



Trendzicht 2023

Publicatie: 3 november 2022

Inhoud



Inleiding

Pagina 03



01 Trends

Pagina 07



02 Risicokaarten

Pagina 35



03 De gastermijnmarkt

Pagina 53



04 Impact door duurzaam beleggen

Pagina 65

Inleiding





Trendzicht gaat in op belangrijke trends en risico's in de financiële sector. Trendzicht biedt achtergrond, verdieping en samenhang bij relevante toezichtonderwerpen. Het vroegtijdig signaleren en begrijpen van veranderingen in de sector draagt bij aan een risicogestuurde, vooruitblikkende en preventieve toezichtaanpak. Op deze manier geven we invulling aan de missie om ons sterk te maken voor eerlijke en transparante financiële markten en bij te dragen aan duurzaam financieel welzijn. In hoofdstuk 1 komen ontwikkelingen op het gebied van onder meer macro-economie, verduurzaming en digitalisering aan de orde. Aan de hand van de gesignaleerde trends beschrijven we belangrijke vraagstukken binnen ons toezicht en waar mogelijk geven we oplossingsrichtingen aan. De risicokaarten voor de vier AFM-toezichtgebieden (hoofdstuk 2) duiden de voornaamste risico's per toezichtgebied vanuit hun interactie met de trends uit hoofdstuk 1. De ontwikkelingen op de gastermijnmarkt en de markt voor duurzaam beleggen krijgen in deze editie bijzondere aandacht (hoofdstukken 3 en 4).

Trends

Sinds de vorige editie van Trendzicht is het geopolitieke en macro-economische beeld fors veranderd. Overheerste begin 2022 voorzichtig optimisme over het naderende einde van de coronapandemie en bijbehorende lockdowns, nu leeft een gevoel van voortdurende crisis. Bepalend keerpunt was de inval van Rusland in Oekraïne, die er mede voor heeft gezorgd dat energieprijzen naar onvoorstelbare niveaus zijn gestegen en de inflatie – al voor de inval in stijgende lijn – recordhoogte heeft bereikt. De gestegen energieprijzen en prijsstijgingen voor tal van andere goederen en diensten hebben grote impact op huishoudens (koopkrachtverlies) en bedrijven (productiekosten, vervoerskosten).

Het economisch beeld dat uit de sterk veranderde omgeving opdoemt heeft twee gezichten en kenmerkt zich door een hoge mate van onzekerheid. Ook na de Russische inval in Oekraïne groeide de Nederlandse economie door. Zelfs harder dan verwacht. Er zijn nog steeds veel vacatures, waardoor de krapte op de arbeidsmarkt aanhoudt en de werkloosheid laag blijft. Door onder meer de hoge inflatie is het consumentenvertrouwen laag. De consumentenbestedingen liggen echter nog op een hoog niveau, mede als gevolg van een inhaalslag na de corona-lockdowns. Door diezelfde lockdowns hebben groepen huishoudens de afgelopen jaren veel gespaard en beschikken zij daardoor over goede buffers. De algemene verwachting is dat de Nederlandse economie in 2023 zal blijven groeien, zij het op een beduidend lager niveau dan in de afgelopen jaren. Bij de ramingen, zoals van het CPB, wordt daarbij gewezen op grote onzekerheden in het economisch klimaat, in het bijzonder waar het de ontwikkeling van energieprijzen betreft.¹

Ook bij huishoudens en bedrijven zijn verschillende effecten te zien. In hoeverre de hoge inflatie en de hoge energieprijzen tot acute problemen leiden, is van veel individuele factoren afhankelijk, bijvoorbeeld hoe lang het vaste energiecontract nog doorloopt, of er zonnepanelen op het dak liggen en of het huis goed geïsoleerd is. Er zijn daardoor zowel huishoudens die relatief weinig gevolgen ervaren, als huishoudens die direct in hun bestaanszekerheid worden geraakt ('eat or heat'). Ook voor bedrijven loopt het beeld uiteen. Bedrijven die erin slagen de gestegen kosten door te berekenen aan hun afnemers weten hun winstgevendheid op peil te houden of zelfs te verhogen. Terwijl andere bedrijven die de kosten in mindere mate kunnen doorberekenen, in de problemen raken. Ondertussen zet de overheid in op grote steunpakketten die de gevolgen van hoge energieprijzen en hoge inflatie dempen. Een belangrijke maatregel die de koopkracht van huishoudens zal stutten is de invoering van een prijsplafond voor energie. Een uitdaging is die steun daar te krijgen waar die het hardst nodig is. Wanneer een fors deel van de (generieke) steunmaatregelen terecht

¹ ['Macro-economische Verkenning 2023'](#), CPB, september 2022.



komt bij huishoudens en bedrijven die deze steun niet direct nodig hebben, kan dit leiden tot extra bestedingen die de inflatie juist verder aanwakkeren.

Na meer dan 10 jaar van gestage daling begint de rente te stijgen. In reactie op de hoge inflatie verhogen centrale banken de beleidsrentes met stevige stappen. De directe effecten van de stijgende rente zijn vooralsnog beperkt. Rentes voor hypotheek en consumptief krediet stijgen, maar gezien de lange looptijden en veelal vaste rentepercentages raakt de rentestijging alleen nieuwe verstrekkingen en een klein deel hypotheek waarvan de rentevaste periode afloopt. Bij pensioenfondsen zijn de gevolgen sneller zichtbaar; de rentestijging is de belangrijkste factor in het herstel van hun dekkinggraad. De indirecte gevolgen van de stijgende rente en de onderliggende oorzaak – inflatie – zijn aanmerkelijk groter. Dit heeft geleid tot dalende aandelenkoersen en in het kielzog daarvan zijn de meer risicovolle activa (crypto's, tech-sector, spacs) nog harder geraakt. Afnemende *search for yield*, als gevolg van de stijgende rente, vergroot de robuustheid van de kapitaalmarkten.

De financiële markten hebben de geopolitieke en economische turbulentie vooralsnog goed doorstaan. Na de financiële crisis zijn in het systeem voor professionele marktpartijen versterkingen aangebracht, zoals maatregelen met betrekking tot risicomanagement en grotere kapitaalbuffers, om herhaling van een crisis van dergelijke omvang te voorkomen. Deze versterkingen lijken hun vruchten te hebben afgeworpen. Dat wil niet zeggen dat er geen aandachtspunten zijn. Denk bijvoorbeeld aan de huidige uitdagingen op de gastermijnmarkt, een markt die in hoofdstuk 3 van Trendzicht uitvoerig wordt belicht. Met het oog op huishoudens hebben de plotseling verslechterde (koopkracht)omstandigheden het nut onderstreept van diverse beschermingsmaatregelen voor consumenten zoals de leennormen die het opnemen van consumptief en hypotheek krediet beperken. Toch zal de kwetsbaarheid van (specifieke groepen) huishoudens de komende tijd een uitdaging vormen. In het bijzonder financiële dienstverleners zullen extra aandacht moeten hebben voor hun zorgplicht.

Naast de acute veranderingen zetten ook structurele transitie en trends door. Het belang van de transitie naar een duurzame samenleving wordt steeds pregnanter. Klimaatverandering en daarmee gepaard gaande extreme weersomstandigheden, en op nationaal niveau ook de stikstofproblematiek, hebben nu al grote gevolgen. Veel toezichtaandacht is gericht op het bevorderen van transparantie over de impact die bedrijven hebben op hun leefomgeving en op hoe de financiële sector haar rol kan pakken bij het faciliteren van financieringsstromen naar ondernemingen en projecten die bijdragen aan verduurzaming. Verbetering van de verslaggeving door ondernemingen over duurzaamheidsrisico's en -prestaties speelt daarbij een sleutelrol. Met de toenemende aandacht voor duurzaamheid wint duurzaam beleggen aan populariteit. Een groeiend aanbod aan beleggingsproducten speelt hierop in. De wijze waarop beleggingen bijdragen aan de duurzaamheidstransitie is echter niet altijd helder voor consumenten. Hoofdstuk 4 van Trendzicht biedt een verdiepende analyse over dit onderwerp. Ook digitalisering en platformisering zorgen voor grote veranderingen in de manier waarop financiële producten en diensten worden aangeboden en afgenomen. De toenemende afhankelijkheid van digitale systemen in combinatie met de trend van uitbesteding van digitale bedrijfsprocessen zorgt voor kwetsbaarheden in de financiële sector. Nieuwe Europese wet- en regelgeving tracht de richting van diverse digitale ontwikkelingen te beïnvloeden en potentiële risico's aan te pakken. Zo heeft de Digital Operational Resilience Act (DORA) tot doel de digitale weerbaarheid van ondernemingen te versterken en zet de Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) een eerste stap in de regulering van crypto's. De trend van internationalisering zorgt ervoor dat financiële markten in toenemende mate een internationaal karakter krijgen. Naast de positieve effecten van een toename van het aanbod en een grotere diversiteit aan aanbieders, leidt het grensoverschrijdende karakter van financiële markten tot grensoverschrijdende risico's die steeds minder adequaat kunnen worden geadresseerd op nationaal niveau. In reactie hierop zien we een beweging naar verdergaande internationalisering van toezicht en toezichtconvergentie.



