane maximum op basis van het inkomen in 2013, toen de LTI wettelijk werd vastgelegd, is sinds 2014 een duidelijke stijging zichtbaar (Figuur 4).²⁸ Voor meer huishoudens vormt het inkomen dus ook een daadwerkelijke grens aan de hoogte van de hypotheek die nog verantwoord is. Dit maakt een groter aantal huishoudens kwetsbaarder in geval van inkomenssterugval.

De leennormensystematiek is over het algemeen robuust en geënt op verantwoord lenen, maar biedt niet voor alle huishoudtypen dezelfde mate van bescherming. Het Nibud brengt jaarlijks in beeld hoeveel budget huishoudens maandelijks overhouden of moeten bezuinigen bij een maximale hypotheek.²⁹ Dat doet het aan de hand van gedetailleerde huishoudbudgetten voor verschillende huishoudsamenstellingen bij uiteenlopende inkomens. De fijnmazigheid waarmee de voorbeeldbegrotingen voor verschillende huishoudtypen worden gemaakt, komt echter niet tot uiting bij de leennormen zelf. Vanuit het principe van hanteerbaarheid wordt gerekend met één standaardhuishouden, dat bestaat uit een echtpaar zonder kinderen. Hierdoor zijn dezelfde woonquotes

van toepassing op huishoudens met vergelijkbare inkomsten maar sterk verschillende uitgavenpatronen.

Figuur 4 Koopstarters: ontwikkeling aandeel nieuwe leningen met LTI boven 90% LTI-norm (in percentages)



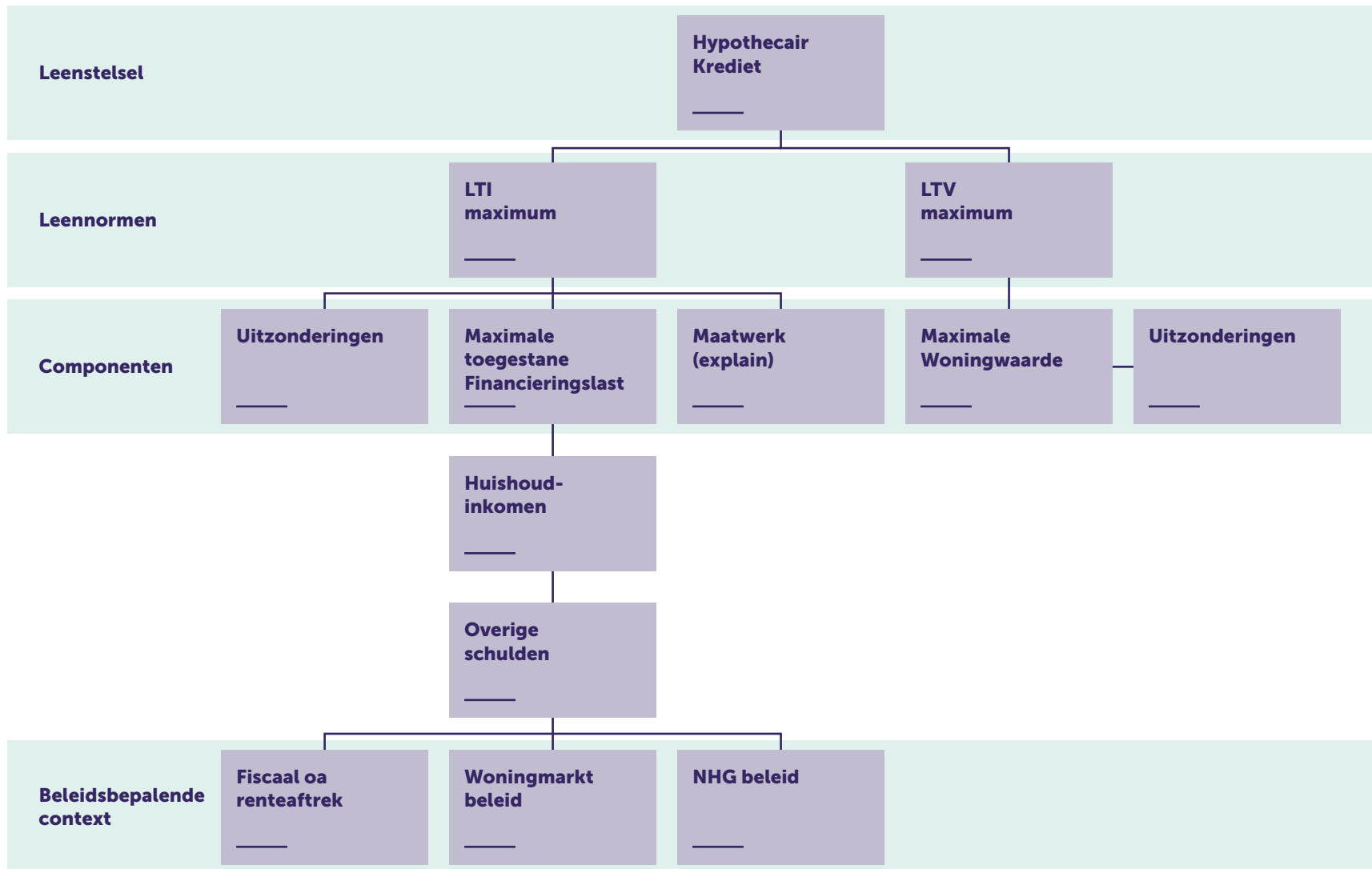
Bron: DNB.

²⁸ DNB (2019), 'Overzicht Financiële Stabiliteit', najaar.

²⁹ Nibud (2019), 'Advies financieringslastnormen 2020', oktober.



Figuur 5 Schematisch overzicht van het hypothecaire leenstelsel





De maximale hoogte en vorm van de hypotheek worden beïnvloed door overheidsbeleid, zoals woningmarktbeleid, schuldenbeleid en zelfs onderwijsbeleid. Het leenstelsel voor hypothecair krediet wordt daarmee bepaald door verschillende beleidsparameters (zie Figuur 5). Naast de maximering en de daaropvolgende afbouw van de LTV geldt sinds 2013 dat nieuwe hypotheekleningen minimaal annuïtair of lineair moeten worden afgelost in 30 jaar om voor hypotheekrenteaftrek in aanmerking te komen. Vanaf augustus 2011 is het maximale aflossingsvrije leningdeel bij nieuwe hypotheekleningen via de GHF beperkt tot 50% van de woningwaarde. Deze beleidsmaatregelen zorgen voor een dalende LTV gedurende de looptijd van de hypotheek. Dit heeft gezorgd voor extra en effectieve prikkels tot aflossing.³⁰ Tegelijkertijd is de wegingsfactor voor de inschaling van het tweede inkomen sinds 2013 verhoogd, van 30% in 2013 naar 90% in 2021, op grond van de laatste voorgestelde wijziging van de Trhk. Ook wordt op grond van diezelfde wijziging de leennorm effectief verruimd voor hypotheeknemers met een studieschuld, door de lagere wegingsfactor van studieschulden vanaf 2021. De slinger van de pendule die in de nasleep van de kredietcrisis bewoog naar meer prudentie, lijkt nu een zwaai te maken in de richting van versoepeling. Andere beleidsmaatregelen hebben echter een dempend effect op restschuld- en betalingsrisico's voor individuele huishoudens. De Nationale Hypotheek Garantie (NHG) is een borgstelling tegen restschuld- en betalingsrisico bij gedwongen verkoop van de woning in gevallen waarbij huishoudens te maken krijgen met relatiebeëindiging, arbeidsongeschiktheid of werkloosheid of het overlijden van de partner. In 2021 bedraagt de NHG-kostengrens, de maximale koopsom waarbij aanspraak gemaakt kan worden op NHG, 325.000 euro. In 2019 werd circa 70 procent van de afgesloten hypotheekleningen onder de toen geldende kostengrens afgesloten met de door NHG geboden garantie.³¹

4.3 Toename invloed beleidsdoelstellingen op de hypothecaire leenruimte

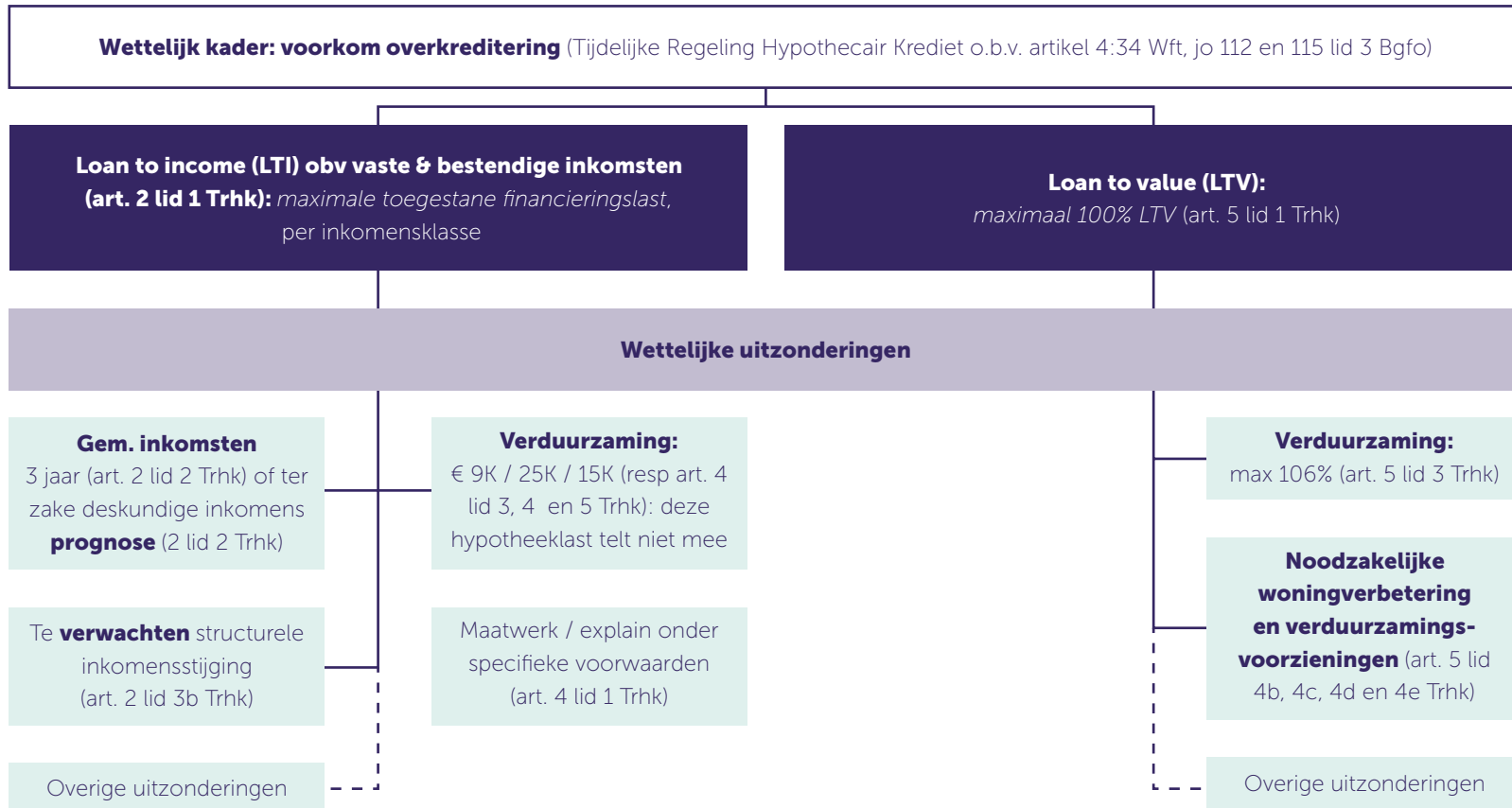
In de leennormen van de GHF (tot 2013) en in de wettelijke leennormen vanaf 2013, zijn mogelijkheden ontstaan voor huishoudens om meer te lenen dan op basis van de LTI- of LTV-norm verantwoord zou zijn. In de Trhk worden de normen voor verantwoorde hypothecaire kredietverlening wettelijk vastgelegd. Ook bevat de Trhk uitzonderingsbepalingen die aanbieders van hypothecair krediet toestaan een hogere hypotheek te verstrekken dan volgens de LTI- en LTV-normen mogelijk is (zie Figuur 6). Daarmee heeft een verandering plaatsgevonden ten opzichte van de situatie van vóór 2013, toen hypotheekverstrekkers op basis van de GHF uiteindelijk zelf bepaalden welk bedrag zij maximaal verstrekten. Het zijn niet meer de hypotheekverstrekkers die bepalen welke redenen gegrond zijn om af te wijken van de normen, maar de overheid. Daarmee zijn de leennormen in zekere zin een beleidsinstrument geworden, dat, zij het met prudentie, ingezet kan worden om andere beleidsdoelstellingen op de woningmarkt te bevorderen. De doelstelling om huishoudens in staat te stellen de aankoop of verbouwing van de eigen woning op een verantwoorde manier te financieren is leidend. Nevendoelstellingen, zoals het versnellen van de verduurzaming van de koopwoningvoorraad, nemen echter een steeds prominenter plek in.

³⁰ CBS (2019), 'Consumptie blijft achter bij economische groei', 19 augustus.

³¹ NHG (2020), 'Jaarverslag 2019'. De klant betaalt een premie voor deze regeling, met eenmalige kosten van 0,7% van de koopsom. Dit wordt borgtocht genoemd, en deze is fiscaal aftrekbaar. Voor het lagere kredietrisico ontvangt de klant een lager rentetarief, lopend tot 0,5 procentpunten lager dan bij een 'gewone' hypotheek. De algemene voorwaarden voor NHG-hypotheekleningen zijn veranderd over de jaren heen.



Figuur 6 Uitzonderingen op de Trhk





De vrijlatingsbedragen voor het treffen van energiebesparende maatregelen zijn de afgelopen jaren verhoogd. In 2013 stond de Trhk nog toe dat 8.000 euro buiten beschouwing mocht worden gelaten bij het bepalen van de financieringslast voor het treffen van energiebesparende maatregelen of de aanschaf van een woning met energielabel A++. Inmiddels zijn de vrijstellingsbedragen verhoogd tot respectievelijk 9.000 euro voor energiebesparende maatregelen en 25.000 euro voor een nul-op-de-meterwoning. Met de Wijzigingsregeling hypothecair krediet oktober 2020 wordt daarnaast geregeld dat de LTV-limiet tot maximaal 25.000 euro buiten de LTV-normering valt mits het Nationaal Warmtefonds het restschuld risico daarvan ondervangt.

De Trhk stelt enkel normen aan kredietverstrekking door hypotheekaanbieders, maar heeft geen betrekking op (hypothecair) krediet dat langs andere weg aan huizenkopers verstrekt wordt. Daardoor is het mogelijk dat een huishouden in de praktijk meer krediet verstrekt krijgt dan op basis van de LTI- en LTV-normen verantwoord zou zijn. Vanuit de beleidsdoelstelling om koopstarters te ondersteunen bij de aankoop van een eerste woning, bieden veel gemeenten een starterslening aan. Dit is een hypothecair krediet dat specifiek bedoeld is in aanvulling op een regulier hypothecair krediet. Wanneer een maximale hypotheek niet genoeg is om een woning (tot een zekere woningwaarde) te kopen, dan kan de starterslening dat gat overbruggen. Een dergelijk krediet heeft weliswaar gunstige voorwaarden, maar verstrekt expliciet wel meer krediet dan volgens de Trhk is toegestaan (en kent geen restschuld kwijtschelding aan het einde van de looptijd). In de praktijk lijkt het aannemelijk dat daardoor een groep huishoudens een hypotheek verstrekt krijgen waarvan de maandlast hoger ligt dan op basis van de standaard leennorm verantwoord wordt geacht.