Risico's

De risicokaarten geven een overzicht van belangrijke risico's per toezichtgebied. De risicokaarten maken inzichtelijk hoe de veranderende omgeving doorwerkt op specifieke risico's. Er zijn risicokaarten voor elk van de vier toezichtgebieden van de AFM: financiële dienstverlening, kapitaalmarkten, assetmanagement, en verslaggeving en accountantsorganisaties. Hieronder worden per toezichtgebied enkele risico's uitgelicht, voor het volledige overzicht wordt verwezen naar hoofdstuk 2.

Financiële dienstverlening. Binnen de financiële dienstverlening springt de pensioentransitie eruit. De stelselwijziging is complex en heeft ingrijpende gevolgen voor miljoenen huishoudens. De transitie brengt bovendien impactvolle en onomkeerbare keuzes rondom de pensioendatum alsook tijdens de werkzame periode met zich mee. Daardoor neemt het belang van een zorgvuldige keuzebegeleiding toe. Daarnaast is er aandacht voor hoe de hoge inflatie en in het kielzog daarvan de stijgende rente zouden kunnen aangrijpen op het risico van overkreditering. Verder toont de risicokaart onder meer aandachtspunten met betrekking tot: de laagdrempelige toegang tot risicovolle producten zoals crypto's, de druk die de consolidatietrend in de financiële dienstverleningssector kan leggen op de kwaliteit van de dienstverlening en consumenten die zich in kwetsbare situaties laten verleiden tot minder passende, of zelfs illegale, financiële dienstverlening.

Kapitaalmarkten. Voor kapitaalmarkten geldt dat macro-economische omstandigheden, geopolitieke spanningen en klimaatverandering voor onrust en onzekerheid op financiële markten zorgen. Dit kan de ordentelijke werking van markten verstoren. Daarnaast stelt de verregaande digitalisering hoge eisen aan de beheerste bedrijfsvoering van instellingen die actief zijn op de kapitaalmarkten. De operationele digitale weerbaarheid van instellingen heeft daarom onze aandacht. Denk aan het voorkomen van storingen en uitval, het gebruik van AI, en het op peil houden van cybersecurity. Marktdynamiek en complexe regelgeving dragen tenslotte bij aan de concentratie in de handelsketen door het zogenoemde *winner-takes-all* effect. De afhankelijkheid van enkele instellingen maakt markten minder robuust.

Assetmanagement. Binnen het toezichtgebied assetmanagement is onder meer aandacht voor de strategische herpositionering van partijen en de uitbesteding van werkzaamheden. Dit beïnvloedt de strategie van assetmanagers en zet mogelijk druk op de integere en beheerste bedrijfsvoering. Daarnaast zien we dat technologische ontwikkelingen en digitalisering de bedrijfsvoering van assetmanagers en de vermogensbeheerketen veranderen en benadrukken we het risico dat de assetmanagementsector nog onvoldoende weerbaar lijkt bij cyberincidenten. Ook de belangrijke rol die assetmanagementpartijen spelen in de duurzaamheidstransitie komt aan de orde. Zo is het van belang dat assetmanagers duurzaamheid integreren in hun bedrijfsvoering, risico's van de duurzaamheidstransitie beheersen en transparant zijn richting beleggers over hoe invulling wordt gegeven aan duurzaamheid. Vanwege de hoge volatiliteit op de kapitaalmarkten hebben we extra aandacht voor liquiditeitsrisico's in de assetmanagementsector, omdat deze mogelijk de financiële stabiliteit van het stelsel aantasten.

Verslaggeving en accountantsorganisaties. Digitalisering en verduurzaming veranderen de aard van gecontroleerde ondernemingen en leiden tot nieuwe materiële risico's. Dit stelt andere eisen aan de verslaggeving en de accountantscontrole, waarbij het risico is dat deze veranderingen onvoldoende worden doorgevoerd. Verder zorgen duurzaamheid en de economische conjunctuur voor een verhoogd risico op fraude en discontinuïteit. Daarnaast veranderen accountantsorganisaties zelf ook mede door digitalisering, wat met nieuwe beheersingsrisico's gepaard gaat. Ook is er een belangrijke verandering in het toezicht: de verplaatsing van het uitvoerend toezicht op het segment van de reguliere vergunninghouders naar de AFM. Wij werken daardoor onder andere aan het vergroten van inzicht in integriteitsrisico's in dit segment.

Agenda 2023

Trendzicht draagt bij aan het bepalen van de toezichtprioriteiten van de AFM. De concrete implicaties van de trends en risico's voor onze toezichtactiviteiten worden uitgewerkt in de Agenda 2023, die begin 2023 wordt gepresenteerd.

01 Trends



Jaarlijks voert de AFM een omgevingsanalyse uit van trends die de manier waarop wij toezicht houden, beïnvloeden. Dit hoofdstuk beschrijft deze belangrijke trends op het gebied van (1) macro-economie, (2) verduurzaming, (3) digitalisering, (4) internationalisering, en (5) financiële criminaliteit en integriteit. De slotparagraaf gaat in op ontwikkelingen in het toezichtlandschap.





1.1 Macro-economisch klimaat

In Nederland zijn de economische vooruitzichten verslechterd door de stijgende inflatie en toenemende druk op de economische groei.

De sterke economische krimp als gevolg van de coronapandemie werd in 2021 gevolgd door stevig economisch herstel. Eind 2021 begon het tij al voorzichtig te keren door een stijgende inflatie, mede veroorzaakt door frictie aan de aanbodkant (o.a. chiptekort) en een inhaalslag in consumentenbestedingen na de corona-lockdowns. Deze aanbodfrictie wordt sinds begin dit jaar versterkt door de inval van Rusland in Oekraïne. De door Europa aan Rusland opgelegde sancties en gesloten fabrieken in Oekraïne leggen veel productieprocessen stil en verstoren handelsstromen, met name op de energie- en grondstoffenmarkt. Dit leidt tot zeer sterke prijsstijgingen, waaronder die van energie en grondstoffen, wat productieprocessen verder verstoort. In Nederland zien we dit terug in de hoge inflatie, die sinds augustus vorig jaar een nagenoeg aanhoudende trend van stijgingen laat zien (zie figuur 1). In september dit jaar steeg de inflatie tot 14,5%, het hoogste cijfer ooit door het CBS gemeten. De aanbodverstoringen en stijgende inflatie leiden tot neerwaarts bijgestelde bbp-groeiramingen. Vooralsnog is het effect van de stijgende inflatie nog beperkt terug te zien in de groeicijfers van de Nederlandse economie, maar verwacht wordt dat dit effect sterker wordt eind 2022 en begin 2023.

De hoge inflatie leidt tot koopkrachtdaling van Nederlandse huishoudens en dit pakt ongelijk uit voor de verschillende inkomensgroepen. Omdat de inflatie met name wordt veroorzaakt door hogere energie- en grondstoffenprijzen die doorwerken in de prijzen van allerlei producten, verslechtert de koopkracht van Nederlandse huishoudens als loonstijging achterblijft. Het CPB raamt dat de cao-loonstijging bij bedrijven in 2023 uitkomt op 3,7%.¹ Hoewel dit meer is dan voorgaande jaren zal dit niet genoeg zijn om het koopkrachtverlies van 2022 – het CPB verwacht dat de koop-

kracht in doorsnee met 6,8% afneemt – te compenseren. In de Miljoenennota 2023 heeft de overheid dan ook enkele (tijdelijke) beleidsmaatregelen aangekondigd waardoor de koopkracht in 2023 in doorsnee stijgt met ruim 3%. De mate waarin een huishouden te maken krijgt met koopkrachtverlies hangt daarbij onder andere af van de hoogte van het energieverbruik en dit wordt weer mede bepaald door de energiezuinigheid van de woning. Daarnaast blijven huishoudens met een laag inkomen kwetsbaar, omdat zij een relatief groter deel van hun inkomen aan eerste levensbehoeften uitgeven (o.a. voedsel en energie) en vaak minder spaarbuffers hebben opgebouwd. Dit vergroot bij deze groep de kans op financiële stress, wat mogelijk leidt tot suboptimale financiële beslissingen, zoals (consumptief)-kredietopstapeling en betaalalternatieven zoals private lease en *buy-now-pay-later*.

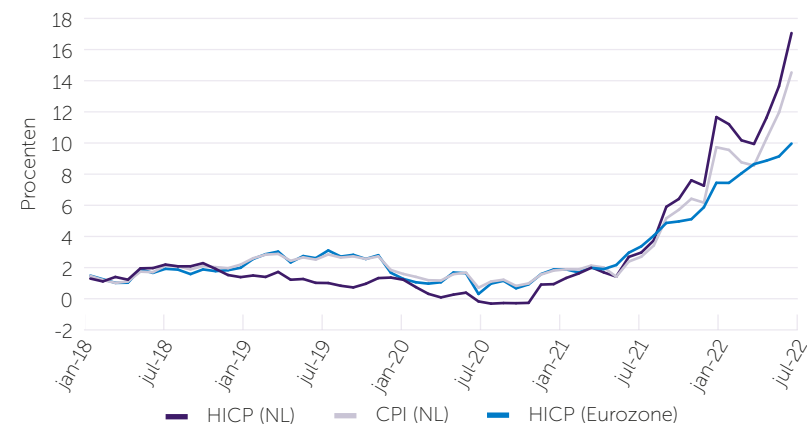
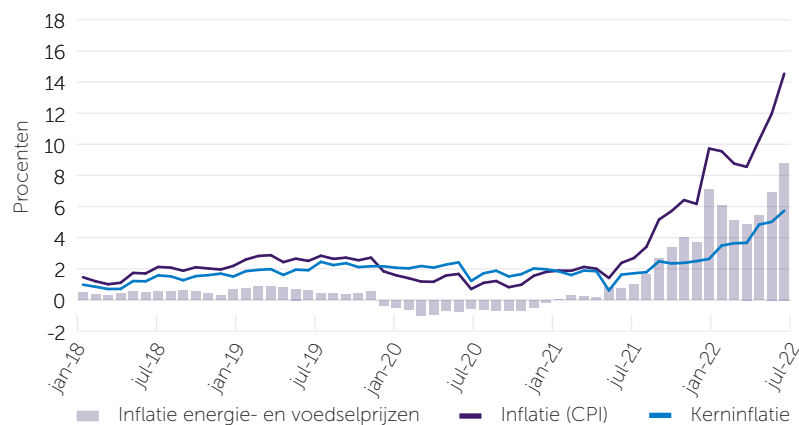
De geopolitieke spanningen en verslechterde macro-economische condities hebben grote impact op het vertrouwen van de consument in de economie. Het consumentenvertrouwen daalt dit jaar sterk, waarbij laagte-records uit het verleden worden verbroken. Momenteel schommelt het consumentenvertrouwen rond de -50. Consumenten geven aan zeer weinig vertrouwen te hebben in zowel de economie als in hun eigen situatie (zie figuur 2). Desondanks blijven de consumentenbestedingen op een hoog niveau.² Een verklaring hiervoor is dat huishoudens tijdens de coronapandemie meer spaartegoeden hebben opgebouwd. Daarnaast speelt de huidige krappe arbeidsmarkt, en de daaruit volgende hoge baan zekerheid, een rol. Ook zijn de hoge energieprijzen nog niet voor ieder huishouden voelbaar in de portemonnee. Naar verwachting gaan in de loop van het jaar steeds meer huishoudens de hoge inflatie voelen en zullen naar verwachting de bestedingen afnemen. Hier is echter ook van belang in welke mate de lonen meestijgen met de hoge inflatie.

¹ 'Macro-economische Verkenning 2023', CPB, september 2022.

² 'Consumptie huishoudens groeit met ruim 6 procent in juli', CBS, september 2022.

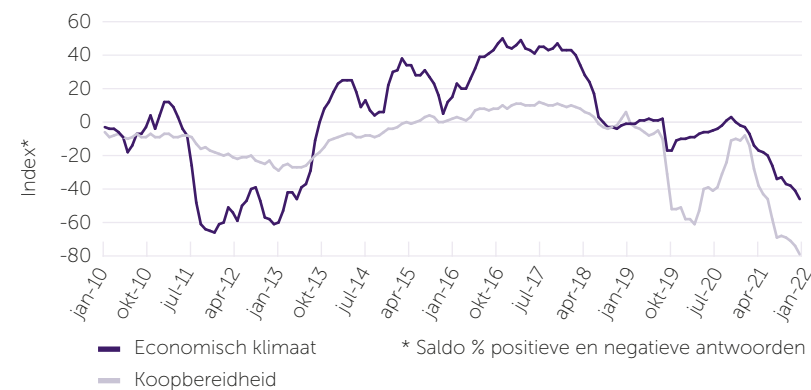
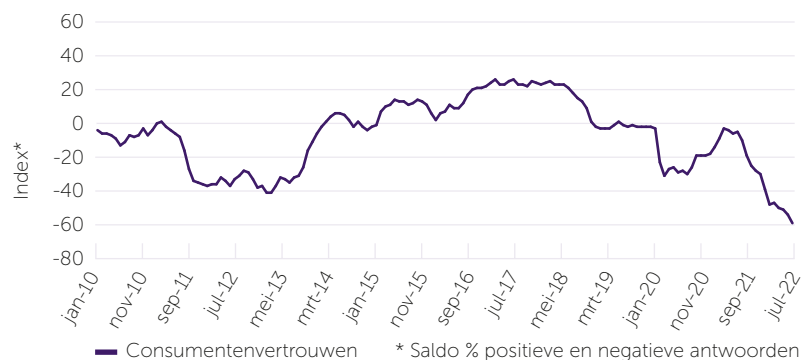


Figuur 1. Links: Sterke stijging van de Nederlandse inflatie (CPI), voornamelijk gedreven door hoge energieprijsen. Rechts: Ook in de eurozone stijgt de inflatie, maar niet zo hard als in Nederland.³



Bron: CBS, Eurostat, Macrobond.

Figuur 2. Links: Sterke daling van het consumentenvertrouwen. Rechts: Ook de deelindicatoren van het consumentenvertrouwen – koopbereidheid en economisch klimaat – dalen fors.



Bron: CBS, Eurostat, Macrobond.

³ HICP: Harmonized Index of Consumer Prices. Dit is de Europese maatstaf voor inflatie.



Stijgende rente

Na een lange periode van gestaag dalende rentes tot een zeer laag niveau, zijn (nominale) kapitaalmarkt- en beleidsrentes sinds enige tijd aan het stijgen. De directe effecten van de stijgende rente lijken vooralsnog beperkt. Daarentegen lijken de indirecte gevolgen van de stijgende rente en de onderliggende oorzaak – inflatie – aanmerkelijk groter. Aandachtspunten van deze ontwikkelingen voor de AFM lijken vooralsnog vooral te liggen bij de toename van betaalarisico's op krediet door consumenten, de herverdeling van pensioenvermogens en de margin calls op derivatenportefeuilles. Figuur 7 geeft een overzicht van aandachtspunten in verband met de stijgende rente vanuit het toezichtperspectief van de AFM.

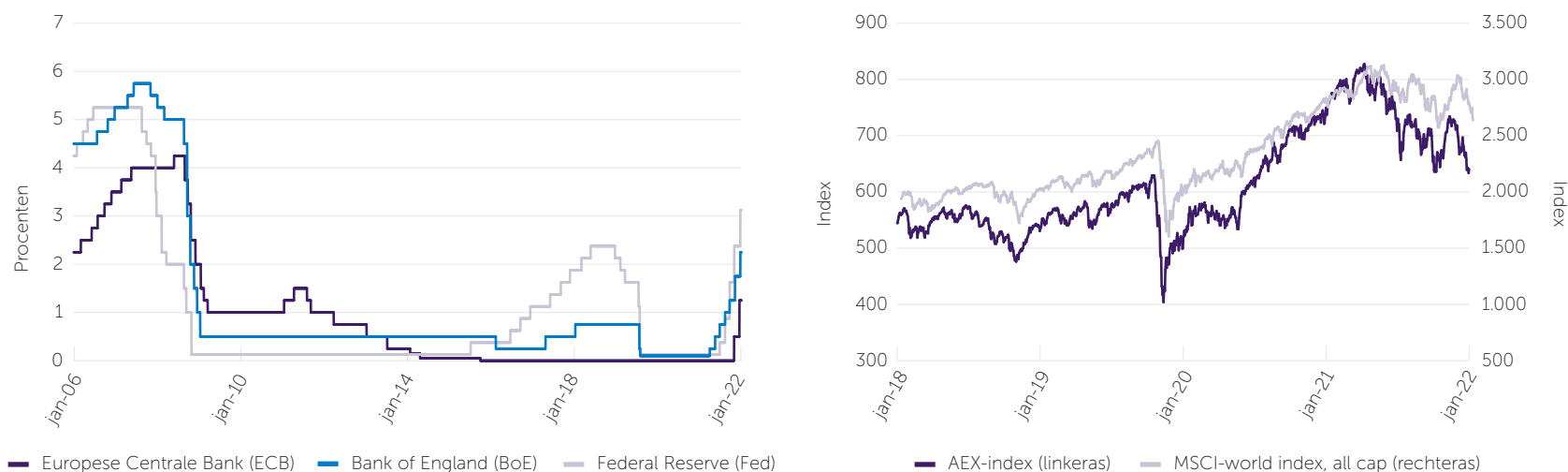
Voor centrale banken is de aanhoudend hoge inflatie aanleiding om de beleidsrente te verhogen. Een aantal centrale banken, waaronder de ECB, de Fed en de Bank of England hebben als doel om prijsstabiliteit te handhaven. Zij streven daarbij naar een inflatie van 2% op middellange termijn. Op deze manier zou het monetaire beleid de beste bijdrage leveren aan economische groei en werkgelegenheid. Nu de inflatie fors voorbij de doelstelling van 2% stijgt, zet dit druk op de zeer ruime monetaire beleidsregimes die de centrale banken al een aantal jaar voeren. De Fed en de Bank of England zijn aan het begin van 2022 al gestart met het verkrappen van hun monetaire beleid door het verhogen van de beleidsrentes. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft, nu de inflatie ook in de eurozone aanhoudt, in de zomer besloten te starten met het verkrappen van monetair beleid door te stoppen met het uitbreiden van het opkoopprogramma en de beleidsrente te verhogen (zie figuur 3, links). De beleidsrente kwam daardoor boven de 0% en daarmee komt er voor het eerst sinds acht jaar een einde aan de negatieve beleidsrente. De verwachting is dat centrale banken de komende periode verdergaan met het verhogen van de beleidsrentes, om de economie af te koelen en de inflatie terug te brengen naar de doelstelling van 2%.