4.4 De rol van overige schulden in het kader van de leennorm

Overige schulden, zoals studieschulden, consumptief krediet en private lease, worden niet altijd meegenomen bij de bepaling van de financiële draagkracht van huishoudens. Het is belangrijk dat hypotheekaanbieders zich een goed beeld kunnen vormen van de financiële verplichtingen van een huishouden en van het (toekomstig) inkomen.

Naast het feit dat studieleningen minder zwaar wegen dan een regulier krediet bij het beoordelen van de maximale hypotheek, wordt een studieschuld regelmatig in het geheel niet opgegeven bij de aanvraag van een hypotheek. Belangrijkste oorzaak hiervan is het gebrek aan effectieve registratie van studieschulden op een manier die voor hypotheekaanbieders zichtbaar is zonder tussenkomst van de aanvrager. In een knellende markt zijn er naast prikkels ook mogelijkheden voor 'strategisch gedrag' van hypotheekaanvragers om meer krediet aan te vragen dan volgens de standaard hypothecaire leennorm verstrekt zou mogen worden. Er zijn aanwijzingen dat koopstarters van deze mogelijkheden gebruik maken om een woningaankoop te (kunnen) financieren: circa 14 procent geeft aan hun studieschuld te verzwijgen bij het aanvragen van een hypothecaire lening.³² Het verzwijgen (of niet melden) van een studieschuld kan overigens gevolgen voor de klant hebben als dat bekend wordt in een latere fase.³³

Huishoudens kunnen ook een consumptief krediet afsluiten naast een hypotheek. Om overkreditering in verband met consumptieve schulden te voorkomen, bestaat er een aparte leennorm voor consumptief krediet. De AFM heeft in de afgelopen jaren veel aandacht aan dit marktsegment besteed. Er is een wisselwerking tussen de hypothecaire -en de consumptieve leennormen. Binnen de hypothecaire leennorm heeft een consumptief krediet grote invloed op het maximale hypotheekbedrag. Uit

³² Zie AFM (2018), 'Consumentenmonitor hypotheek', oktober. Zie ook FD (2019), 'Bij hypotheekaanvraag verzwijgt 15% van starters studieschuld', augustus.

³³ De garantieregeling in verband met NHG komt bijvoorbeeld daarmee te vervallen. Zie NRC (2020), 'Een huis kopen met studieschuld', 20 augustus.



peilingen blijkt dat zo'n 15 procent van de huishoudens met een hypotheek de financiering van de eigen woning aanvult met een consumptief krediet.³⁴

Met betrekking tot overige financiële verplichtingen is het meest prangend dat de Wft niet van toepassing is op private lease, hoewel het verschil met consumptief krediet praktisch gezien klein is. Op het gebied van consumptief krediet bestaan wettelijke waarborgen om probleemschulden te voorkomen, maar die ontbreken bij private lease. Gegeven de generieke productuitvoering is het verschil met consumptief krediet klein. Het kredietelement in de overeenkomst wordt bepaald door de opzeggingsvoorwaarden en het risico op restschuld kan aanzienlijk zijn. Zoals in het geval met studieschulden ontbreekt voor private lease een uniforme registratieplicht, waardoor overeenkomsten mogelijk niet worden meegenomen in de toets en daarmee tot bovenmatige kwetsbaarheid leiden.

4.5 Financieringsmogelijkheden voor koopstarters

De toegankelijkheid voor starters op de woningmarkt is de afgelopen jaren verslechterd. Jonge mensen komen steeds moeilijker aan een geschikte woning. De situatie voor de starter is knellend, zowel op de huurmarkt als op de koopwoningmarkt. Er is veel politiek en maatschappelijk draagvlak om de situatie voor starters snel te verbeteren. In deze context klinkt bijvoorbeeld de vraag waarom een startershuishouden dat al een hoge huur betaalt niet voor datzelfde maandbedrag een hypotheek zou kunnen afsluiten, ook als het hypotheekbedrag daarmee boven de LTI-norm uitkomt. De politieke analyse rondom de startersproblematiek richt zich dan

ook vaak op de hypothecaire leennormen, die soms als onnodig knellend worden neergezet.

Jonge koopstarters zijn een omvangrijke groep op de koopwoningmarkt, en daarmee ook op de hypotheekmarkt. De gemiddelde leeftijd waarop de eerste woning wordt gekocht schommelt al jaren rond de 30 jaar, en voor het overgrote gedeelte gaat het om mensen jonger dan 35 jaar. Het aandeel starterstransacties op de woningmarkt is trendmatig gedaald van 50 procent in 2013 tot 30 procent in 2019; dit betreft ongeveer 70.000 koopstarters.³⁵ De meest in het oog springende oorzaak daarvan is de substantiële stijging van de Nederlandse huizenprijzen, waar de gemiddelde koopsom sinds 2013 is gestegen van 214.000 euro tot 328.000 euro.

De meest specifieke faciliteit om de toegang tot woningfinanciering voor koopstarters te verbeteren is de eerdergenoemde starterslening.

Zo bieden ongeveer 200 Nederlandse gemeenten startersleningen aan, waarmee het verschil overbrugd kan worden tussen de prijs van de woning en de maximale hypotheek op basis van het inkomen. Dit stelt koopstarters dus in staat om te lenen boven de standaard LTI-norm. Terwijl de woningwaarden hard zijn gestegen is de leencapaciteit voor éénverdieners en tweeverdieners met inkomens tot 50.000 euro de afgelopen jaren minder toegenomen.³⁶ De starterslening bestaat al lang en in 2019 waren er 25.777 uitstaande leningen, waaronder 2.256 nieuw verstrekte leningen.³⁷ Waar de omvang van de regeling tot 2017 jaarlijks toenam, daalt het aantal nieuw verstrekte leningen sinds 2017. De startersleningen gaan meestal gepaard met een NHG-hypotheek.

³⁴ Zie AFM (2020), 'Consumentenmonitor hypotheek', voorjaar.

³⁵ Kadaster (2020), 'Moeilijke tijden voor koopstarters op de woningmarkt', 6 mei.

³⁶ Nibud, Advies Financieringslastnormen 2016-2017, 2017-2018, 2018-2019. Voor 2020 stijgt de leenruimte voor deze inkomensgroepen met 5.000 euro, respectievelijk 10.000 euro. Nibud (2019), 'Advies financieringslastnormen 2020', oktober.

³⁷ SVn (2020), 'Jaarverslag 2019'.



In het kader van maatwerk zijn vele recente initiatieven juist bedoeld om de 'knelpunten' voor koopstarters op te lossen. Een recent voorbeeld van zo'n toegepaste vorm van maatwerk, of 'explain', is de situatie waarin starters zonder vast contract of met ontoereikende loonhistorie toch een hypotheek kunnen krijgen op basis van een voorspelling van hun verdien capaciteit en kansen op de arbeidsmarkt. Een ander voorbeeld is om starters die volgens de normen niet in aanmerking komen voor een hypotheek, maar minimaal twee jaar een hogere huur hebben betaald dan de bruto maandlast van de gewenste hypotheek, met een huurverklaring toch in aanmerking komen voor financiering. Hier wordt ook wel gesproken over 'duurhuurders'. Dit is enerzijds waar de explain-mogelijkheid voor bedoeld is. Anderzijds is het de vraag of zeer brede en gestandaardiseerde toepassing ervan de facto niet neerkomt op een verruiming van de normen.

Betalingsproblemen in verband met hypotheeklen in Nederland zijn relatief beperkt en de afgelopen jaren sterk afgenomen. Op 1 oktober 2019 hadden bijna 70.000 consumenten een betalingsachterstand van minimaal drie maanden op hun hypotheek, een afname van 12,5% ten opzichte van een jaar eerder. Op het hoogtepunt in 2015 was dat circa 113.000.³⁸ Koopstarters hebben niet vaker dan andere groepen een betalingsachterstand. Bij startersleningen is het aantal betalingsachterstanden nog lager. Eind 2019 hadden 215 startersleningen een betalingsachterstand van drie maanden of meer, ofwel 0,3 procent van het totale aantal leningen in beheer. Het aantal verliesdeclaraties in verband met NHG-hypotheeklen is ook zeer beperkt. NHG ontving in 2019 386 verliesdeclaraties, tegenover 1.021 ontvangen verliesdeclaraties in 2018 en 2.169 in 2017.

De potentiële kwetsbaarheid van koopstarters in de huidige economische omgeving vergt aandacht. Uit hertoetsingen uitgevoerd door SVn in 2019 blijkt dat 3 procent van de huishoudens met een starterslening slechts (gedeeltelijk) rente betaalt, en dat 7 procent onvoldoende financiële draagkracht heeft om rente of rente en aflossing te betalen.³⁹ Er is voldoende aanleiding om extra alert te zijn op de samenloop van economische ontwikkelingen, niet in de laatste plaats de coronacrisis, met de gesignaleerde divergentie tussen de norm van verantwoorde kredietverlening en de praktijk. Een aantal observaties rondom marktontwikkelingen impliceren dat koopstarters in bepaalde situaties een hoger risico op kwetsbaarheid lopen dan in voorgaande jaren. Het hebben van overige financiële verplichtingen speelt hierin een rol, net als factoren met betrekking tot de bestendigheid van inkomens en voldoende liquide buffers (zie Tabel 1).

De potentiële
kwetsbaarheid van
koopstarters vergt
aandacht

³⁸ BKR (2019), 'Opnieuw flinke afname van huiseigenaren met betalingsachterstand op hun hypotheek', november.

³⁹ SVn (2020), 'Jaarverslag 2019'. Dit is overigens een lichte stijging ten opzichte van 2018. De langjarige gemiddelde toetsresultaten laten zien dat de betaalcapaciteit voor 21 procent van de woningeigenaren na drie jaar nog onvoldoende om de volledige maandlasten te kunnen betalen. Na zes jaar is dat nog 12 procent. Circa 5 procent heeft zelfs na tien jaar onvoldoende inkomen om de volledige of gedeeltelijke maandlast te kunnen betalen.



Tabel 1 Ontwikkelingen met invloed op de financiële kwetsbaarheid van koopstarters

Categorie	Factor	Observaties
Overige financiële verplichtingen	Studieschuld	Koopstarters hebben steeds vaker een studieschuld. Het aantal studenten met een studieschuld is sinds begin 2015 toegenomen met 388.000, naar 1,4 miljoen in 2019. De gemiddelde studieschuld is ook opgelopen, van 12.400 euro in 2015 naar 13.700 euro in 2019. ⁴⁰ Studieschulden worden niet altijd opgegeven bij het afsluiten van een hypotheek.
	Consumptief krediet	Per saldo krimpt de consumptieve kredietmarkt in Nederland. De bancaire consumptief-kredietmarkt krimpt sinds een aantal jaar geleidelijk: van 21,3 miljard euro in 2015 tot 15 miljard euro in 2019. ⁴¹ Deze krimp is afkomstig uit een teruggang in de categorieën 'roodstand' en 'doorlopend krediet'. Consumptief krediet via niet-bancaire instellingen laat echter de laatste jaren een groei zien: van 8,2 miljard euro in 2015 tot 10 miljard euro in 2019. ⁴²
	Lease-constructies	Het is aannemelijk dat koopstarters in toenemende mate leaseverplichtingen met zich dragen. De markt voor private lease in Nederland is spectaculair gegroeid in de afgelopen zes jaar. In 2019 waren er 188.000 uitstaande contracten, in vergelijking met 36.000 contracten in 2015. 25% van deze leaseklanten zijn onder 35 jaar. ⁴³ Aanbieders buiten het keurmerk maken private autolease mogelijk zonder BKR-registratie.
Financiële draagkracht	Inkomensbestendigheid	De inkomenszekerheid voor (potentiële) koopstarters is afgenomen. Dit is terug te zien in de flinke toename van het aantal nieuwe WW-uitkeringen vanaf de tweede helft van maart dit jaar. Er kwamen vooral meer jongeren in de WW terecht. Van alle mensen die in maart en april 2020 een nieuwe WW-uitkering ontvingen was 52 procent jonger dan 35 jaar, en zij hadden vaak een flexibel arbeidscontract. In maart en april 2020 verstrekten UWV 24.000 nieuwe WW-uitkeringen aan 25 tot 35-jarigen. Het gaat vooral om jongeren die voorafgaand aan de WW een flexibel arbeidscontract hadden. Bijna negen op de tien 15- tot 35-jarigen met een nieuwe WW-uitkering hadden daarvoor een oproep-, uitzend- of tijdelijk contract. Het arbeidsverleden van jongeren is vaak nog beperkt, waardoor de WW-uitkering meestal een relatief korte periode kent. ⁴⁴
	Liquide buffers	Jonge huishoudens hebben geregeld weinig liquide vermogen om een terugval in het inkomen op te vangen. ⁴⁵ Dat geldt aannemelijk ook voor koopstarters die (bijna) maximaal moeten lenen.
	Life-events	Circa de helft van de koopstarterhuishoudens is tweeverdiener. Terwijl dat het risico op inkomensterugval mitigeert, is de situatie kwetsbaar voor relatiebeëindiging. Voor hypotheekleners die onder de NHG vallen zorgde relatiebeëindiging in 2017 in circa de helft van de probleemgevallen voor het niet meer kunnen dragen van een hypotheeklast.

⁴⁰ CBS (2019), 'Studenten lenen vaker en meer', oktober.

⁴¹ DNB, 'Kernindicatoren monetaire statistieken'.

⁴² VFN (2020), 'Jaarverslag 2019', mei.

⁴³ VNA (2020), 'Autoleasemarkt in cijfers 2019', april.

⁴⁴ ESB (2020), 'Met name jonge flexwerkers in de WW door corona', 18 augustus.

⁴⁵ AFM (2020), 'Korte termijn financiële weerbaarheid van huishoudens', 9 juli.