De stijging van de rente helpt om de onevenwichtigheden in de financiële sector, die zijn opgebouwd door de langdurig lage rente, om te buigen naar meer robuuste marktomstandigheden. De langdurig lage rente zorgde de afgelopen jaren voor een toenemende druk op de soliditeit van financiële instellingen, zoals banken, (levens)verzekeraars en pensioenfondsen. Daarnaast leidde de lage rente tot zeer ruime financiële condities en heerste er onder beleggers en financiële instellingen een zoektocht naar rendement. Vooral deze zoektocht naar rendement zorgt voor tal van onevenwichtigheden in de financiële sector, omdat onderliggende risico's stelselmatig worden ondergewaardeerd. Dit uitte zich in sterk toegenomen aandelenkoersen en andere activawaarderingen, de opkomst van risicovolle activa als SPACs en crypto's en de overspannen huizenmarkt en de daarmee samenhangende druk op hypothecaire leennormen. De normalisatie van de rente leidt tot een herwaardering van risico's, wat is terug te zien in onder andere de recent ingezette daling van huizenprijzen en de al langer dalende aandelen- en cryptowaarderingen (zie figuur 3, rechts).⁴ Daarnaast vermindert op relatief korte termijn de druk op de verdienmodellen van banken en levensverzekeraars en neemt de dekkinggraad van pensioenfondsen toe. Dit vergroot de financiële weerbaarheid van deze financiële instellingen (zie ook figuur 7). Merk echter op dat de reële rente – de nominale rente gecorrigeerd voor inflatie – daalt door de recent hoge inflatieniveaus. Dit zwakt de impact van de stijgende nominale rente af.

⁴ De keerzijde hiervan is dat het vermogen van bedrijven en huishoudens wordt aangetast, zie ook: [‘Huishoudens lijden opnieuw grote verliezen op aandelen’](#), DNB, september 2022.



Figuur 3. Links: Centrale banken laten beleidsrentes stijgen. Rechts: Daling zichtbaar in aandelenwaarderingen sinds hoogtepunt eind 2021.



Bron: ECB, Fed, BoE, Euronext, MSCI, Macrobond.

De hogere rente heeft de afgelopen maanden geleid tot hogere dekkinggraden en mogelijke indexatie van pensioenaanspraken, maar dit zal veelal niet voldoende zijn om pensioendeelnemers volledig te compenseren voor de hoge inflatie. Een stijging van de rente heeft enerzijds een positief effect op de dekkinggraden van pensioenfondsen, omdat de waarde van de verplichtingen afneemt. Anderzijds zien pensioenfondsen de waarde van hun beleggingsportefeuille dalen wanneer rentes stijgen en aandelenkoersen dalen. Dit drukt op de dekkinggraad. Zodra de procentuele afname van de nominale verplichtingen groter is dan de waardedaling van de beleggingsportefeuille, neemt de dekkinggraad per saldo toe. Indien de dekkinggraad van een pensioenfonds de afgelopen 12 maanden gemiddeld boven de 105% lag, kunnen pensioenaanspraken (gedeeltelijk) worden geïndexeerd. Als gevolg van tijdelijke regelgeving ligt die grens in 2022 lager en zijn overige voorwaarden voor indexatie eveneens versoepeld. Na een lange periode waarin deze compensatie niet mogelijk was, is indexatie voor pensioendeelnemers welkom,

zij het dat in veel gevallen die niet geheel de recent hoge inflatie zal kunnen compenseren. In het licht van de aanstaande transitie van het pensioenstelsel betekent de extra indexatie wel dat er minder vrij pensioenvermogen beschikbaar is voor onder meer de compensatie van de afschaffing van de doorsneesystematiek en het vullen van de solidariteits- of risicodelingsreserve. Dat leidt tot herverdeling. Deze ambiguïteit onderstreept nog eens het belang van evenwichtige pensioencommunicatie in het huidige stelsel en in de transitiefase. Vanuit deelnemersbelang is het noodzakelijk dat pensioenfondsen duidelijk, tijdig, transparant en persoonlijk communiceren over onder andere pensioenvermogens en de naderende transitie.

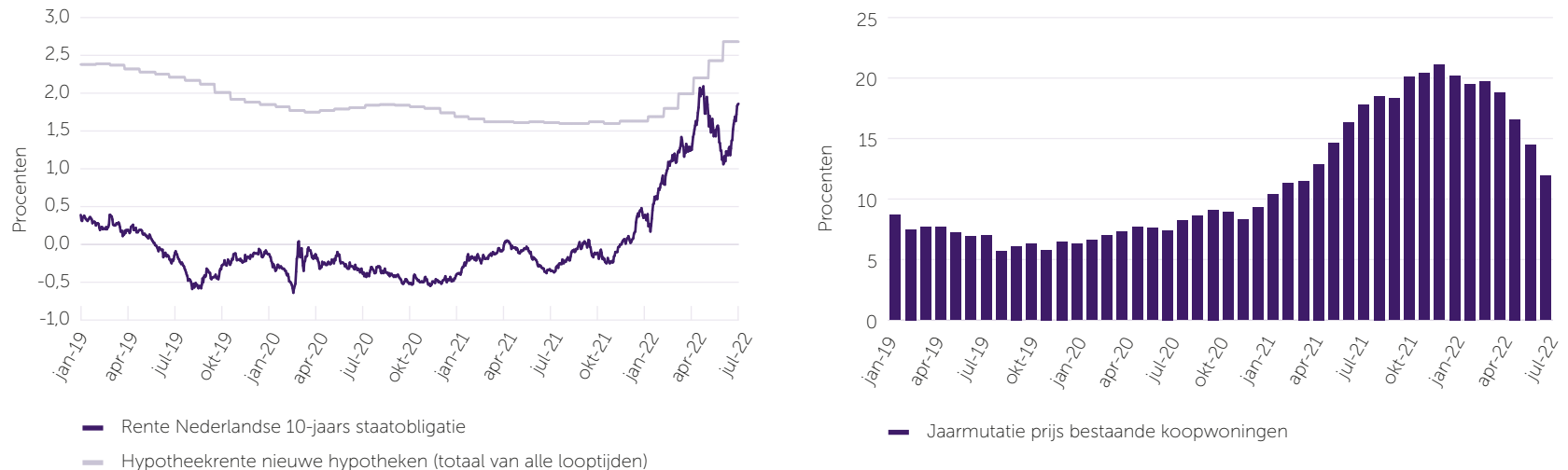
De stijgende rente leidt waarschijnlijk op termijn tot een vermindering van de druk op de woningmarkt. De opgelopen kapitaalmarktrente werkt door in onder andere de hypotheekrente (zie figuur 4, links). Waar de gemiddelde rente op een hypotheek met looptijd van 20 jaar eind 2021 rond de 1,8%



schommelde, stond deze half oktober 2022 boven de 4%.⁵ De stijgende hypotheekrente leidt sinds een aantal maanden tot een afvlakking van prijsstijgingen op de woningmarkt⁶ (zie figuur 4, rechts) en recent lijkt zelfs sprake van een daling. Een forse huizenprijsdaling wordt niet verwacht, onder andere omdat het aanbod achterblijft bij de vraag. Daarnaast werkt een hypotheekrentestijging met vertraging door op de huizenprijzen. Dit was ook zichtbaar rondom de financiële crisis, waar de hypotheekrente hard steeg in 2008 en de huizenprijzen pas in 2012 en 2013 het sterkst daalden en een dieptepunt bereikten.⁷ De hogere hypotheekrente heeft bovendien voor

een groot deel van de zittende huiseigenaren geen effect, omdat zij voor langere tijd de rente hebben vastgelegd. Voor starters op de huizenmarkt heeft de stijgende rente wel effect, omdat zij hun maximale leenbedrag (LTI) zien dalen. Ook maakt de hogere hypotheekrente het minder aantrekkelijk om een aflossingsvrije hypotheek af te sluiten, omdat bij deze hypotheekvorm geen hypotheekrenteafrek mogelijk is. Naar verwachting zal dan ook het aandeel nieuw afgesloten aflossingsvrije hypotheeken afnemen ten opzichte van aflossende hypotheeken waarbij hypotheekrenteafrek wel mogelijk is.⁸

Figuur 4. Links: Stijging van de rentes van Nederlandse staatsobligaties en hypotheeken. Rechts: Prijsstijging koopwoningen vlakt af.



Bron: CBS, Macrobond.

⁵ Door de hoge inflatie is de reële rente negatief. Hierdoor blijft het aantrekkelijk om veel te lenen en zou je kunnen stellen dat de huizenprijzen pas (significant) dalen wanneer de rente hoger is dan de inflatie.

⁶ 'Prijsstijging koopwoningen vlakt in augustus verder af', CBS, september 2022.

⁷ 'Verkooprijzen bestaande koopwoningen', CBS StatLine.

⁸ Van Bruggen Adviesgroep constateert een daling in het aantal afgesloten aflossingsvrije hypotheeken in verhouding tot aflossende hypotheeken tussen februari en augustus 2022. Zie: 'Aflossingsvrije hypotheek op retour door hoge rente', Van Bruggen Adviesgroep, augustus 2022.



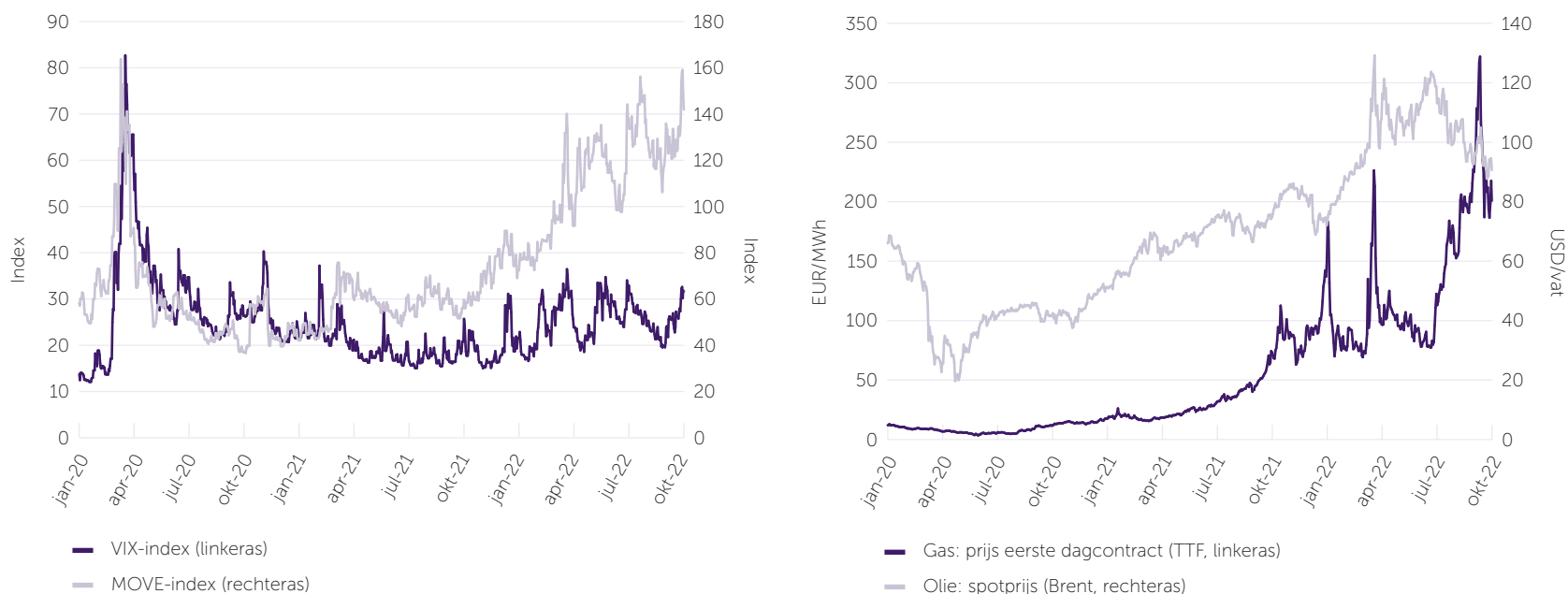
Waar de stijgende beleidsrente beperkt doorwerkt op de rente voor consumptief krediet, heeft de onderliggende oorzaak van de stijgende rente – de hoge inflatie – wel tweede orde effecten op consumptieve kredieten. De markt voor consumptief krediet bestaat tegenwoordig grotendeels uit aflopende kredieten, waarvoor een vast rentepercentage geldt. Deze consumenten worden dus niet geconfronteerd met (plotseling) stijgende rentelasten. Toch kan de hoge inflatie leiden tot extra risico's op de markt voor consumptief krediet. Ten eerste zal de vraag naar consumptief krediet toenemen indien huishoudens niet meer kunnen rondkomen door de gestegen vaste lasten als gevolg van onder ander de hogere energierekening. Het risico hierbij is dat de leennormen van consumptief krediet ten tijde van afsluiten niet meer goed aansluiten bij huidige financiële draagkracht van consumenten. Inflatie zorgt ervoor dat lasten toenemen en dit zal pas met enige vertraging worden meegenomen in de leennormen, waardoor momenteel het risico op overkreditering groter is. Een tweede risico is dat consumenten met een lopend consumptief krediet mogelijk in de knel komen met het afbetalen van hun lopende krediet(en). Ten derde is er mogelijk het risico van een waterbedeffect: minder mogelijkheden voor regulier consumptief krediet kan leiden tot een toename van de vraag naar onder andere *buy-now-pay-later* dienstverlening. De AFM ziet dit als een suboptimale financiële beslissing, omdat het slechts een uitstel van betaling betreft en consumenten ertoe kan aanzetten meer uit te geven dan ze eigenlijk kunnen dragen.

De veranderende macro-economische omgeving zorgt voor een verhoogde volatiliteit op de kapitaalmarkten, maar deze blijven vooralsnog goed functioneren. De Europese aandelenmarkten zijn na hun dieptepunt in maart 2022 relatief snel teruggeveerd, maar bewegen door de aanhoudende economische onzekerheden licht volatieler dan gemiddeld (zie figuur 5 links). Vooral de koersen van tech-aandelen en aandelen van conjunctuurgevoelige sectoren zoals Europese banken kennen een hoge volatiliteit. Verwachtingen over een eventuele renteverhoging van centrale banken worden door de aandelenmarkten ingeprijsd en zorgen voor lagere aandelenwaarderingen. Met name groeiaandelen worden lager gewaardeerd, omdat er door de hogere (verwachte) rente

een hogere discontovoet wordt toegepast op toekomstige winsten. Ook op de obligatiemarkten is de volatiliteit relatief hoog (zie figuur 5 links). Zo stijgen de rentes op de obligatiemarkten door de hogere (verwachte) inflatie en stijgende beleidsrentes, maar zorgt de recente recessieangst voor een neerwaartse druk. Daarnaast worden de kapitaalmarkten dit jaar gekenmerkt door sterk volatiele energie- en grondstoffenprijzen (zie figuur 5 rechts). Marktpartijen gebruiken doorgaans derivaten om dergelijke prijschommelingen af te dekken. In de energiemarkt (o.a. gas) vindt de secundaire handel en prijsvorming zelfs vooral plaats in derivaten. Voor de handel in derivaten moeten marktpartijen onderpand aanhouden, de zogenoemde margin. Hoe heftiger de beweging, hoe meer margin nodig is. Bij hevige prijschommelingen kunnen handelaren gevraagd worden meer margin te storten (in cash) dan zij beschikbaar hebben, waardoor zij in liquiditeitsproblemen kunnen raken. De afgelopen periode leidden de zeer volatiele energieprijzen voor een grote druk op de energiesector, waardoor een aantal buitenlandse energiepartijen in liquiditeitsproblemen kwam en overheden moesten bijspringen. Vooralsnog is de Nederlandse gastermijnmarkt desondanks adequaat blijven functioneren (zie ook de verdiepende analyse over de gastermijnmarkt in hoofdstuk 3). Om marktstress te voorkomen en te zorgen dat de markt ook de toekomst goed blijft functioneren is het belangrijk dat marktpartijen en financiële toezichthouders alert zijn op de mogelijke gevolgen van de hoge volatiliteit en zo nodig maatregelen treffen om te zorgen dat de markt goed blijft functioneren.