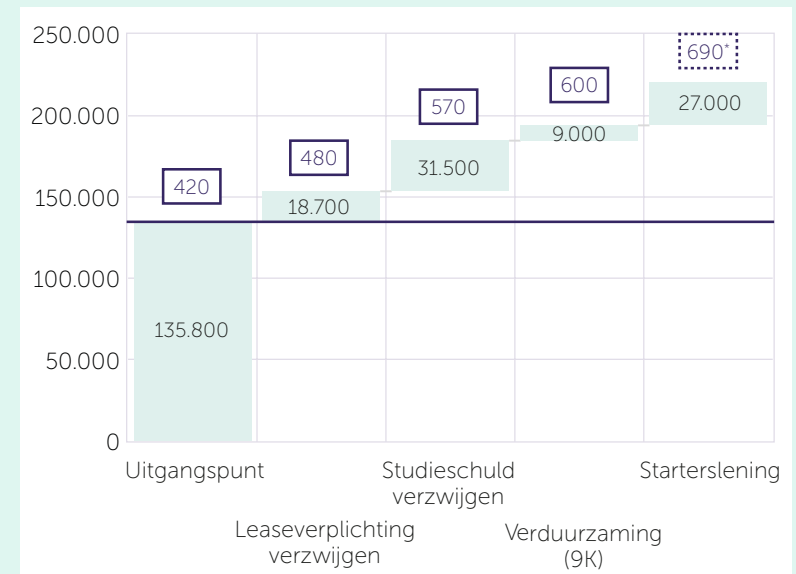


Het is de vraag welk effect deze observaties rondom de leennorm hebben op de financiële kwetsbaarheid van koopstarters. Meerdere doelstellingen, die op zich volstrekt logisch zijn gegeven de situatie, komen hier samen: het vergemakkelijken van hypotheekverstrekking aan koopstarters met een studieschuld en aan het begin van een (onzekere) inkomensloopbaan, en het bevorderen van de verduurzaming van woningen. Naast het daadwerkelijke inkomen, wordt mogelijk vaak hun toekomstige (en daarmee onzekere) verdienpotentieel betrokken bij het bepalen van de maximale hypotheek. Los van de vraag of een koopstarterhuishouden op het peilmoment van aanschaf meer kan lenen dan volgt uit de LTV- en LTI-normen, is het van belang of het huishouden voldoende financieel weerbaar is tijdens de looptijd. Een te ruime interpretatie van de norm op dit moment kan tot problemen in de toekomst leiden.

De AFM streeft ernaar een beter overzicht op de ontwikkelingen en daarmee samenhangende risico's te ontwikkelen. Dit betekent onderzoek naar de toepassing van de leennormen, om feitelijk te kunnen bepalen in hoeverre koopstarters daadwerkelijk meer lenen dan de norm voorschrijft, en wat dat betekent in termen van financiële kwetsbaarheid. Box 4 illustreert vanuit de situatie van een 'gemiddelde' koopstarter hoe de maximale lening en de bijhorende hypotheekkosten kunnen worden beïnvloed. Het verschil tussen bedragen kan relatief groot zijn in verband met individuele toepassingen, en gecombineerd kan het effect aanzienlijk zijn. In deze context wil de AFM ook beter zicht op de omvang van toegepaste uitzonderingen en maatwerk krijgen, en bepalen in welke mate meerdere uitzonderingen tegelijkertijd worden toegepast op klanten. Beleid moet aanbieders in staat stellen om effectief te kunnen toetsen of het krediet daadwerkelijk past bij de werkelijke financiële verplichtingen en het inkomen en met voldoende armslag voor eventuele toekomstige life events.

Box 4 Rekenvoorbeeld maximale hypotheek

Figuur 7 Ontwikkeling van de maximale hypotheek en van de maandlasten van een voorbeeldhuishouden (koopstarter) ten opzichte van de LTI-norm in verschillende situaties.



Bron: AFM. De bedragen in de Figuur geven een indicatie. * Gedurende de gehele looptijd zijn rente en aflossing op de hoofdsom verschuldigd. De eerste drie jaar worden geen directe rentebetalingen en aflossingen gedaan. Naast het annuïtair aflossende hypothecair krediet, wordt een tweede krediet afgesloten, waaruit rente en aflossing op de hoofdsom worden voldaan. Na drie jaar is de totale schuld dus hoger dan bij aanvang. Het huishouden dient na drie jaar in principe te beginnen met terugbetaling, wanneer dat op basis van de maximaal toegestane financieringslast mogelijk is.

**Box 4 Rekenvoorbeeld maximale hypotheek (vervolg)**

- **Uitgangssituatie van een huishouden met een maximale hypotheek.** Het uitgangspunt in dit hypothetische voorbeeld is een alleenstaande koopstarter van 30 jaar met een jaarlijks bruto-inkomen van 40.000 euro. Deze koopstarter heeft een (voor oud-studenten die hebben geleend gemiddelde) studieschuld van 14.000 euro onder het oude leenstelsel, en daarnaast een maandelijkse leaseverplichting van 200 euro voor een auto, met een contractuele looptijd van 2 jaar. Met een 10 jaar vaste hypotheekrente van 1,25% kan deze koopstarter maximaal 134.800 euro lenen volgens de norm. De maandelijkse netto hypotheeklasten zijn dan circa 420 euro. In deze situatie leent het huishouden het maximale bedrag waarvan de lasten op basis van het inkomen en de overige financiële verplichtingen nog net verantwoord gedragen kan worden.
- **Invloed van het niet meenemen van overige schulden bij de berekening van de maximale hypotheek.** De contractwaarde van de **leaseverplichting** is 4.800 euro, waarvan 65% meetelt in de toets. Als de leaseovereenkomst wordt verzwegen of niet door de aanbieder wordt vastgesteld, dan stijgt de maximale lening met 18.700 euro. Nu kan de koopstarter 153.500 euro lenen, met een netto maandlast van 480 euro. Als ook de **studieschuld** wordt verzwegen of niet wordt vastgesteld, dan stijgt de maximale lening met nog 31.500 euro. Nu kan de koopstarter 185.000 euro lenen, met een netto maandlast van 570 euro.
- **Uitzondering voor verduurzaming.** Wanneer het huishouden gebruik maakt van de mogelijkheid om extra te lenen om energiebesparende maatregelen te treffen, dan kan het maximale hypotheekbedrag toenemen met ten hoogste 9.000 euro. Dit is in de praktijk de meest toegepaste uitzondering voor verduurzaming van de eigen woning. De netto maandlast stijgt tot 600 euro.
- **Starterslening.** Wanneer het huishouden een woning wil aankopen waarvan de aankoopprijs hoger is dan de maximale hypotheek, dan heeft het onder voorwaarden de mogelijkheid om extra te lenen om het verschil te 'overbruggen'. De starterslening gaat gepaard met NHG (onder de kostengrens) en wordt gesloten met een rentevaste periode van minimaal 15 jaar. De lening is gesplitst in twee delen: een annuïtair deel (binnen de LTI) plus een 'combinatielening' (wat boven de LTI-norm nodig zou zijn om te kopen, tot maximaal 100% LTV). De gemiddelde starterslening bedraagt circa 27.000 euro. In de eerste drie jaar hoeft op beide leningdelen niet te worden afgelost, waarna een hertoets kan worden aangevraagd. De meeste huishoudens met een starterslening betalen vanaf het hertoetsmoment zowel aflossing als rente en lossen af gedurende de resterende looptijd van 27 jaar. De maandlasten in de Figuur representeren annuïtaire aflossing gedurende 30 jaar. De maximale lening stijgt in dit indicatieve voorbeeld met 27.000 tot 221.000 euro, representatief voor een netto maandlast van 690 euro.



4.6 Afsluiting

De LTI- en LTV-normen bieden woningeigenaren bescherming tegen betalings- en restschuldproblemen. Verantwoorde kredietverlening aan huishoudens die een hypotheek afsluiten is afhankelijk van de kwaliteit van de normen zelf, de mate waarin afgeweken wordt van de normen en van eventuele andere financiële verplichtingen die niet goed in beeld zijn bij toepassing van de normen. De kwaliteit van de normen wordt bewaakt door de wetgever, die in de Trhk jaarlijks de maximale financieringslastpercentages en de maximale verhouding tussen de hypotheekschuld en de waarde van de woning vastlegt. Internationaal gezien zijn de Nederlandse hypothecaire leennormen al aan de ruime kant. Nederland hanteert een zeer ruime LTV-norm in de EU met de mogelijkheid om 100% van de woningwaarde te financieren met een hypotheek. In de Trhk wordt tevens bepaald op welke wettelijke uitzonderingsgronden hypotheekverstrekkers mogen afwijken van de LTI- en LTV-normen.⁴⁶ Het is aan aanbieders van hypothecair krediet om de normen en de uitzonderingen daarop juist toe te passen. Daarvoor is het belangrijk dat zij een goed beeld hebben van de inkomenssituatie van huishouden en van de overige financiële verplichtingen.

Twee brede trends roepen de vraag op hoe kredietverlening aan kopers van woningen zich in de praktijk verhoudt tot de maximale kredietniveaus die volgens de LTI- en LTV-normen verantwoord zijn. In de eerste plaats is sprake van een toename van het aantal wettelijk bepaalde mogelijkheden om af te wijken van de LTI- en LTV-normen. Deze mogelijkheden maken deel uit van de Trhk⁴⁷ en zijn ingegeven door de behoefte om bepaalde politiek-maatschappelijke doelstellingen op de woningmarkt te bevorderen. Het is echter de vraag of de voordelen van de mogelijkheid om meer te kunnen lenen dan wat op basis van het inkomen en andere financiële verplichtingen verantwoord is zich voor alle huishoudens gunstig verhoudt

tot het toegenomen risico op betalings- en restschuldproblemen. In de tweede plaats lijkt mogelijk sprake van een scheefgroei tussen de normen en kredietverlening die niet effectief wordt betrokken bij het toepassen van de hypotheeknormen. Hiervan kan sprake zijn wanneer het inwinnen van financiële verplichtingen van huishoudens niet automatisch goed verloopt, zoals in het geval van studieleningen of private lease.

Kredietverlening aan huishoudens die structureel hoger ligt dan op basis van de LTI- en LTV-normen verantwoord wordt geacht is potentieel risicovol. Als maximaal wordt geleend ten opzichte van het inkomen, zorgt dit er al voor dat huishoudens hun overige uitgaven moeten terugbrengen om aan hun hypotheekbetalingsverplichtingen te voldoen. Dit is vaak maar beperkt te realiseren, omdat voor die maximale hypotheek in veel gevallen al flink bezuinigd is ten opzichte van de uitgaven die (volgens het Nibud) passen bij deze huishoudens. Dit maakt de weerbaarheid voor tegenslag bijzonder klein. Tegenslag kan heel persoonlijk zijn, zoals bij relatiebeëindiging of ziekte. Het kan ook een grotere groep tegelijk treffen, zoals werkloosheid door de corona-recessie, het verzakken van huizen door bodemdaling, of in het geval van een inkomensontwikkeling die achterblijft bij de stijgende kosten van levensonderhoud. Dit laatste risico manifesteert zich al bij gepensioneerden waarbij het aanvullend pensioen naar verwachting voor enige tijd niet of nauwelijks geïndexeerd is en/of zal worden.

In hoeverre kredietverlening aan woningeigenaren daadwerkelijk afwijkt van de normen en of dit leidt tot hogere kwetsbaarheid van groepen huishoudens valt nog niet met zekerheid te zeggen. Daarvoor is nadere analyse nodig. Zoals hierboven geschetst lijken veel van de gesignaleerde ontwikkelingen met name van invloed op koopstarters. Als gevolg van verschillende beleidsmaatregelen zijn de mogelijkheden voor deze groep om meer te lenen dan de LTI- en LTV-normen toestaan vergroot.

⁴⁶ Daarnaast mogen aanbieders van hypothecair krediet gemotiveerd en onderbouwd afwijken van de LTI-norm.

⁴⁷ Of zullen daarvan deel uitmaken, zoals het minder zwaar meewegen van studieleningen bij het bepalen van de maximale financieringslast.



Tegelijkertijd kunnen koopstarters zich vaker in situaties bevinden waarbij hypotheekverstrekkers niet alle financiële verplichtingen meenemen bij het bepalen van de verantwoorde maximale financieringslast. Het ligt dan ook in de rede de potentiële risico's voor deze groep als eerste nader te beschouwen. De AFM gaat deze ontwikkelingen het komende jaar nader onderzoeken en richt zich daarbij op huishoudens die de grootste kans lopen op overkreditering. Om een beter beeld te krijgen van de risico's zullen we hierover in gesprek gaan met aanbieders, overheid en andere stakeholders.

Vanuit beleidsperspectief zijn stappen denkbaar die kunnen helpen te voorkomen dat kredietverlening aan woningeigenaren structureel uit de pas gaat lopen met de maximale niveaus die daarvoor door overheid, politiek en maatschappij als verantwoord worden gezien. De LTI- en LTV-normen stellen immers een grens aan de maximale hypotheeksom om te helpen voorkomen dat huishoudens in financiële problemen komen door hun hypotheek. Ten eerste verdient het aanbeveling om terughoudendheid te betrachten bij het nastreven van verschillende doelstellingen via de leennormen, ook als deze een maatschappelijk doel dienen. Een afzonderlijke uitzondering om meer te lenen dan de LTI-norm kan op zichzelf verantwoord zijn, maar er bestaat een risico dat huishoudens die gebruik maken van meerdere uitzonderingen impliciet overgekrediteerd kunnen raken. Ten tweede kunnen beleidsmaatregelen om toegang tot de woningmarkt te bevorderen voor bepaalde groepen, in het bijzonder koopstarters, meer in lijn worden gebracht met de strekking van de LTI- en LTV-normen. Dit geldt in het bijzonder voor aanvullende kredietfaciliteiten zoals gemeentelijke startersleningen die er momenteel expliciet op gericht zijn om deze groep financiering te bieden die hoger is dan de LTI-norm. Koopstarters hebben weinig baat bij het vergroten van de leenruimte.⁴⁸ Om de toegang tot de woningmarkt voor starters te verbeteren is het bouwen van voldoende geschikte en betaalbare woningen een doelmatiger

oplossing. Daarbij blijft deze groep het twijfelachtige voordeel om almaar hogere leningen – met navenant hogere risico's – te mogen afsluiten bespaard. Ten slotte ligt het in de rede dat beleid hypotheekverstrekkers ondersteunt om effectief te kunnen vaststellen of een bepaalde hypotheek verantwoord verstrekt kan worden volgens de normen. Daarbij moeten zij alle relevante lopende financiële verplichtingen kunnen betrekken. Registratie van studieleningen in het BKR-register kan hieraan een belangrijke bijdrage leveren.

Veel van de gesignaleerde ontwikkelingen lijken met name van invloed op koopstarters

⁴⁸ DNB (2020) 'Huizenprijs hangt meer samen met financieringsruimte koper dan met woningtekort'.

05

Concurrentie tussen beurzen en handelsplatformen binnen één Europese kapitaalmarkt



5.1 Inleiding

De overname van de Italiaanse beurs door Euronext is het meest recente wapenfeit in een concurrentiestrijd tussen Europese beurzen die zo'n twintig jaar geleden begon. Momenteel werken Europese beleidsmakers aan een herziening van de regelgeving waaraan deze beurzen en andere effectenhandelaren zich moeten houden. In 2018 is MiFID II in werking getreden. Deze Europese richtlijn bepaalt bijvoorbeeld hoe transparant handelaren over hun effectenorders moeten zijn en had bij invoering onder meer als doel om zulke orders





zo veel mogelijk via handelsplatformen te leiden. De effectiviteit van MiFID II wordt momenteel geëvalueerd. MiFID II staat echter niet op zichzelf, maar past in een reeks aan Europese beleidsinitiatieven gericht op het creëren van de juiste marktstructuur voor effectenhandel.