Figuur 5. Links: De volatiliteitindices van aandelen en obligaties in de VS (resp. VIX- en MOVE-index) bewegen hoger dan gemiddeld. Rechts: Grillig verloop van gas- en olieprijs.



Bron: CBOE, ICE BofA, ICE, Macrobond.

De koersen van crypto's en stablecoins reageren sterk op de stijgende rente en onzekere macro-economische omgeving, wat de aandacht vestigt op risico's die kunnen ontstaan als crypto's meer verweven raken met het traditionele systeem. De volatiele en onzekere macro-economische omgeving heeft ook impact op de cryptomarkt. Zo crashte in mei dit jaar de stablecoin TerraUSD, wat leidde tot een golf van paniekverkopen en een neerwaartse druk ook op de koers van andere crypto's zoals de bitcoin. De koers van de bitcoin daalde halverwege juni 2022 nog verder, doordat cryptobank Celsius grote liquiditeitsproblemen bleek te hebben en voor

\$12 miljard aan tegoeden had bevroren (zie figuur 6). Dit speculatieve en volatiele karakter van de cryptomarkt manifesteert zich steeds duidelijker en de ECB waarschuwt dat dit ook risico's voor de economie als geheel met zich mee zou kunnen brengen. Deze risico's houden verband met ontwikkelingen waarbij crypto's meer verweven raken met het traditionele financiële stelsel. Het gaat dan bijvoorbeeld om institutionele beleggers die crypto's aan hun beleggingsportfolio toevoegen.⁹ Uit een recente studie van ESMA blijkt dat de totale waarde-omvang van crypto's op dit moment nog gering is en de kruisverbanden met de traditionele markten nog beperkt zijn.

⁹ 'Financial Stability Review', ECB, mei 2022.



Bij groeiende cryptomarkten kan dit in de toekomst echter veranderen en daarom is een goede monitoring van deze ontwikkeling noodzakelijk.¹⁰ Op de kanalen waarlangs crypto's de stabiliteit van het stelsel zouden kunnen raken, wordt nader ingegaan in paragraaf 1.3.

Figuur 6. Waardering cryptovaluta bitcoin en ethereum sterk gedaald ten opzichte van piek eind 2021.



Bron: CoinGecko, CME Group, Macrobond.

¹⁰ ['Crypto-assets and their risks for financial stability'](#), ESMA, oktober 2022.



Figuur 7. Aandachtspunten voor de AFM in verband met de stijgende rente.

Verzekeren & Pensioenen

- Een stijging van de risicovrije rente verlaagt verplichtingen van pensioenfondsen en verzekeraars (ceteris paribus)
- Tegenvallende beleggingsresultaten en stijgende rente leiden tot waardedaling activa
- Per saldo neemt dekkingsgraad toe

Lenen & Sparen

- Stijgende hypotheekrente zorgt voor afkoeling van de woningmarkt
- Vooral voor starters zorgt hoge hypotheekrente voor hogere drempel om huis te kopen
- Toename betaalarisico hypothecair en consumptief krediet (zal zich langzaam ontfouwen, gezien huidige, lange looptijden)
- Mogelijk teleurstellende spaarrendementen door late doorwerking stijgende rente in deposito's

Retailbeleggen

- Stijgende rente leidt tot dalende aandelenwaarderingen. Consumenten zien (sinds lange tijd) waarde beleggingsportfolio dalen
- Waardedalingen exotische beleggingsproducten; vraag neemt af

Overkoepelende trends...

- Stijgende rente volgt uit een verhoogde inflatie die impact heeft op o.a. koopkracht huishoudens
- Stijgende rente en onzeker macro-economisch klimaat verhoogt volatiliteit kapitaalmarkten
- Dekkingsgraad neemt toe, maar door inflatie neemt waarde te verdelen pensioenvermogen af

Aandachtspunten AFM i.v.m. stijgende rente

Financiële dienstverleners

- Rente-inkomsten banken zijn historisch gezien nog laag; terughoudendheid met doorrekening hogere rente naar spaarders
- Inkomsten brokers dalen (minder activa door waardedaling en minder transacties door passiever beleggingsgedrag na corona)

Institutioneel vermogensbeheer

- Renteschokken testen risicomanagement vermogensbeheer. Met name liquiditeitsrisico's bij rentederivaten t.g.v. margeverplichtingen
- Waardering risicovolle assets onder druk, als gevolg van illiquide markt en verkoopdruk om liquiditeit te genereren
- Vermogensbeheerders kampen met relatief lage beleggingsresultaten in vergelijking met voorgaande jaren

Kapitaalmarkten

- Verhoogde volatiliteit door veranderende macro-economische condities
- Kwetsbaarheden op het gebied van settlement en clearing: procycliciteit in marginverplichtingen bij rentederivaten



...vertalen zich naar een drietal thematische implicaties voor het AFM-toezicht

- Toename van betaalarisico's op krediet
- Mogelijke liquiditeitsproblemen bij beheerders van derivatenportefeuilles
- Belang duidelijke, tijdige en transparante communicatie over herverdeling pensioenvermogens



1.2 Verduurzaming

Verduurzaming staat hoog op de maatschappelijke agenda en stelt de samenleving voor ingrijpende keuzes. Het gaat daarbij zowel om het realiseren van klimaat- en milieudoelstellingen (Environment), als sociale doelstellingen (Social) en doelstellingen op het gebied van goed bestuur (Governance), gezamenlijk aangeduid als ESG. Over klimaatdoelstellingen hebben overheden in het Parijs-akkoord internationale afspraken gemaakt. Het in april 2022 gepubliceerde zesde IPCC-rapport¹¹ laat echter zien dat deze Parijs-doelen uit zicht raken. Het niet behalen van de doelstellingen betekent dat de risico's van klimaatverandering, zoals fysieke schade door extreem weer, zeespiegelstijging, droogte, enzovoort, verder toenemen. Het streven naar verduurzaming stelt de samenleving voor ingrijpende keuzes, het intense debat rond de stikstofreductiedoelstelling in Nederland is hiervan een illustratie. De inspanningen om de CO₂-intensiteit van onze economie te verkleinen, zullen kosten voor bedrijven en burgers met zich meebrengen en druk op de overheidsfinanciën leggen.¹² Aan de andere kant geldt dat als we onvoldoende radicaal ingrijpen, we ons zullen moeten voorbereiden op een toekomst waarin klimaatveranderinggerelateerde natuurrampen en weerextremen vaker voorkomen, met grote economische schade tot gevolg.

De leveringonzekerheid van gas en hoge energieprijzen beïnvloeden de duurzaamheidstransitie. Vanuit het streven hun afhankelijkheid van Russisch gas te verkleinen, zetten Europese landen in op een versnelling van de transitie naar duurzame energiebronnen. Tegelijkertijd zien we de tendens dat landen op de korte termijn voor hun energieproductie terugvallen op meer vervuilende fossiele brandstoffen, zoals kolen, wat de energietransitie

juist kan vertragen. Zowel een onverwachte versnelling als een vertraging kunnen leiden tot een meer schoksgewijze energietransitie, die ook onder meer tot herwaarderingen van investeringen in de fossiele sector kan leiden. De hoge energieprijzen maken het voor huishoudens urgenter om maatregelen te nemen om energie te besparen (bijvoorbeeld door betere isolatie) en de warmtevoorziening te verduurzamen.¹³ De overheid wil de financieringsmogelijkheden voor dergelijke woningverduurzaming verruimen.¹⁴ Hoewel wij het streven naar verduurzaming van de woningmarkt ondersteunen, dient bij het realiseren van deze ambitie het financiële welzijn van huishoudens geborgd te zijn en moeten de schulden die zij aangaan verantwoord zijn.

Invloed op financiële sector

Klimaatrisico's vertalen zich in risico's voor de financiële sector.

Financiële instellingen kunnen geraakt worden door fysieke risico's, waarbij klimaatverandering leidt tot schade aan de leefomgeving, denk daarbij aan de toenemende kans op natuurrampen, zoals overstromingen, droogte en bosbranden. Daarnaast zijn er transitierisico's, waar verlies geleden wordt door toenemende regulering en normering van duurzaamheid vanuit de overheid of een verandering van de voorkeuren van consumenten.¹⁵ Fysieke en transitierisico's werken door in de marktwaarde van beleggingen, de kredietwaardigheid van gefinancierde bedrijven en de verplichtingen van verzekeraars. De toenemende schade als gevolg van natuurrampen werpt belangrijke vraagstukken op, bijvoorbeeld voor de verzekeringssector. Het kan bijvoorbeeld leiden tot aanpassingen in dekkingen en premies, met als keerzijde dat voor consumenten en bedrijven sommige vormen van klimaatschade onverzekerbaar dreigen te worden.¹⁶

¹¹ ['Sixth Assessment Report'](#), IPCC, 2022.

¹² Zie bijvoorbeeld: ['Policy Brief 21-20: Climate policy is macroeconomic policy, and the implications will be significant'](#), PIIE, augustus 2021.

¹³ Onderzoek van DNB laat zien dat de totale investeringen om gebouwen in Nederland aardgasvrij te maken kan oplopen tot bijna € 200 miljard. Huiseigenaren zouden gemiddeld bijna €24 duizend moeten investeren om hun woning aardgasvrij te maken. Zie: ['Financiering voor de verduurzaming van de woningvoorraad'](#), DNB, februari, 2022.

¹⁴ ['Duurzaam wonen voor iedereen'](#), Rijksoverheid, juni 2022.

¹⁵ Definitie ontleend aan ['Toezicht in beeld'](#), DNB, december 2021.

¹⁶ Zie: ['De invloed van klimaatverandering op schadeverzekeringen'](#), AFM, oktober 2021.



De financiële sector heeft een belangrijke rol in de financiering van verduurzaming. De verduurzaming van de economie gaat gepaard met een grote financieringsbehoefte.¹⁷ Alleen al in de energiesector is wereldwijd naar schatting jaarlijks tussen de €1.600 en 3.800 miljard nodig om het 1,5°C doel uit het Parijsakkoord te halen. Financiële instellingen spelen een belangrijke rol in het mobiliseren van kapitaal voor duurzame investeringen door overheden, ondernemingen en huishoudens en dragen bij aan het verduurzamen van bedrijven door te sturen op duurzaamheidsaspecten in de bedrijfsvoering. De maatschappelijke druk op financiële ondernemingen vanwege hun rol in de transitie is groot en wordt minder vrijblijvend.¹⁸ Daarnaast zien we dat de duurzaamheidsagenda zich verbreedt. Naast het nastreven van klimaat- en sociale doelstellingen winnen bijvoorbeeld biodiversiteitsdoelstellingen – mede als gevolg van een in voorbereiding zijnde internationaal biodiversiteitsakkoord – aan belang.¹⁹

Het toenemende belang van duurzaamheid vertaalt zich in het aanbod en beleid van financiële instellingen. Ten eerste worden er meer financiële producten met een duurzaamheidskenmerk aangeboden, waarmee ingespeeld wordt op de groeiende vraag naar duurzame financiering. Een belangrijk voorbeeld hiervan is het groeiende aanbod in duurzame beleggingsproducten (zie ook verderop in deze paragraaf). Daarnaast zijn financiële instellingen de afgelopen jaren duurzaamheidscommitments aangegaan in het kader van het klimaatakkoord, wat duidt op een toegenomen urgentie in de sector met betrekking tot klimaatproblematiek.²⁰ Tot slot zien we concrete veranderingen in het beleggingsgedrag van onder meer pensioenfondsen. Mede ingegeven door verduurzamingswensen

van hun deelnemers hebben pensioenfondsen ABP en PME bijvoorbeeld besloten niet meer in fossiele brandstoffen te beleggen.

Duurzaamheidsinformatie

Er is behoefte aan betere informatie over de duurzaamheidsrisico's en -prestaties van ondernemingen en financiële producten. Een belangrijke uitdaging in de markt voor duurzame financiering is de mate waarin duurzaamheidsrisico's en -prestaties van investeringen inzichtelijk en controleerbaar zijn. Hoewel er belangrijke stappen worden gezet richting een gestandaardiseerde definitie, is duurzaamheid nog geen vastomlijnd concept. Hierdoor worden duurzaamheidsrisico's en -prestaties in bijvoorbeeld het jaarverslag van (financiële) ondernemingen of in beleggersinformatie bij financiële producten nog niet altijd op een eenduidige manier inzichtelijk gemaakt. Dit zorgt ervoor dat het voor beleggers complex is om te beoordelen hoe duurzaam hun investering is. Het gebrek aan betrouwbare, vergelijkbare informatie voedt het risico op *greenwashing* (het oneigenlijk plakken van het predicaat 'duurzaam' op producten). Verbetering van de informatieverstrekking neemt een centrale positie in binnen het AFM-toezicht op duurzaamheid en een belangrijk aandachtspunt is hoe en door wie op deze informatie *assurance* wordt gegeven.²¹

¹⁷ Het IPCC signaleert dat internationaal gezien de financieringsstromen achter blijven bij wat nodig is om de Parijsdoelstellingen te halen. Dit geldt in het bijzonder voor financiering gericht op klimaatadaptatie. Volgens het rapport moeten wereldwijde financiële stromen voor klimaatmitigatie 3 tot 6 keer groter worden en voor adaptatie tot 10 keer zo groot als nu (hoewel de schattingen voor adaptatie minder precies zijn, is het duidelijk dat ze fors moeten toenemen). Zie: '[Sixth Assessment Report](#)', IPCC, 2022.

¹⁸ Een illustratie hiervan is dat Milieudefensie – na de gewonnen klimaatzaak tegen Shell – zinspeelt op juridische stappen tegen een aantal grote financiële ondernemingen om zo het uitvoeren van klimaatbeleid af te dwingen.

¹⁹ '[Een natuur-positieve Nederlandse financiële sector](#)', Sustainable Finance Lab, februari 2022.

²⁰ '[Het Klimaatcommitment van de financiële sector – Eerste voortgangsrapportage](#)', Rijksoverheid, oktober 2021.

²¹ '[AFM en duurzaamheid](#)', AFM, juni 2020.



Nieuwe (Europese) wetgeving stelt eisen aan de informatieverstrekking rondom duurzaamheid. De routekaart hiervoor vormt de Sustainable Finance Strategy van de Europese Commissie²². De nieuwe regelgeving heeft onder meer betrekking op informatieverstrekking door financiële instellingen (de al in werking getreden SFDR), een gezamenlijke 'taxonomie' die inzichtelijk maakt welke activiteiten als duurzaam worden geclassificeerd en regels voor duurzame benchmarks. Daarnaast zijn ook in bestaande regelingen, zoals MiFID, UCITS en AIFMD, aanpassingen gedaan met betrekking tot duurzaamheidsverplichtingen in de financiële dienstverlening. Ook zet de Europese Commissie met de herziening van de Non-Financial Reporting Directive (NFRD) in op verdere aanscherping van de niet-financiële rapportageverplichtingen. Het voorstel voor nieuwe regelgeving op dit terrein, de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), is in april 2021 gepubliceerd.²³ De CSRD verbreedt de reikwijdte van de NFRD door de niet-financiële transparantie-eisen verplicht te stellen voor meer soorten ondernemingen. Daarnaast schrijft de CSRD voor dat er een eenduidige verslaggevingsstandaard wordt opgesteld in Europa die duidelijk maakt op welke manier over niet-financiële informatie moet worden gerapporteerd. Inhoudelijk gezien worden de rapportage-eisen uitgebreid en wordt *assurance* door derden voor niet-financiële verklaringen verplicht gesteld.²⁴

Duurzaam beleggen

De wijze waarop beleggingen bijdragen aan de duurzaamheidstransitie is niet altijd helder voor consumenten. Met de toegenomen aandacht voor duurzaamheid groeit ook de markt voor duurzame beleggingen. Bij deze

ontwikkeling is *greenwashing* een toenemende zorg voor toezichthouders. Het risico bestaat dat financiële instellingen verkeerde verwachtingen scheppen rond duurzaam beleggen. Onderzoek van de AFM laat zien dat beleggingen die als duurzaam worden aangeprezen, op verschillende manieren invulling geven aan het begrip duurzaamheid.²⁵ Dit kan ertoe leiden dat consumenten veel verwachten van de bijdrage van hun belegging aan de duurzaamheidstransitie, terwijl dit voor lang niet alle producten opgaat. De grote belangstelling van consumenten voor duurzame producten wordt bovendien ook door malafide aanbieders gezien. In hoofdstuk 4 wordt uitgebreid ingegaan op de markt voor duurzaam beleggen en de aandachtspunten die wij in deze markt zien.