De visie achter het Europese beleid is dat handelsplatformen op effectieve wijze met elkaar dienen te concurreren, zonder dat dit ten koste gaat van liquiditeit of prijsvorming. Concurrentie vereist meerdere platformen, maar versnippering van handel kan betekenen dat meerdere prijzen ontstaan voor hetzelfde aandeel die elk slechts een deelmarkt representeren en dus niet alle beschikbare informatie. Mede door deze tegenstelling blijkt het verenigen van beide doelstellingen geen eenvoudige opgave. Dit hoofdstuk plaatst de huidige herziening in een breder perspectief en zet uiteen op welke maatregelen volgens de AFM de komende tijd moeten worden ingezet (zie ook de recente [AFM-publicaties](#) over alle aspecten van [MiFID](#)). Vanwege brexit hebben verschillende grote handelsplatformen gekozen voor een vestiging in Nederland, naast of in plaats van hun Britse vestiging. Beleidsontwikkelingen op dit terrein zijn daarmee nog meer dan voorheen relevant voor het toezicht van de AFM. Achtereenvolgens gaat dit hoofdstuk in op de aandelen- en obligatiehandel, aangezien de handelsstructuur in beide markten sterk verschilt.

5.2 De opkomst van handelsplatformen

Hoewel bij de huidige hightech-beurzen de orderuitvoering plaatsvindt binnen rijenlange, goed gekoelde mainframes, en ze de klassieke beursvloer ver achter zich hebben gelaten, vertolken ze nog wel dezelfde functies. In essentie zijn dat er drie. Ten eerste zorgen effectenbeurzen voor prijsvorming. Door vraag en aanbod van effecten bij elkaar te brengen ontstaat een evenwichtsprijs met hoge informatiewaarde. Deze prijs weerspiegelt immers de visie van alle deelnemers aan de handel over de waarde van een aandeel of obligatie. Daar-

om zullen ook partijen die niet deelnemen aan de handel deze prijs gebruiken voor het waarderen van effecten. Een tweede functie van effectenbeurzen is dat zij zorgen voor liquiditeit. Liquiditeit is te definiëren als de mogelijkheid om snel en tegen lage kosten effecten te kopen of verkopen. Omdat beurzen een groot aantal (potentiële) handelaren bij elkaar brengen, dragen ze bij aan de liquiditeit van de handel. Een derde functie van beurzen is dat zij zorgen voor de technische infrastructuur die nodig is voor de handel en de afwikkeling van transacties. Op aandelenmarkten loopt zo'n 55% van de omzet via beurzen of handelsplatformen⁴⁹. Het overige deel komt daarbuiten tot stand in de bilaterale handel. Op obligatiemarkten speelt momenteel de bilaterale handel nog de grootste rol, maar zijn multilaterale handelsplatformen in opkomst.

5.3 Aandelenhandel

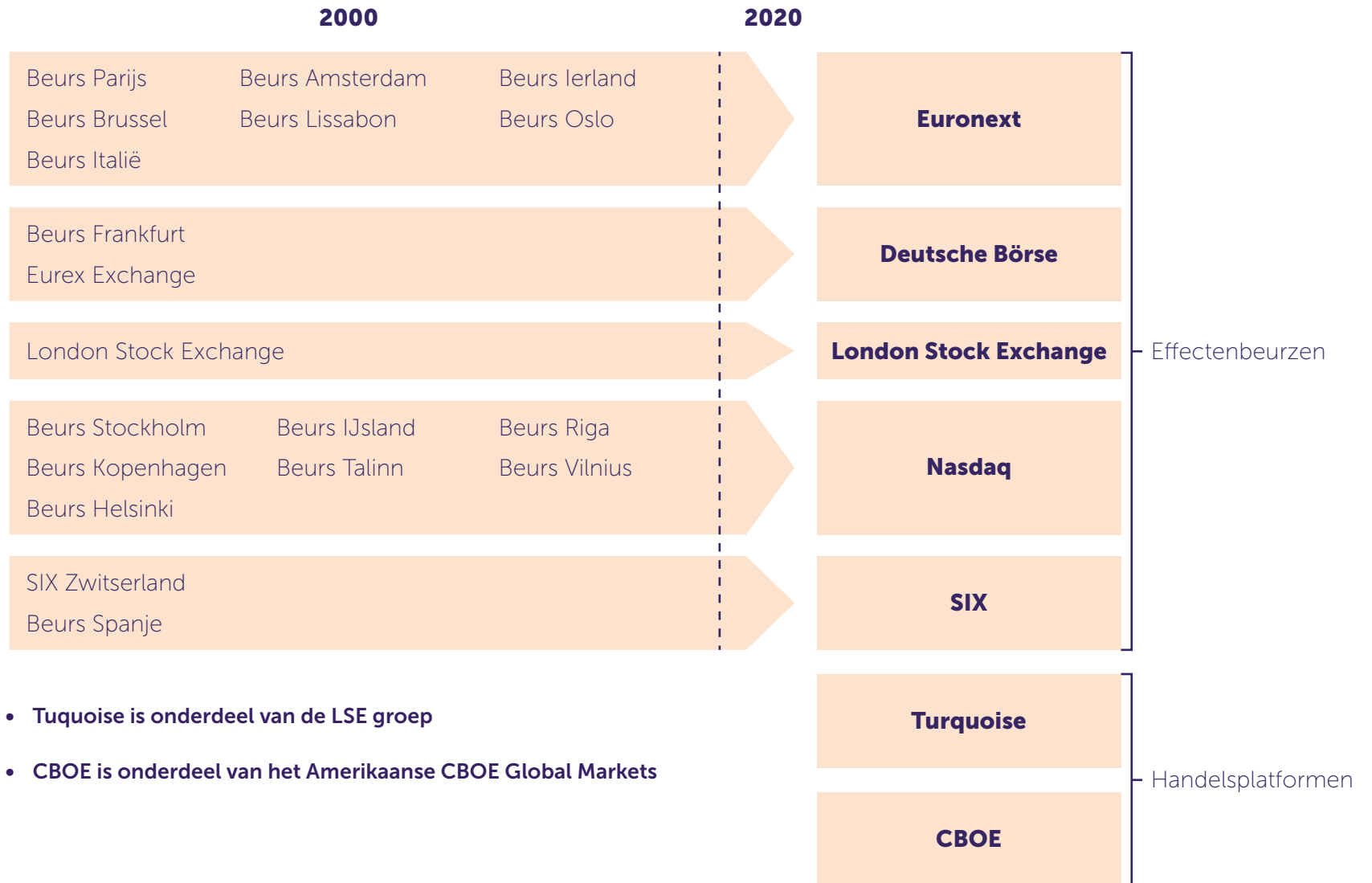
Innovaties in communicatie- en informatietechnologie eind vorige eeuw zorgen ervoor dat effectenbeurzen met elkaar gaan concurreren. Tot de eeuwwisseling vond de beurshandel veelal nog op een fysieke beursvloer plaats. Zo'n handelsplaats kent positieve netwerkeffecten: naarmate meer kopers en verkopers samenkomen neemt de waarde van de marktplaats toe. Daarom is het optimaal als er per markt weinig locaties zijn waar gehandeld wordt. Dit verklaart dat in Europa en in veel landen daarbuiten veelal sprake was van één nationale aandelenbeurs. Zo'n beurs had een monopolie op de aandelenhandel. Om te voorkomen dat dit tot grote overwinsten zou leiden waren beurzen doorgaans in handen van hun gebruikers, de beurshandelaren. Dit verandert als beurzen inzien dat telecommunicatie- en informatietechnologie nieuwe mogelijkheden creëert, zoals handel over grotere afstand tussen een groot aantal partijen. In potentie maakt deze nieuwe technologie het mogelijk dat beurzen onderling op effectieve wijze gaan concurreren⁵⁰. Voorwaarde voor concurrentie is immers dat een handelaar kan kiezen op welke beurs zij wil handelen en ICT maakt dit in potentie mogelijk.

⁴⁹ ESMA, 2020, 'Consultation Paper, MiFID II/ MiFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments'.

⁵⁰ IMF, 2002, 'Demutualization of securities exchanges: a regulatory perspective' Working Paper by J. Elliott.



Figuur 8 Consolidatie Europese effectenbeurzen





Beurzen veranderen in twee stappen van nationale monopolisten naar internationaal concurrerende platformen. In eerste instantie passen beurzen wereldwijd hun organisatiestructuur aan. Ze vormen zich om tot commerciële organisaties met externe aandeelhouders. Overheden staan dit toe. In Europa speelt mee dat de euro is ingevoerd en dat een consolidatieslag tussen effectenbeurzen past bij de eenwording van de kapitaalmarkt. Aandelenbeurzen met externe aandeelhouders lijken beter geprepareerd voor een fusie- en overnamestrijd. De consolidatie komt er inderdaad. Hoewel veel beurzen nationaal aanwezig blijven, is het eigendom van de Europese beurzen in handen van een beperkt aantal grote partijen. Daarnaast maken banken en handelaren gebruik van de met MIFID I gecreëerde mogelijkheid om een handelsplatform op te zetten (zie Box 5) om zo met orderuitvoering de concurrentie met beurzen aan te gaan. Platformen verschillen van beurzen doordat ze zich alleen op de handel richten en niet op de notering van effecten. De aandelenplatformen met de grootste omzet zijn momenteel Turquoise en CBOE. Als gevolg van deze veranderingen ziet het huidige Europese beurslandschap er geheel anders uit dan twintig jaar geleden, zie Figuur 8. De recente overnamestrijd om de Italiaanse beurs, die uiteindelijk in handen kwam van Euronext, illustreert dat de grote beursorganisaties elkaar actief beconcurreren.

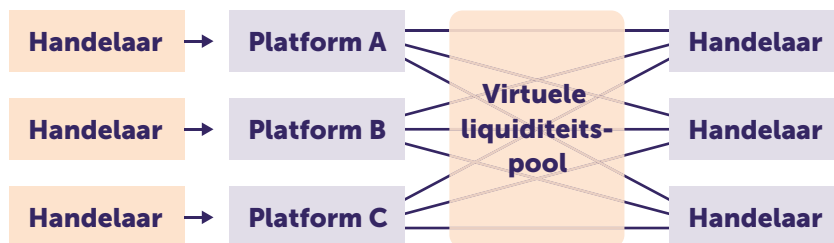
Concurrentie tussen beurzen of handelsplatformen staat op gespannen voet met liquiditeit en prijsvorming, maar het is mogelijk om beide te combineren. Hoewel het de vraag is of beleidsmakers twintig jaar geleden een duidelijk eindbeeld voor ogen hadden toen ze beursconcurrentie toestonden, is het interessant om na te gaan wat economisch gezien een goed eindbeeld zou zijn. Concurrentie vereist dat meerdere beurzen of handelsplatformen met elkaar de strijd aan gaan. Dit heeft als voordelen dat zij ernaar zullen streven om met lage transactiekosten en innovaties hun klanten goed en eerlijk te bedienen. Maar concreet betekent platformconcurrentie dat het koppelen van aan- en verkooporders in

hetzelfde aandeel tegelijk op meerdere locaties plaatsvindt. Per platform wordt dus slechts een subset van de orders gematcht en dat heeft in principe nadelige effecten voor prijsvorming en liquiditeit. Ten aanzien van prijsvorming bestaat het risico dat meerder prijzen tot stand komen, die per definitie niet alle beschikbare marktinformatie reflecteren en dus suboptimaal zijn. Ook zal de liquiditeit in elke deelmarkt minder zijn dan wanneer alle orders op één markt worden gematcht. Het is echter mogelijk om concurrentie te combineren tot één virtuele, gezamenlijke liquiditeitspool, zodat prijsvorming en liquiditeit optimaal zijn. Dan moet aan een aantal voorwaarden zijn voldaan, zie ook Figuur 9. Ten eerste dienen beurshandelaren aangesloten te zijn op meerdere beurzen waarop hetzelfde aandeel wordt verhandeld. Ten tweede dienen zij vooraf de bied- en laatprijzen te kennen op de verschillende beurzen, zodat zij kunnen beslissen naar welke beurs ze een order sturen. Ten derde dienen de kosten van een beursaansluiting niet te hoog te zijn. Onder deze voorwaarden zullen handelaren hun orders sturen naar een handelsplatform waar de prijs van het aandeel en de kosten van de handel het gunstigst zijn. Daarmee hebben platformen een prikkel om de concurrentie met elkaar aan te gaan. Tegelijkertijd ontstaat als het ware een centrale pool van liquiditeit en worden alle aan- en verkooporders betrokken bij het bepalen van de aandelenprijs (zie Budish e.a. 2019⁵¹, voor een analyse van de voorwaarden om tot een virtuele liquiditeitspool te komen). Als deze marktstructuur inderdaad tot stand komt en platformen de concurrentie met elkaar aangaan, dan zullen deze platformen een aantrekkelijke handelsplaats zijn voor alle potentiële aandelentransacties. Dan ligt het in de rede dat de OTC-markt (*over the counter*, onderhandse markt) kleiner wordt ten gunste van platformhandel. Het streven naar zo'n marktstructuur is te zien als rode draad binnen het Europese beleid op het terrein van effectenhandel. De praktijk blijkt echter weerbarstig.

⁵¹ Budish, E., R. Lee & J. Shim, 2020, 'A Theory of Stock Exchange Competition and Innovation: Will the Market Fix the Market?', BFI Working Paper.



Figuur 9 Concurrentie tussen beurzen binnen één liquiditeitspool



In de praktijk blijkt het niet eenvoudig om het einddoel van beursconcurrentie en een virtuele liquiditeitspool tot stand te brengen.

Zo toonde MiFID I al aan dat de transparantie-eisen die aan beurzen en platformen worden gesteld ook kunnen afschikken. Voor partijen die grote orders aanbieden, zoals institutionele beleggers, kan het aantrekkelijk zijn om orders achter gesloten deuren uit te voeren, bijvoorbeeld in *dark pools* (zie Box 5). De zichtbaarheid van een grote order zal immers leiden tot een marktreactie in het nadeel van de belegger die de order aanbiedt. De aanwezigheid van *high frequency trading* (HFT) kan dit effect versterken. HFT-partijen dragen bij aan de totstandkoming van één liquiditeitspool doordat zij met hun zeer snelle verbindingen met meerdere beurzen en via arbitragehandel ervoor zorgen dat aandelenprijzen op verschillende platformen snel naar elkaar toe bewegen. Maar juist door hun hoge snelheid en de goede informatiepositie die daaruit voortvloeit is het voor andere partijen soms voordelig om te handelen op plekken waar geen HFT-partijen aanwezig zijn. Een onbedoeld effect van de transparantie-eisen uit MiFID I was dat handel juist sterk groeide op platformen die minder transparantie-eisen kende.

Box 5 MiFID I doet aftrap voor concurrerende Europese markt, maar heeft donkere neveneffecten

Het streven naar concurrentie en transparantie kwam al duidelijk tot uiting in de richtlijn MiFID I, die in 2007 van kracht werd. Belangrijk hierin was vooral het afschaffen van de concentratieregulering. Deze regel verplichtte dat de handel in een bepaald aandeel moest plaatsvinden op de effectenbeurs waar het aandeel was uitgegeven, met als doel om daar liquiditeit te concentreren. Door afschaffing van deze concentratieregulering werd de weg vrijgemaakt voor handelsplatformen die zich richten op handel van aandelen, maar niet op de notering, van aandelen. Logischerwijs werd het daarmee ook mogelijk om hetzelfde aandeel op meerdere plaatsen te verhandelen. Om toch liquiditeit en goede prijsvorming te bevorderen legde MiFID I beurzen en handelsplatformen de verplichting op om transparant te zijn over de orders die zij aanboden.

Een onbedoeld neveneffect was dat zakenbanken *dark pools* in het leven riepen. Dit zijn handelssystemen die vraag en aanbod matchen zonder transparantie vooraf, waarbij gebruik wordt gemaakt van de prijzen die elders tot stand komen. Dit werd mogelijk door het afschaffen van de concentratieregulering. *Dark pools* boden onder meer institutionele beleggers de mogelijkheid om achter gesloten deuren hun grote orders uit te voeren. De vraag naar deze donkere handel hing samen met de transparantievereisten van MiFID I, waardoor de prijseffecten van grote orders werden versterkt, en met de opkomst van *high frequency trading*. In de periode tussen 2010 en 2015 vond een sterke groei plaats van zulke donkere handel⁵². MiFID II maakte aan deze *dark pools* een einde omdat hiermee de transparantieregels ook voor zulke multilaterale platformen van zakenbanken ging gelden.

⁵² Petrescu, M. & M. Wedow, 2017, 'Dark pools in European equity markets: Emergence, competition and implications', ECB Occasional Paper, No. 193.

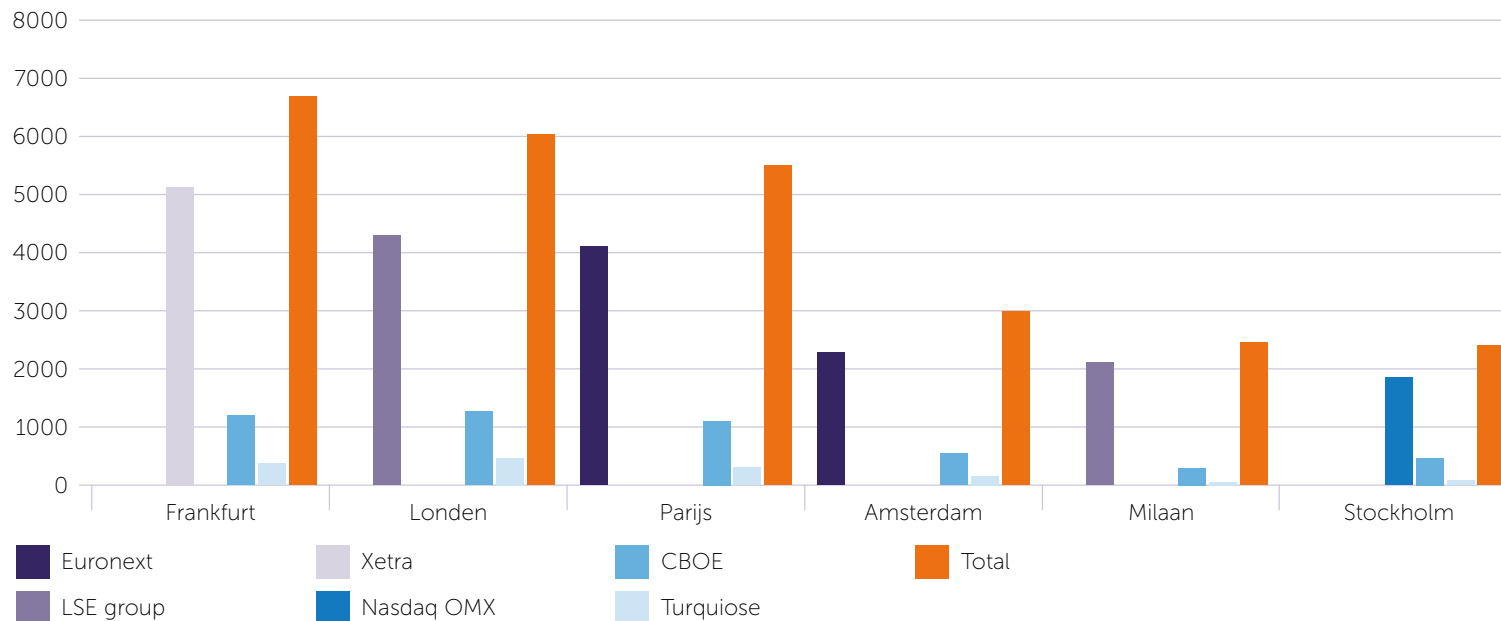


Vanwege de groei in 'donkere handel' komen Europese beleidsmakers met nieuwe regelgeving, MiFID II, dat onder meer als doel heeft om de aandelenhandel naar transparante platformen te leiden. MiFID I leidde niet tot de gewenste verschuiving van handel richting transparante markten. Daarom wordt bij MiFID II de *trading obligation* ingesteld voor liquide aandelen. Hierdoor is het verplicht om alle in de EU uitgegeven aandelen via een beurs of handelsplatform uit te voeren. Een andere maatregel om prijsvorming te verbeteren is de invoering van *pre-trade* transparantie. Dit verplicht alle aanbieders van multilaterale handelsplatformen om quotes te publiceren voorafgaand aan de orderuitvoering, waardoor de *dark pools* ook aan transparantie-eisen moeten voldoen. Wel is het onder voorwaarden toegestaan om bilateraal te handelen en de transactie achteraf op een handelsplatform te melden. Ook bestaan verschillende *waivers* die marktpartijen ontheffen van *pre-trade* transparantie, waarbij de *waiver* voor grote transacties de belangrijkste is, met als doel dat deze platformen ook aantrekkelijk zijn voor het uitvoeren van grote orders. Inmiddels concurreren de handelsplatformen op volwassen wijze met bestaande beurzen, zie Figuur 10. Het marktaandeel van het grootste platform, CBOE, is in totaal ongeveer even groot als dat van de drie grote Europese aandelenbeurzen, maar gespreid over een groter aantal aandelen. CBOE is net als het op één na grootste aandelenplatform, Turquoise, op basis een Britse vergunning actief in de EU. Vanwege brexit hadden beide platformen behoefte aan een vergunning binnen de EU 27 om de Europese markten te kunnen blijven bedienen. Vorig jaar hebben ze daarom een vergunning in Nederland aangevraagd en de AFM heeft deze verstrekt. In hoeverre ze gebruik zullen maken van hun Nederlandse vestiging hangt af onder meer af van de toekomstige relatie tussen de EU en het VK.

Inmiddels concurreren de handelsplatformen op volwassen wijze met bestaande beurzen



Figuur 10 Gemiddelde dagomzet Europese aandelenmarkten, in mln euro, in sept 2020.



Bron: websites handelsplatformen / CBOE

MiFID II heeft duidelijk bijgedragen aan het vergroten van de transparantie, maar is slechts beperkt succesvol wat betreft het centraliseren van handel op platformen. Eerste onderzoeken⁵³ laten zien dat het orderaandeel op de handelsplatformen niet is toegenomen. Zo zijn zogenoemde *systemic internalisers* (SI) als alternatief in opkomst. Dit zijn banken en andere handelaren die voor eigen rekening en met klanten en afdelingen binnen dezelfde organisatie handelen, maar op zo'n systematische manier dat hun rol lijkt op die van een (bilateraal) handelsplatform. Het marktaandeel van SIs bedraagt Europees zo'n 20 procent⁵⁴.

Ook zijn er nieuwe ontwikkelingen die niet voorzien waren toen MiFID II werd ontworpen. Zo neemt de afgelopen periode gedurende de dag de liquiditeit op platformen af. Een reden is sterke groei van *Exchange Traded Funds (ETFs)*. Dit zijn fondsen die beleggen in aandelen, obligaties en andere activa, met als aantrekkelijke eigenschap dat de aandelen van deze fondsen op de beurs verhandelbaar zijn. Zo maken ETFs minder liquide activa toch goed verhandelbaar. Omdat ETFs hun eigen waardering baseren op de slotkoers van aandelen, verschuift de handel de laatste jaren steeds meer naar het einde van de dag. In de slotveiling zijn volumes gestegen tot zo'n

⁵³ Johann, T, T.J. Putnins, S. Sagade & C. Westheide, 2019, 'Quasi-Dark Trading: The Effects of Banning Dark Pools in a World of Many Alternatives', SAFE Working Paper No. 253.

⁵⁴ ESMA, 2020, 'Consultation Paper, MiFID II/ MiFIR review report on the transparency regime for equity and equity-like instruments'.



40% van het dagvolume en dat maakt deze veiling ook aantrekkelijk voor andere partijen. Hierdoor kan een spiraaleffect ontstaan waarbij een steeds groter deel van de handel zich naar de liquide einddagveiling verplaatst.

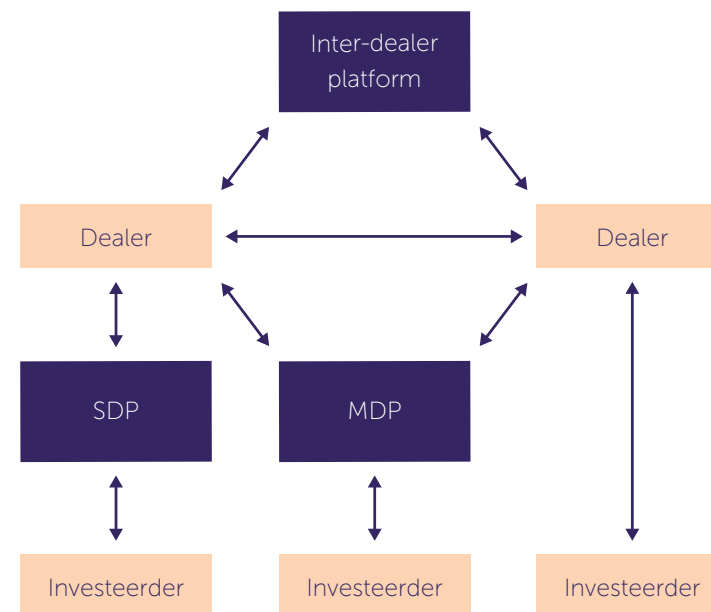
Een andere ontwikkeling is dat beurzen en platformen een steeds groter deel van hun inkomsten genereren door het verkopen van handelsinformatie, onder meer aan HFT-partijen. Zo genereerde effectenbeurzen in 2018 tussen de 20 en 50% van hun omzet met de verkoop van data⁵⁵. Marktdeelnemers wijzen erop dat beurzen en platformen marktmacht hebben en dat de kosten van informatie zijn gestegen. Omdat de beschikbaarheid van informatie van belang is om te komen tot goede prijsvorming en om de concurrentie tussen beurzen te bevorderen ligt hier een regulerende rol voor toezichthouders.

5.4 Obligatiehandel

Op de obligatiemarkten zijn handelsplatformen en digitale orderuitvoering in opkomst. Aandelen geven recht op een deel van de bedrijfswinst en hebben dezelfde looptijd, gelijk aan de levensduur van het bedrijf. Daarmee zijn aandelen onderling inwisselbaar en dat bevordert de verhandelbaarheid. Obligaties daarentegen verschillen per serie, in rente en looptijd en dat beperkt hun verhandelbaarheid. Al bestaan grote verschillen in liquiditeit, bijvoorbeeld tussen overheids- en bedrijfsobligaties. Doordat obligaties minder goed verhandelbaar zijn, kennen ze traditioneel een andere handelsstructuur dan aandelen. Daarbij is sprake van gelaagdheid, zie Figuur 11. Zakenbanken treden op als *market-maker*. Zij verstrekken quotes aan investeerders, nemen obligaties tijdelijk op hun balans en handelen onderling in de inter-dealermarkt. Deze structuur draagt bij aan de verhandelbaarheid. Gegeven de specifieke kenmerken van obligaties, zullen eindinvesteerders immers minder snel (dan bij aandelen) een andere

eindinvesteerder vinden die wil handelen in dezelfde obligatie. Daarom is het nuttig als zakenbanken bereid zijn om deze tijd te overbruggen door een obligatie tijdelijk op hun balans te nemen. Door verschillende factoren zijn banken echter minder dan voorheen geneigd deze rol op zich te nemen. Hierbij spelen de relatief hoge kapitaalseisen een rol waardoor ze in verhouding tot de opbrengst veel eigen vermogen moeten aanhouden voor dit voorraadbeheer. Daarnaast lijkt er minder bereidheid tot het nemen van risico's sinds de Grote Financiële Crisis⁵⁶. Door deze terugtrekkende beweging is vraag ontstaan naar alternatieve handelsstructuren en obligatieplatformen spelen daarop in.

Figuur 11 De gelaagde structuur van de obligatiemarkten: inter-dealer en dealer-investeerder



⁵⁵ Oxera 2020, 'The design of equity trading markets in Europe', prepared for FESE.

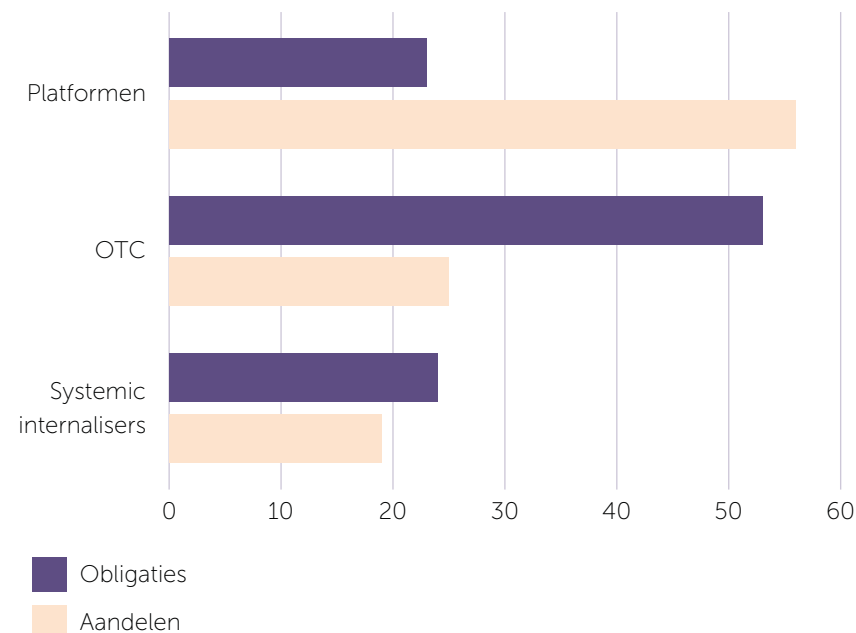
⁵⁶ BIS, 2016, 'Electronic trading in fixed income markets', report by the Markets Committee.



De opkomst van handelsplatformen verbetert de marktstructuur van de meest liquide obligaties. De eerste virtuele marktplaatsen deden eind jaren negentig hun intrede in het inter-dealersegment van staatsobligaties, het meest liquide deel van de obligatiemarkt. Hierdoor daalden transactiekosten en verbeterde de prijstransparantie. In één oogopslag waren op een computerscherm de quotes te zien van verschillende potentiële tegenpartijen. Dat is een stuk efficiënter dan het bilaterale telefonische contact zoals tot dan toe gebruikelijk was. Vervolgens evolueert in deze markt ook de wijze van orderuitvoering. De eerste platformen kennen een prijsaanvraagstelsel (Request for Quote, RfQ), waarbij handelaren kiezen uit verschillende quotes. Later ontstaan in dit liquide inter-dealersegment zelfs ordergedreven systemen, inclusief een centraal orderboek (CLOB), zoals dat op aandelenmarkten gangbaar is. Inmiddels is elektronische handel ook gebruikelijk in het marktsegment waarin zakenbanken met investeerders handelen en zijn nieuwe spelers die uitblinken qua handelsssoftware en IT-infrastructuur geleidelijk toegetreden tot dit segment. Zo zorgt het single dealer platform (SDP) voor de automatisering van de relatie tussen dealer en investeerder. Geavanceerder is het multidealerplatform (MDP) waarmee een investeerder eenvoudig quotes vraagt aan meerdere dealers, via het RfQ-protocol, zie Figuur 11. Zulke platformen maken de markt efficiënter, omdat zij prijsvorming verbeteren en concurrentie tussen *market-makers* (dealerbanken) stimuleren. Inmiddels is ook het *client-only-platform* in opkomst, waarbij eindgebruikers direct met elkaar handelen. Stap voor stap ontwikkelt het meest liquide deel van de obligatiemarkt zich zo richting een handelsstructuur vergelijkbaar met die van aandelenmarkten. Inmiddels wordt circa een kwart van de Europese obligaties op platformen verhandeld, zie Figuur 12.

Figuur 12 Platformhandel is in de aandelenmarkt verder ontwikkeld dan in de obligatiemarkt

Aandeel handelsvolume, in %, in 2018 - 2019



Net als in de aandelenmarkt hebben vanwege brexit een aantal grote obligatieplatformen die vanuit het VK opereren voor een tweede vestiging in Nederland gekozen. Een van deze platformen, CME, is actief in het inter-dealersegment, waar het voor staatsobligaties met een centraal orderboek werkt. De andere drie platformen richten zich op het marktsegment waarin investeerders actief zijn, zie ook onderstaande Tabel 2. Net als bij aandelen is het volume dat over de Nederlandse vestigingen van deze platformen loopt momenteel nog beperkt, al hebben enkele platformen ervoor gekozen om ook zonder harde brexit actief te worden in Nederland.



Tabel 2 Vier grote Europese obligatieplatformen met een vestiging in Nederland

Platform	Tradeweb	MarketAxess	Bloomberg	CME Group	
Instrument	• Staatsobligaties • Bedrijfsobligaties	• Bedrijfsobligaties	• Staatsobligaties • Bedrijfsobligaties	• Staatsobligaties	• Repo's
Marktsegment	• Multi-dealer • All-to-all Via RfQ	• Multi-dealer • All-to-all Via RfQ	• Multi-dealer Via RfQ	• Multi-dealer Via RfQ	• Inter-dealer Via CLOB

Binnen de markt voor bedrijfsobligaties bestaan grote verschillen in verhandelbaarheid. De relatief veilige (*investment grade*) bedrijfsobligaties van grote bedrijven zijn net als staatsobligaties relatief liquide en daarmee geschikt voor platformhandel. Onderzoek laat ook zien dat vooral deze bedrijfsobligaties via platformen worden verhandeld⁵⁷. Obligaties van met een lagere kredietstatus worden maar heel weinig via platformen verhandeld. Mede vanwege de lagere liquiditeit in dit segment blijft de handel bilateraal tussen investeerder en zakenbank. Wel worden steeds vaker ETFs gebaseerd op bedrijfsobligaties (zowel *investment grade* als illiquide), waardoor via deze route de liquiditeit van groepen obligaties verbetert.

Standaardisatie van obligaties zou kunnen helpen bij het verhogen van de verhandelbaarheid. Door zaken als looptijd, uitgiftebedrag, referentierente en prospectusvoorwaarden te standaardiseren, zijn obligaties onderling beter inwisselbaar en weten investeerders eenvoudiger waar ze aan toe zijn. Dit draagt bij aan de verhandelbaarheid. Standaardisatie helpt zo om op termijn een meer liquide Europese markt voor obligaties te creëren

waar zowel uitgevende bedrijven als beleggers van profiteren. Hoewel bedrijven profiteren van zo'n liquide markt, hebben zij op individueel niveau niet altijd voldoende prikkels en mogelijkheden om aan een dergelijke marktverandering bij te dragen. Uitgevende bedrijven kijken in de eerste plaats naar hun financieringsbehoefte en naar de marktomstandigheden. Daarnaast houden zij rekening met de behoefte van investeerders. Dit zijn momenteel echter vaak langetermijninvesteerders, waardoor via hen geen sterke prikkel ontstaat om de verhandelbaarheid te verbeteren. Ook hebben de banken die optreden als uitgevende instellingen niet altijd belang bij verhandelbaarheid, bijvoorbeeld omdat hun specialistische kennis dan noodzakelijk is voor het prijzen van obligaties. Daarom is het nuttig als beleidsmakers en toezichthouders nagaan of zij kunnen bijdragen aan standaardisatie van obligaties.

⁵⁷ O'Hara, M. & A. Xing, 2019, 'The Electronic Evolution of Corporate Bond Dealers', Journal of Financial Economics (JFE).



5.5 De AFM-inbreng bij de herziening van MiFID II

Maatregelen om dichter bij een optimale marktordening in de aandelenmarkt te komen

Het is duidelijk dat de huidige regulering een stap in de goede richting is, maar ook dat het nog niet heeft geleid tot de gewenste eindsituatie. Het eindbeeld van concurrerende platformen die, dankzij transparantie, samen zorgen voor een liquide markt is nog onvoldoende in zicht. Daarom zijn in de optiek van de AFM aanvullende maatregelen nodig.

- Ten eerste is het belangrijk dat het speelveld tussen enerzijds handelsplatformen en anderzijds SIs meer gelijk wordt getrokken. Hierbij gaat het bijvoorbeeld om regelgeving ten aanzien van transparantie.
- Ten tweede draagt betere aggregatie van prijsinformatie over platformen, SIs en OTC-handel bij aan het creëren van één liquide markt. De ultieme vorm van informatiedeling is een zogenoemde *consolidated tape*, die in *real time* alle orderinformatie samenbrengt. De VS kent zo'n aggregatie van handelsinformatie, waarbij een specifiek hiervoor opgerichte organisatie (*consolidated tape association*) zorgdraagt voor het bijeenbrengen en publiceren van informatie van de aangesloten beurzen. Hieronder vallen alle grote beurzen in de VS. In Europa is, ondanks hierop gerichte provisies in MiFID II, nog geen private partij opgestaan die een *consolidated tape* wil samenstellen en publiceren. Verklaringen hiervoor zijn dat het een complex IT-project betreft, waarvan de businesscase onzeker is en dat de datakwaliteit nog niet op orde is. Tegen die achtergrond heeft ESMA voorstellen gedaan over hoe een *consolidated tape* eruit zou moeten zien. De AFM pleit ervoor dat *post-trade* handelsinformatie *real time* beschikbaar is. Wel zijn er nog belangrijke praktische problemen te overwinnen, zeker gezien de huidige onvoldoende datakwaliteit. Daarom dient eerst de datakwaliteit te worden verbeterd.

- Ten derde vraagt de discussie over de kosten van data aandacht. De beschikbaarheid van data is essentieel om te komen tot een efficiënte marktordening en goede prijsvorming. De kosten hiervan mogen dus niet te hoog zijn. Tegelijkertijd heeft een handelsplatform per definitie enige vorm van marktmacht ten aanzien van de data die op het platform tot stand komen. Daarom is het de vraag of er additionele regelgeving nodig is voor het reguleren van de kosten van marktdata.
- Ten vierde is de AFM voorstander van het continueren van het huidige beleid ten aanzien van transparantie *waivers* en dus tegen de *waiver*-beperkingen die in het kader van de MiFID-review zijn geopperd. Juist door ook op handelsplatformen toe te staan dat bepaalde orders niet direct zichtbaar zijn voor alle partijen worden platformen aantrekkelijk. Dit draagt bij aan de liquiditeit van platformhandel. Wel kan de AFM zich vinden in voorstellen om complexe restricties, zoals de *double volume cap*, te vereenvoudigen. De *double volume cap* legt beperkingen op aan de handel die op minder transparante systemen plaatsvindt.
- Ten vijfde is de AFM voorstander van onderzoek naar de effectiviteit van maatregelen om platformen aantrekkelijker te maken voor (institutionele) beleggers. Op dit terrein spelen verschillende marktinitiatieven. Zo wordt nagedacht over het verkorten van handelsdagen, zodat de liquiditeit verbetert tijdens openingsuren. Ook hebben verschillende platformen maatregelen genomen zoals periodieke veilingen en het vertragen van de handelssnelheid, die interessant zijn om te analyseren.

Het doel van bovenstaande aanbevelingen is om te komen tot concurrentie tussen handelsplatformen in combinatie met één liquide markt, waarin aandelenprijzen alle handelsinformatie reflecteren.



Maatregelen die de opkomst van platformhandel in de obligatiemarkt ondersteunen

Voor beleidsmakers is het nuttig om na te gaan welke regulering het best die innovaties ondersteunt die de werking van obligatiemarkten verbetert.

- Ten eerste is belangrijk goed na te gaan welke mate van transparantie past bij de huidige ontwikkeling van obligatiemarkten. De opkomst van platformen is in de optiek van de AFM een welkome ontwikkeling die bijdraagt aan een efficiënte markt. Om dit streven goed vorm te geven is het belangrijk te realiseren dat er marktkrachten zijn die ervoor zorgen dat obligatiehandel richting een platform beweegt of er vandaan. Zo maken lagere transactiekosten en snellere orderuitvoering de platformhandel interessant, maar kan transparantie in een markt die nog niet liquide is juist afschrikken. Regulering dient hier rekening mee te houden. Als transparantievereisten niet passen bij de liquiditeit van de markt, dan kunnen ze een negatief effect hebben op prijsvorming en liquiditeit. Met de huidige toepassing van MiFID II, dat geïnspireerd is op aandelenmarkten, wordt qua transparantie mogelijk een te grote stap in één keer gezet. Dit geldt vooral voor de minder illiquide obligaties. De AFM pleit wel voor een hoge mate van transparantie in liquide obligatiemarkten.
- Ten tweede kunnen beleidsmakers bijdragen aan standaardisatie van financiële instrumenten. Dit verbetert de verhandelbaarheid. Vooral bij bedrijfsobligaties van partijen met een hoge kredietwaardigheid kunnen met standaardisatie stappen worden gezet. Een mogelijkheid is om te komen tot meer gelijke kenmerken in termen van uitgiftebedrag, referentierente, looptijd en prospectusvoorwaarde. Het is de vraag of marktkrachten hiertoe zullen leiden. Daarom is het nuttig om na te gaan of toezichthouders en andere beleidsmakers hierbij een rol hebben, bijvoorbeeld door bij goedkeuringsprocessen standaardobligaties gunstig te behandelen. Een trend op de obligatiemarkten is de uitgifte van duurzame obligaties. Aangezien dit een recent fenomeen is, is het

eenvoudiger om nu al bepaalde ESG-criteria te standaardiseren en zo bij te dragen aan verhandelbaarheid.

- Ten derde dienen beleidsmakers na te gaan of de huidige regulering alle relevante partijen goed omvat. Nieuwe technologie maakt het mogelijk om het proces van beurshandel in verschillende stappen op te knippen, bijvoorbeeld door koop- en verkoopinteresse multilateraal te identificeren en te matchen, om vervolgens de hieruit voortkomende transactie als bilaterale handel te kwalificeren. Hierdoor lijkt het mogelijk om de kosten van regelgeving te vermijden die zijn verbonden aan multilaterale handel. Daarom is het nuttig om het onderscheid binnen de huidige regelgeving scherp te krijgen en te voorkomen dat de grenzen tussen multi- en bilaterale handel vervagen.

06

Effecten van datagebruik op de financiële marktstructuur



6.1 Introductie

In veel sectoren, inclusief de financiële sector, zijn data een steeds belangrijker productiefactor geworden. Het genereren, verwerken en benutten van data speelt een cruciale rol in de digitale transformatie van de maatschappij, die ook wel de vierde industriële revolutie wordt genoemd. De financiële sector is onmiskenbaar onderdeel van deze trend. Naast socialemediadata, smartphonedata en biometrische gegevens zijn ook financiële data gewild. Zowel traditionele financiële partijen als branchevreemde spelers proberen





de toenemende mogelijkheden van datagebruik kern te maken van hun bedrijfsprocessen om hun dienstverlening en winstgevendheid te verbeteren.

Deze ontwikkeling verandert zowel de wijze waarop financiële instellingen zichzelf organiseren als de marktstructuur⁵⁸ waarin deze bedrijven opereren. Deze bijdrage beschrijft de trends, kansen, uitdagingen en risico's die het toenemende datagebruik met zich meebrengt. Hoewel de nadruk wordt gelegd op de bankensector, zijn diverse inzichten niettemin ook in bredere zin op de financiële sector van toepassing. Deze bijdrage gaat achtereenvolgens in op hoe:

1. de enorme hoeveelheid beschikbare data, het brede scala aan nieuwe technologieën en de beleidsmatige stimulans van open bankieren de marktdynamiek veranderen;
2. nieuwe partijen toetreden tot de markt en daarmee traditionele spelers dwingen hun bedrijfsmodellen en strategieën aan te passen;
3. de nieuw ontstane marktdynamiek tot diverse uitdagingen (op toezichtgebied) leidt.

Hierbij wordt stilgestaan bij de omgang met branchevreemde spelers, operationele risico's bij onder toezicht staande instellingen, passende dienstverlening en bescherming van persoonsgegevens, en samenwerking tussen toezichthouders.

6.2 Datakapitalisatie: de kracht van het verbinden van data

Datakapitalisatie in de financiële sector houdt in dat marktpartijen in toenemende mate klantgegevens (willen) benutten om meer inzicht te krijgen in het gedrag van consumenten en hierop in te spelen. Bedrijven werken dan ook hard aan het versterken van hun datapositie. De mogelijkheden groeien hiertoe door toenemende beschikbaarheid van data, nieuwe technologische oplossingen om data te delen en verbinden, en een impuls vanuit regelgeving.

Toenemende beschikbaarheid van data

De hoeveelheid beschikbare data groeit elke dag. Door de groei van het internet, het wereldwijde gebruik van smartphones en andere persoonlijke apparaten, en de algemene tendens om vrijwel alles wat te meten valt ook daadwerkelijk in digitale data om te zetten (dataficatie) laten consumenten een steeds grotere digitale voetafdruk in de infosfeer achter. Dit betreffen sporen van het schrijven van teksten over zichzelf, het uploaden van financiële informatie, het verstrekken van sociale netwerkgegevens, het openen of registreren van sociale netwerkgegevens op websites enzovoort. Financiële marktpartijen beschikken daarnaast over een eigen 'kapitaal' aan historische financiële klantdata.

⁵⁸ Marktstructuur verwijst naar de onderlinge relatie van bedrijven in een markt waardoor hun gedrag en hun vermogen om winst te maken worden beïnvloed. Een marktstructuur wordt gekenmerkt door factoren zoals het aantal en de omvang van marktdeelnemers, kansen en belemmeringen voor toetreding, en toegankelijkheid van informatie en technologieën voor alle deelnemers (FSB, 2019).



Marktpartijen zoeken naar mogelijkheden om de zelf gegenereerde data te verrijken met andere data. Afhankelijk van wat de organisatie met data wil doen zoekt zij naar methodes om toegang te krijgen tot de juiste data om het gedefinieerde kapitalisatiedoel te bereiken, of dat nu het verbeteren van de klantervaring, het verbeteren van bestaande processen of – bij malafide intenties – het creëren van een lock-in is. Zo zijn er publieke databronnen beschikbaar, kunnen data worden ingekocht van externe partijen, kan software informatie extraheren van webpagina's op het Internet (*web scraping*), en creëert de consument met zijn of haar zoekgedrag ook nieuwe data.

Techniek: data ontsluiten, bewaren en benutten

Bestaande en nieuwe technologische toepassingen vormen bouwstenen voor een infrastructuur op basis waarvan data snel en efficiënt kunnen worden uitgewisseld, bewaard, geanalyseerd en benut.

Enkele voorbeelden van technische oplossingen die samenwerking tussen diverse systemen mogelijk maakt, zonder volledige ITsystemen om te bouwen, zijn *Application Programming Interfaces* (API's) en *cloudservices*. API's vervullen een brugfunctie tussen diverse marktpartijen die bijvoorbeeld data willen ontvangen van gevestigde financiële ondernemingen. Omgekeerd maken financiële ondernemingen gebruik van (technologie gedreven) diensten van fintechs en andere marktpartijen via API's. Cloudservices bieden een aantal voordelen ten opzichte van eerdere technologie, zoals *on-premise* datacenters. Door geografisch verspreide infrastructuren te creëren en te investeren in beveiliging, kunnen cloudservice-dienstverleners aanzienlijke verbeteringen bieden in de veerkracht van individuele instellingen. Ze kunnen instellingen in staat stellen sneller te schalen, om verbeterde automatisering te leveren, en flexibeler te opereren door de initiële investeringskosten te verlagen en instellingen te bevrijden van de intensieve vervangingscycli van hun eigen infrastructuur.

Het gebruik van deze technische oplossingen levert echter diverse uitdagingen op omtrent de integere en beheerste bedrijfsvoering van een onder toezicht staande instelling. Zo veranderen marktstructuren en neemt de complexiteit aan onderlinge afhankelijkheden toe. Met andere woorden, ondanks dat interoperabiliteit tussen (heterogene) technische systemen met behulp van API's en cloudservices tot synergiën kan leiden, kleven hieraan algemene risico's, zoals datalekken, storingen en verkeerde configuraties, ongeoorloofd gebruik van klantdata, concurrentie- en cyberrisico's. Specifiek voor cloudservices speelt het probleem dat deze extern geleverd worden, waardoor instellingen en toezichthouders moeilijker kunnen beoordelen of de dienst wordt uitgevoerd volgens wettelijke en regelgevende verplichtingen en de risicotolerantie van het bedrijf. Een extra complexiteit schuilt in contractuele beperkingen op de rechten van toegang, audit en informatie. Deze wettelijke beperkingen kunnen ook het vermogen van toezichthouders beperken om effectief toegang te krijgen tot kritieke gegevens die worden bewaard door derden, indien nodig. Bovendien kunnen gedeelde taken, als ze niet goed worden omschreven en begrepen, leiden tot aanvullende risico's voor de beheerste bedrijfsvoering.

Beleid: data toegankelijk maken voor derden

Regelgeving die de toegankelijkheid van data voor derden vergroot versterkt de mogelijkheden tot datakapitalisatie voor ondernemingen.

Zo heeft de Europese Commissie (EC) in 2020 een datastrategie⁵⁹ gelanceerd die als doel heeft het creëren van één markt voor data teneinde meer innovatie, concurrentie en daarmee betere producten en diensten mogelijk te maken. Ook de financiële sector is onderdeel van deze plannen, zo benadrukt de EC in haar *'Digital Finance Strategy'*⁶⁰. De ambitie van de EC is om data cross-sectoraal te laten 'stromen'. Hierbij is het van belang dat data uitwisselbaar worden dan wel inzage kan worden gegeven in de data waarover een andere instelling beschikt.

⁵⁹ Voor meer informatie over de Europese Data Strategie wordt verwezen naar de website van de Europese Commissie: <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/policies/building-european-data-economy>.

⁶⁰ Digital Finance Strategy: https://ec.europa.eu/finance/docs/law/200924-digital-finance-strategy_en.pdf.

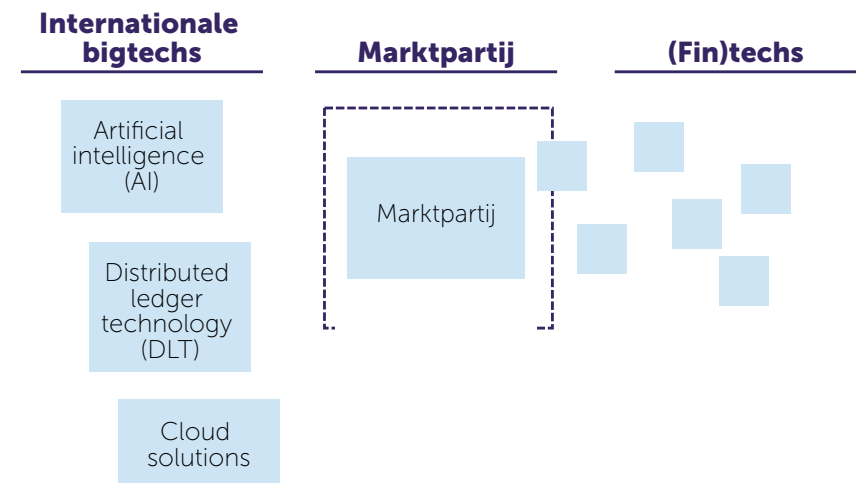


*Open banking*⁶¹ en (mogelijk) zelfs *Open finance*⁶² zijn fenomenen die naar verwachting zullen groeien de komende jaren. Met de terminologie *Open finance* wordt verwezen naar de trend dat meer soorten financiële data beschikbaar worden gesteld aan derden. In essentie gaat het om een uitsplitsing en her-aggregatie van financiële diensten, zodat derden – partners, ontwikkelaars, fintechs, techfins, andere financiële instellingen, technologieleveranciers of andere vertrouwde derden – onder bepaalde operationele normen – deze diensten kunnen gebruiken en hieraan eventueel waarde kunnen toevoegen.

6.3 Toepassingen van data en impact op de marktstructuren

De toenemende toegang tot data, gefaciliteerd door technologie dan wel beleid, heeft directe consequenties voor de marktstructuur. Om de concurrentiedruk die hieruit ontstaat het hoofd te bieden wapenen gevestigde marktpartijen zich met nieuwe strategieën en ontstaan nieuwe samenwerkingen. Tegelijkertijd zien branchevreemde spelers hun kans schoon om een positie in de keten te verwerven of te verstevigen, mogelijk buiten het regelgevend kader (zie Figuur 13). Hoewel deze veranderingen gepaard gaan met nieuwe kansen, kan het ook negatief doorwerken richting de consument. Deze paragraaf beschrijft de (mogelijke) impact van de toenemende toegang tot data vanuit het perspectief van de gevestigde marktpartijen, fintechs, branchevreemde spelers en de consument.

Figuur 13 Positie van branchevreemde spelers en fintechs t.a.v. het regelgevend kader



Perspectief vanuit gevestigde marktpartijen

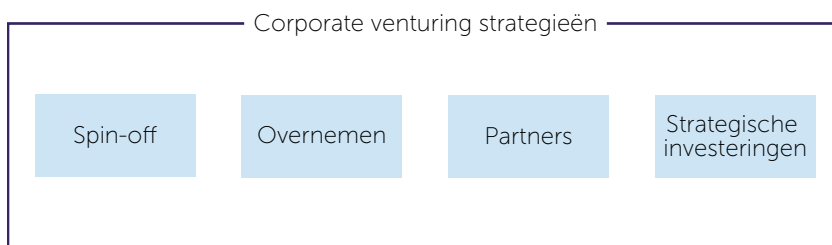
Financiële instellingen ontwikkelen nieuwe strategieën en zoeken naar efficiëntere werkvormen, waarbij het *open finance* principe wordt omarmd. De gevestigde marktpartijen investeren op diverse manieren om de slagkracht in de markt te vergroten. Zo worden efficiëntere werkvormen omarmd, waarbij de *start-up* manier van werken wordt ingezet. Tegelijkertijd ontstaan bij diverse partijen specifieke '*corporate-venturing*' afdelingen met als doel investeringen te doen die uiteindelijk kunnen uitmonden in synergiën (zie Figuur 14).

⁶¹ *Open banking*, met deze uitdrukking wordt een nieuw financieel ecosysteem bedoeld dat voornamelijk is geworteld in interoperabiliteit en gegevensondersteunde diensten. Bij 'closed banking' zitten de betaalgegevens en productgegevens van een klant 'vast' bij de instelling die hem deze dienst verleent. Bij open banking kunnen klanten derden toegang geven tot hun eigen transactiegegevens. Zodoende kunnen zij eenvoudig bankactiviteiten uitvoeren met verschillende providers die bijvoorbeeld optreden als zogeheten Account Information Service Provider (AISP's), waarbij ze vertrouwen op één online app om alle gegevens te verzamelen die nodig zijn om hun financiën te beheren.

⁶² *Open finance* is een trend die verwijst naar het streven van beleidsmakers om financiële data in toenemende mate met derde partijen te delen, deze is terug te vinden in de consultatie van de Europese Commissie met de titel: 'digital finance strategy / fintech action plan'.



Figuur 14 Corporate venturing strategieën



Met deze investeringen kan toegewerkt worden naar een transitie van een traditionele instelling naar een platform voor zowel financiële als niet-financiële diensten, gebouwd rondom een specifieke doelgroep.⁶³ Wereldwijd laten vooruitstrevende banken zien het platform te hebben omarmd.

Banking-as-a-service (BaaS) biedt bankachtige services buiten het traditionele kanaal dat eigendom is van de bank. Voor derde partijen wordt het mogelijk gemaakt op te gaan naar het aanbieden van nieuwe soorten dienstverlening aan te bieden buiten het bestaande portfolio van de bank, maar wel mede op basis van de klantgegevens, services en infrastructuur van de bank. Met andere woorden, BaaS functioneert als een digitaal en gedistribueerd model van financiële diensten dat deze services pusht naar apps en andere software. De onderliggende infrastructuur wordt verzorgd door een traditionele bank met vergunning en onderworpen aan toezicht. Hoewel financiële instellingen door middel van BaaS hun producten en diensten via andere kanalen en breder uit kunnen zetten, wordt de directe klantrelatie vergeven aan de derde partij. Dit brengt het risico met zich mee dat de aangeboden financiële dienst of product niet volledig aansluit bij het aanbod van de derde partij of dat de behoeften van de consument niet volledig worden vervuld, met wederzijdse teleurstelling tot gevolg.

Box 6 Verschil open banking, BaaS en platform banking

Hoewel open banking en BaaS overeenkomstig lijken, dienen beide modellen een ander doel. Bij open banking maken derde partijen gebruik van bankdata om nieuwe producten te bouwen. Partijen die BaaS toepassen integreren complete services van een bank in hun eigen producten om bijvoorbeeld de *customer experience* of klantloyaliteit te verbeteren. Bij platform banking geldt het omgekeerde van BaaS, waarbij de bank services van buitenaf (bv. fintechs) toevoegt aan haar bankomgeving.

Zo zijn apps die inzicht geven in het financiële huishoudboekje van een gezin een typisch voorbeeld van een product gebouwd op basis van open banking. Een vliegtuigmaatschappij die een lening aanbiedt om vliegtickets voor de laagste prijs direct te kunnen voldoen kan een voorbeeld zijn van een BaaS oplossing. Een bank die rondom een bankrekening fintech services aanbiedt aan een klant werkt vanuit een platform gedachte.

Perspectief vanuit fintech-partijen

De relatie tussen gevestigde financiële instellingen en fintech-bedrijven lijkt grotendeels complementair en samenwerkend van aard te zijn.

Het alternatieve scenario waarin het ontwrichtende karakter van fintech-partijen uitmondt in een overname van de hele financiële sector lijkt inmiddels ontkracht te zijn. In de meeste gevallen bieden fintechs dezelfde diensten als traditionele partijen, maar op een efficiëntere manier vanwege technologische vernieuwing. Fintech-bedrijven hebben echter enkele concurrentienadelen ten opzichte van gevestigde banken, zoals het ontbreken van een klantenbestand met schaal, (zachte) informatie over potentiële klanten, reputatie en merkerkenning. Daarbij komt dat onder andere het acquireren van nieuwe klanten kostbaar is voor fintech-partijen.

⁶³ Zie het artikel van: M. Fenwick & E.P.M. Vermeulen, 'Banking and Regulatory Responses to FinTech Revisited: Building the Sustainable financial Service 'Ecosystems' of Tomorrow', https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3446273.



Er zijn ook voorbeelden van fintechs die wel op eigen kracht een sterke positie hebben verworven binnen de keten. Op nationale bodem springen enkele betaaldienstverleners in het oog, maar we zien ook nieuwkomers op andere financiële terreinen zoals beleggen, bankieren en verzekeren (zowel nationaal als internationaal). Enkele hiervan hebben zich zelfs als zogeheten *unicorns*⁶⁴ weten te manifesteren. Als zelfstandige groei niet haalbaar is, biedt samenwerking met traditionele partijen de kans om de schaalbaarheid van hun dienstverlening te exploiteren. Deze samenwerking heeft dikwijls een positieve uitwerking op de naleving van regelgeving. Gevestigde partijen krijgen op hun beurt toegang tot innovatieve technologieën, waardoor ze kunnen profiteren van nieuwe producten en diensten met bijvoorbeeld een betere klantbeleving.⁶⁵

Perspectief vanuit branchevreemde spelers

Branchevreemde spelers zien mogelijkheden om een positie in de financiële keten te verwerven of deze uit te breiden door in te spelen op de behoeften van gevestigde marktpartijen of consumenten.

De digitale transformatie van de financiële dienstverlening heeft technologieleveranciers kansen geboden om een positie te verwerven in het financiële ecosysteem. Initieel hebben de technologieleveranciers gevestigde marktpartijen ondersteund in de digitale transitie, door in oplossingen voor de *backend* van de marktpartijen te voorzien. Specifiek voor de bankensector zijn enkele van deze technologieleveranciers, de zogeheten bigtechs, ook toepassingen gaan ontwikkelen voor consumenten die via de gevestigde marktpartijen gefaciliteerd worden, zoals betalingsoplossingen. Het vergaand openstellen van financiële gegevens voor derde partijen, aangejaagd door Payment Services Directive II (PSDII), heeft ertoe geleid dat data niet langer is voorbehouden aan een enkel bedrijf

in een specifieke sector. Het wordt daarmee mogelijk om nieuwe data te verzamelen om een nog gedetailleerder beeld te krijgen van individuen of bepaalde groepen. Concurrentie in de digitale economie wordt daarmee steeds meer een concurrentie tussen ecosystemen, in dit geval tussen het traditionele financiële systeem en het (big)tech systeem dat primair op datakapitalisatie draait.

Bigtechs lijken alle ingrediënten in zich te hebben om een serieuze concurrentiebedreiging te vormen voor de gevestigde orde. In

tegenstelling tot de fintech-start-ups, hebben bigtech-bedrijven al gevestigde netwerken, reputatie en vertrouwen, grote klantbestanden, krachtige merken, aanzienlijke winsten en schijnbaar onbelemmerde toegang tot kapitaal. Bovendien kunnen deze bedrijven gepatenteerde klantgegevens van hun niet-financiële serviceactiviteiten, zoals sociale media, gebruiken om het aanbod aan te passen aan de voorkeuren van klanten. Daarenboven speelt de toegang tot de analytische tools en de voorhoede technologieën (inclusief *cloud computing*, kunstmatige intelligentie) om klant- en transactiegegevens te verwerken om te anticiperen op de behoeften van klanten en hun gedrag te beïnvloeden. Om deze redenen kunnen bigtechs een aanzienlijke concurrentiebedreiging vormen voor de traditionele spelers en kunnen ze zeer snel schaal bereiken bij het aanbieden van financiële diensten, met name waar netwerkeffecten aanwezig zijn, zoals bij betalingen, leningen en mogelijk in verzekeringen. In dit opzicht kan de samenwerking met fintechs, gevestigde marktpartijen in staat stellen de toenemende concurrentie beter het hoofd te bieden.

⁶⁴ 'Een unicorn in het bedrijfsleven is een private [startup](#) die meer dan 1 miljard dollar waard is. Een [kenmerk van veel unicorns](#) is dat ze snel groeien omdat ze een disruptieve technologie introduceren: via hun dienst worden huidige grootmachten omzeild. Vaak zijn de startups dan goedkoper of gebruiksvriendelijker dan de gevestigde orde.'
Bron: <https://www.nomonkeybusiness.eu/unicorns-in-het-bedrijfsleven-wat-zijn-het-precies/>.

⁶⁵ Zo blijkt uit een onderzoek uitgevoerd in opdracht van de Europese Commissie, dat mogelijke bedreigingen voortkomend uit PSDII banken aangemoedigd hebben om positief te reageren. Resultaten laten zien dat slechts 3% van de Europese banken kiezen om niet verder te gaan dan compliance, terwijl 82% van hen wil inspelen op mogelijke strategische synergiën. Banken passen met name hun bedrijfsactiviteiten aan door enerzijds traditionele diensten te verbeteren en anderzijds nieuwe niet-bancaire diensten te lanceren (Deloitte 2018, p. 126 -129).



Perspectief vanuit consumenten

Consumenten laten in de digitale wereld een spoor van data achter, waar de financiële sector op in kan spelen. Spelers van zowel buiten als binnen het financiële ecosysteem verzamelen diverse inzichten over de consument, zoals: de wensen en behoeften, de bereidheid van de consument om voor het product te betalen, de financiële positie en het risicoprofiel. Transactiegegevens en andere financiële data zijn erg gewild, omdat mede op basis daarvan gedragspatronen in kaart kunnen worden gebracht en mogelijk voorspeld.

De consument kan hier voordeel uit halen door beter en mogelijk persoonlijker bediend te worden. Een voorbeeld zijn bank- en verzekeringsproducten waarbij het risico van kredietverstrekking aan een consument beter wordt begrepen en daardoor nauwkeuriger wordt geprijsd, wat kan leiden tot meer adequate kredietvoorwaarden voor klanten. Een ander voorbeeld is het beprijzen van financiële producten. Door de toenemende beschikbaarheid van gedetailleerde gegevens over klanten en hun gedrag hebben bedrijven nu de mogelijkheid om hun prijzen nauwkeuriger vast te stellen.

Inzichten uit de data kunnen zich ook tegen de consument keren. De optimalisatie van risico-inschattingen kan in het uiterste geval leiden tot onverzekerbaarheid van bepaalde groepen. En hoewel digitalisering kan helpen bij het meer toegankelijk en transparant maken van de dienstverlening, kan digitalisering ook helpen bij het verhullen van bepaalde negatieve aspecten van een product. Ook kunnen aanbieders nieuwe manieren vinden om door middel van technologie misbruik te maken van menselijke *biases*, zoals de beperkte aandachtsspanne. Partijen kunnen hierop inspelen bij bijvoorbeeld de verkoop van een consumentenkrediet. En ook prijsoptimalisatie gaat gepaard met perverse prikkels. Denk aan het bepalen van de maximale betalingsbereidheid van consumenten, wat leidt tot een buitenproportionele prijs ten aanzien van het aangekochte product.

6.4 Aandachtspunten

Door de toenemende digitalisering en dataficatie⁶⁶ van zowel bedrijfsprocessen als bedrijfsvoering ontstaan nieuwe operationele risico's. Technologische oplossingen, in belangrijke mate geleverd door derden, geven een nieuwe dimensie aan operationele risico's binnen onder toezicht staande instellingen. Doorgaans vallen deze risico's in termen van Wft-verplichtingen onder de integere en beheerste bedrijfsvoering van financiële ondernemingen. De veelheid en diversiteit aan samenwerkingsverbanden kunnen een grotere ontvlechting van diensten in de hand werken en introduceren nieuwe afhankelijkheden. Dit bemoeilijkt het up-to-date houden van IT-infrastructuren en datamanagement bij bestaande financiële instellingen die hiervan gebruik maken. Daarbij geldt dat deze dienstverlening in de regel contractueel wordt beheerst door uitbestedingsovereenkomsten. In een gefragmenteerd landschap waarbij sprake is van diverse geoutsourcete toepassingen kan het een uitdaging zijn om deze processen te beheersen en toe te zien op de integriteit ervan. Immers uitbesteding betekent niet dat instellingen zich kunnen ontdoen van de verantwoordelijkheid die gepaard gaat met deze werkzaamheden. De uitdaging is echter het dragen van deze verantwoordelijkheid. Het gebruik van technische oplossingen kan, indien niet goed ingezet en veilig beheerd, leiden tot meer cyberdreigingen en het verliezen van gegevens.

Marktpartijen kunnen zowel ten goede als ten kwade gebruik maken van de data die de consument achter laat. Toenemend datagebruik kan de consument voordelen bieden, maar dezelfde data ook tegen zijn of haar belang in gebruikt kan worden. Voorbeelden hiervan zijn het gepersonaliseerd beprijzen van producten, agressieve manieren van doelgroepen 'targeten' en ander misbruik van menselijke biases op basis van grote datasets. Hoewel deze thema's niet nieuw zijn, kunnen zij in een digitaliserende wereld wel vernuftiger worden uitgevoerd. Hierdoor kan het

⁶⁶ Dataficatie: Het verzamelen van informatie over zo ongeveer alles ter wereld en het omzetten van die informatie in een vorm waarin ze kwantificeerbaar is.



voor consumenten en toezichthouders lastiger worden dit te herkennen. De AFM volgt de ontwikkelingen op de voet en zoekt ook de dialoog met de markt over hoe geborgd kan worden dat deze technieken worden ingezet in het belang van de consument.

De toename in verwerking van financiële persoonsgegevens onderstreept de noodzaak tot versterkte samenwerking tussen financiële- en dataprotectie toezichthouders.

Logischerwijze vloeit uit de toename van de verwerking van persoonsgegevens voort dat het financieel toezicht en het gegevensbeschermingstoezicht elkaar raken. Dit gegeven wordt onderkend in de PSDII waarin een basis is gelegd tot samenwerking. Echter, de PSDII richt zich enkel op betaalgegevens, wat niet de enige bron is voor verwerking van persoonlijke financiële data. Met de toekomstige beweging naar 'open finance' wordt de noodzaak tot meer samenwerking nijpender. Hoewel de eerste stappen tot samenwerking op nationaal niveau zijn gezet (tussen de Autoriteit Persoonsgegevens, DNB en AFM), signaleert de AFM dat het een uitdaging is om tot een passende samenwerkingsvorm te komen. Zowel in Europese als nationale regelgeving bestaat (behoudens PSDII) geen grondslag voor samenwerking. Met de recent door de EC gelanceerde Digital Finance Strategy is een momentum ontstaan om de nodige voorzieningen te treffen in te ontwikkelen beleid. De AFM nodigt stakeholders uit om hier nader met elkaar over in gesprek te treden met als doel tijdig te kunnen inspelen op deze beleidsontwikkelingen.

De AFM signaleert dat de zorgen rondom de dominante posities van techgiganten groeien en heeft deze zelf ook. Onlangs uitte de ECB haar zorgen in haar publieke reactie⁶⁷ op de consultatie van de Europese Commissie aangaande *digital finance*⁶⁸. De zorgen hebben onder meer betrekking op de clouddiensten waar banken gebruik van maken. Zo is de keuze voor mogelijke partners beperkt tot drie spelers die zich buiten

Europa bevinden (Google, Amazon en Microsoft). Eerder heeft ook de FSB hier onderzoek naar gedaan met vergelijkbare constatering. Maar de zorgen gaan verder dan enkel clouddiensten. Zo illustreert de samenwerking van Deutsche Bank en Google, de mogelijke inmenging van bigtech in het productontwikkelingsproces, en zijn er ook andere verkenningen bekend van bigtech om ook een rol te spelen bij andere financiële diensten. Ondanks dat de rol van de AFM binnen een mondiale casus als deze beperkt is en deze casus in eerste instantie vooral betrekking heeft mededinging, hebben deze ontwikkelingen wel degelijk effecten op de financiële sector in Europa (en ook Nederland). Zo raken de ontwikkelingen het *level-playing-field* van de financiële sector en heeft het invloed op de financiële dienstverlening. Tegen deze achtergrond wil de AFM in navolging van de ECB oproepen tot meer samenwerking tussen de verschillende cross-sectorale beleidsmakers en toezichthouders op nationaal en Europees niveau. Daarnaast ziet de AFM met interesse de beleidsvoornemens van de EC omtrent de 'Digital Finance Act' tegemoet. De EC lijkt voornemens te zijn nadere regels te stellen aan digitale platformen; het voorstel wordt in december verwacht.

⁶⁷ De reactie van de ESCB is te vinden via de bijgevoegde link: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.esbceuropeanbankingsupervisionresponsetoeuropeancommissionpublicconsultationdigitalfinancestrategyeuropefintechactionplan2020~b2e6cd0dc4.en.pdf>.

⁶⁸ Zie voor meer informatie over de consultatie de website van de Europese Commissie: https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-digital-finance-strategy_en.

07

Terugblik Trendzicht 2020



De vorige editie van Trendzicht ging specifiek in op de onderwerpen aflossingsvrije hypotheeken, de IBOR-transitie en digitalisering van de retail financiële dienstverlening. In deze paragraaf geven we aan welke ontwikkelingen zich hebben voorgedaan en welke activiteiten de AFM heeft ondernomen.

Aflossingsvrije hypotheeken. Meer dan de helft van de hypotheekschuld van Nederlandse huizenbezitters bestaat uit aflossingsvrije hypotheeken. Op deze leningen wordt niet regulier afgelost. Hierdoor kunnen aan het einde van de looptijd problemen ontstaan. De ambitie van de AFM is dat klanten met een aflossingsvrije hypotheek zorgeloos kunnen blijven wonen. Hiervoor is nodig dat zij aan het einde van de economische looptijd de hypotheek kunnen herfinancieren





of de hypotheek volledig kunnen aflossen⁶⁹. Om die ambitie te realiseren, is het nodig dat klanten een bewuste keuze kunnen maken over hun aflossingsvrije hypotheek. Hiervoor is nodig dat zij: (i) inzicht krijgen in hun actuele en toekomstige hypotheeksituatie; (ii) oplossingsrichtingen krijgen aangereikt en tot actie worden aangezet als dat nodig is; en (iii) nu en in de toekomst doorlopend onderdeel blijven uitmaken van een beheertraject. In 2019 is vanuit deze uitgangspunten een pilotfase met de vier grootbanken succesvol afgerond. In december 2019 heeft de AFM haar toezichtaanpak met bijbehorende doelen en verwachtingen uitgerold over alle overige aanbieders van hypothecair krediet. Verder heeft de AFM in februari 2020 een seminar georganiseerd om aanbieders te informeren over de toezichtaanpak en om hen van elkaars aanpak te laten leren. Momenteel onderzoekt de AFM of aanbieders van hypothecair krediet een aanpak richting hun klanten hanteren die voldoet aan de doelen en verwachtingen van de AFM. Hoe groot het probleem van aflossingsvrije hypotheeklen uiteindelijk zal zijn, is afhankelijk van de economische omstandigheden in de toekomst. De ontwikkelingen in huizenprijzen, rentes, werkloosheid en pensioeninkomen zijn belangrijke factoren. Veel aflossingsvrije hypotheeklen lopen af tussen 2035 en 2040. De meeste huishoudens hebben, indien dat nodig is, nog tijd om acties te ondernemen en hun financiële situatie voor de toekomst te verbeteren.

IBOR-transitie. Als gevolg van de wereldwijde IBOR-transitie moeten lopende contracten worden aangepast, zodat deze niet meer verwijzen naar traditionele rentebenchmarks. In het eurogebied gaat de transitie vooral om de overgang van EONIA (*Euro Overnight Index Average*) naar de risicovrije referentierente €STR (*Euro Short-Term Rate*). Zo'n korte referentierente wordt vooral gebruikt bij rentederivaten en geldmarktinstrumenten. EONIA zal voor het laatst gepubliceerd worden op 3 januari 2022 en wordt sinds 2 oktober 2019 berekend als €STR plus 8,5 basispunten. EURIBOR voldoet daarentegen sinds juli 2019 aan de Europese Benchmarkverordening en zal voorlopig

blijven bestaan. Operationeel verloopt de overgang van EONIA naar €STR goed. Zo hebben in juli 2020 clearinghuizen die euro-gedenomineerde effecten clearen zonder problemen hun *discounting* en *Price Aligned Interest* (PAI) regimes veranderd van EONIA naar €STR. In termen van liquiditeit is echter het gebruik van €STR vooralsnog beperkt. Vergeleken met de ingebruikname van alternatieve benchmarks in het VK en de VS loopt het eurogebied achter. Gezien haar omvang kan de IBOR-transitie leiden tot bedrijfs- en systeemrisico's. De AFM volgt de IBOR-transitie daarom op de voet. Zo heeft de AFM samen met DNB onlangs de eerste van een reeks van data-uitvragen aan marktpartijen verstuurd om de voortgang van de transitie te kunnen monitoren. Met deze uitvraag willen de toezichthouders onder meer in kaart brengen hoe ver partijen zijn met het omzetten van contracten. Ook let de AFM op de wijze waarop financiële instellingen de transitie en de aanpassing van contracten aan hun klanten communiceren.

Digitalisering van de retail financiële dienstverlening. In Trendzicht van vorig jaar gaf de AFM een beschrijving van de kansen en risico's van digitalisering aan de hand van het beslisproces dat consumenten doorlopen bij het kopen van een financieel product. De AFM beschouwt de invloed van deze digitalisering voornamelijk als positief. De AFM vraagt echter ook aandacht voor de risico's. Die volgen met name uit het feit dat het toenemende gemak en de digitale beïnvloedingsmogelijkheden er ook toe kunnen leiden dat consumenten een niet-passend product afsluiten. In dit kader heeft de AFM het toezicht op verkoopkeuze- en adviesprocessen, en het gedrag van consumenten daarin, geïntensiveerd. Daarnaast heeft de AFM onderzoek gedaan naar het gebruik van *artificial intelligence* technologie in de verzekeringssector, en is de AFM doorlopend met marktpartijen in gesprek over nieuwe (digitale) bedieningsconcepten. In hoofdstuk 6 van deze editie van Trendzicht wordt nader uitgediept hoe de toenemende beschikbaarheid en het toenemende gebruik van data de dienstverlening aan de consument kan beïnvloeden.

⁶⁹ Als klanten er aan het einde van de looptijd voor (moeten) kiezen om de hypotheek af te lossen door middel van het verkopen van de woning, blijven zij niet achter met een restschuld.



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 2000

www.afm.nl →

Volg ons:



© Copyright AFM 2020
alle rechten voorbehouden