CO₂-markten

Adequate beprijzing van externaliteiten is belangrijk om de transitie naar een duurzame economie te faciliteren. Bij het realiseren van klimaatdoelstellingen komt dat neer op het beprijzen van emissies van broeikasgassen, in het bijzonder CO₂. Bedrijven, consumenten en investeerders zullen dan automatisch het volle effect van de uitstoot meenemen in hun beslissingen. Producenten gaan zuinigere productiemethoden onderzoeken, consumenten schaffen de minder vervuulende optie aan, en investeerders zien minder heil in relatief vervuulende bedrijven. Ook zorgt het ervoor dat bedrijven waarvan de opbrengst van de productie niet opweegt tegen de maatschappelijke kosten niet langer hun activiteiten zullen doorzetten.²⁶ Voorstellen voor een betere beprijzing van uitstoot spelen dan ook een centrale rol in het klimaatbeleid van de Europese Commissie.²⁷ Als onderdeel van de zogenoemde Green

²² ['Strategy for financing the transition to a sustainable economy'](#), Europese Commissie, juli 2021. Deze strategie bouwt voort op het in 2018 gelanceerde EU Action Plan for Financing Sustainable Growth.

²³ ['Voorstel CSRD'](#), Europese Commissie, april 2021. Over de CSRD is medio 2022 een akkoord bereikt tussen het Europees Parlement en de Europese Raad. De sets van rapportagestandaarden (opgesteld door de European Financial Reporting Group) dienen in 2023 gereed te zijn. Deze zullen voor het eerst gehanteerd moeten worden in bestuursverslagen over boekjaar 2023.

²⁴ ['AFM argues for greater clarity and practicability of international standards for sustainability reporting'](#), AFM, augustus 2022.

²⁵ ['De retailmarkt voor duurzaam fondsbeleggen'](#), AFM, april 2022.

²⁶ ['De financiering van transitie'](#), DNB, 2021.

²⁷ De Europese Commissie wil onder meer het aantal sectoren dat via het Europese emissiehandelssysteem (ETS) moet betalen voor CO₂-uitstootrechten uitbreiden. Ook moeten er minder uitstootrechten uitgegeven, zodat deze schaarser en dus duurder worden.



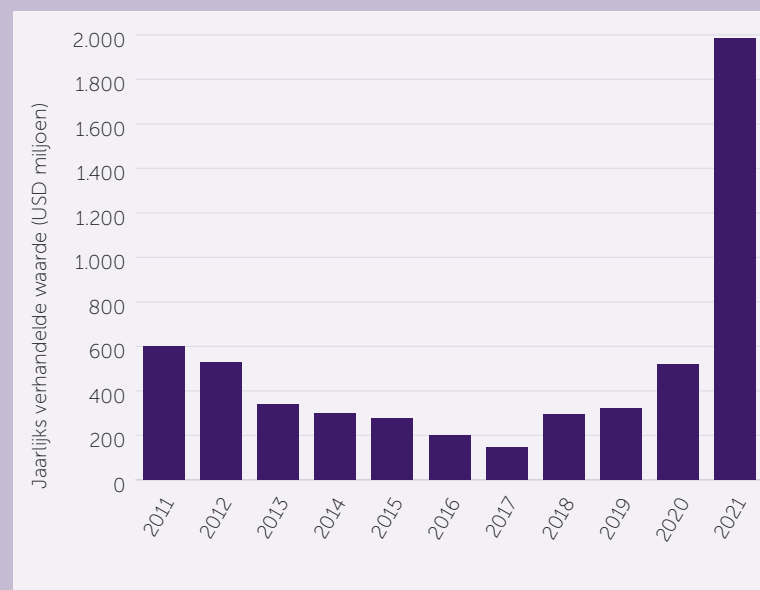
Deal wil de Europese Commissie onder meer het aantal sectoren dat via het Europese emissiehandelssysteem (ETS) moet betalen voor CO₂-uitstootrechten uitbreiden. Ook wil de Commissie minder uitstootrechten uitgeven, zodat deze schaarser en dus duurder worden. De AFM wil via haar toezicht op de markt voor CO₂-emissierechtderivaten (ICE Endex) bijdragen aan een juiste prijsvorming voor CO₂.

Aangejaagd door zogenoemde *net zero* beloften, ontstaan nieuwe markten voor vrijwillige *carbon offset*. Een van de uitdagingen die volgt uit de doelstellingen in het Klimaatverdrag van Parijs is dat niet alle CO₂-uitstoot vermijdbaar is. Daar komt bij dat de uitstoot dusdanig moet worden teruggebracht dat er ook 'negatieve uitstoot' nodig is om de doelen te behalen. Bovendien is er steeds meer vraag van consumenten om de CO₂-uitstoot van hun eigen aankopen, zoals vliegtickets, te compenseren. Om in deze behoefte te voorzien, doen ondernemingen zogeheten *net zero* beloften, en hiervoor zijn vrijwillige carbon credits instrumenteel. Voor deze credits zijn er vrijwillige *carbon offset* markten ontstaan die losstaan van de (verplichte) compliancemarkten, zoals het Europese emissiehandelssysteem (ETS). Hoewel deze markten niet onder het toezicht van de AFM vallen, zijn er raakvlakken met ons toezicht die aandacht vragen (zie Box 1).

Box 1. Carbon offset markten ontwikkelen zich snel

Het centrale idee van vrijwillige carbon offset markten is om eigen CO₂-uitstoot te kunnen compenseren met de uitstootreductie of negatieve uitstoot van een andere partij. Deze handel moet financiering toegankelijker maken voor investeringen die de uitstoot verlagen. Vanwege de populariteit bij zowel ondernemingen als consumenten is er een groot aantal initiatieven ontstaan om dergelijke handel mogelijk te maken en neemt deze vrijwillige handel sterk toe (figuur 8).²⁸

Figuur 8. Markt voor vrijwillige carbon credits groeit.



Bron: Ecosystem Marketplace.²⁹

²⁸ ['State of the Voluntary Carbon Markets 2021'](#), Ecosystem Marketplace, september 2021; ['State and Trends of Carbon Pricing 2022'](#), Wereldbank, mei 2022.

²⁹ ['State of the Voluntary Carbon Markets 2022 Q3'](#), Ecosystem Marketplace, augustus 2022.



De vrijwillige markt staat los van de verplichte markt. Allereerst moet een onderscheid worden gemaakt tussen de verplichte markt en de vrijwillige markt. De *verplichte* markt (waaronder EU ETS) verplicht ondernemingen om over voldoende rechten te beschikken voor hun CO₂-uitstoot. Het is wettelijk vastgelegd welke ondernemingen en welke uitstoot hieronder vallen en hier wordt toezicht op gehouden (in Nederland door de Nederlandse Emissieautoriteit). Deze rechten kunnen worden verhandeld tussen bedrijven in Europa. Bij de *vrijwillige* markt is er niet een dergelijke wettelijke grondslag, geen vaste definitie en geen officieel toezicht. Met name private partijen creëren een eigen markt met eigen regels over wat telt als een 'carbon credit'. Ondanks het feit dat er geen gemeenschappelijke standaard is, ontstaan er wel private partijen die standaarden en certificering van carbon credits aanbieden, zoals Verra en Gold Standard.

Vrijwillige emissierechten bestaan in veel verschillende soorten. De verschillende soorten emissierechten hangen samen met het type besparing dat wordt gerealiseerd. Er zijn verschillende doorsnedes te maken. Zo zijn er *avoidance* en *removal* credits, waarbij de eerste gaat over het tegengaan van emissies en de tweede over opvangen van CO₂ die reeds is uitgestoten. Daarnaast is er een onderscheid te maken aan de hand van de sector waarin de besparing wordt gerealiseerd. Credits gerelateerd aan bebouwing en hernieuwbare energie zijn het belangrijkste en maken samen 88% van de nieuw uitgegeven rechten uit.³⁰ Het type project dat hieraan ten grondslag ligt is bijvoorbeeld het aanleggen van een bos, voorkomen dat een bos gekapt wordt of het bouwen van een hernieuwbare energiecentrale. Andere categorieën zijn onder andere energie-efficiëntie, landbouw, afvalverwerking en vervoer.

Vrijwillige emissierechten kennen echter een aantal problemen, waaronder een gebrek aan standaarden en twijfel over de kwaliteit.

De wildgroei aan vrijwillige initiatieven voor CO₂-handel heeft geleid tot verschillende soorten credits, een gebrek aan standaarden, zorgen over dubbeltellingen, onvoldoende kwaliteitscontrole en gebrek aan additionaliteit.³¹ Opvallend is bijvoorbeeld dat de prijs van vrijwillige uitstootrechten een stuk lager ligt dan de prijs van de compliance markten en er niet mee lijkt te correleren (Figuur 9). Hier zijn verschillende verklaringen voor, zoals het niet verplichte karakter en de andere aard (niet beprijzen maar compenseren van uitstoot). Het onderschrijft echter het grote verschil in doel en resultaat met de verplichte markt. Het gebrek aan standaarden en de lage prijs zorgen ervoor dat greenwashing op de loer ligt bij het gebruik van vrijwillige carbon credits. Bovendien maken critici zich zorgen dat de vrijwillige (en goedkope) carbon credits de noodzaak voor ondernemingen verminderen om de eigen uitstoot te reduceren; los van verplichtingen zouden bedrijven eerder kiezen voor relatief goedkope carbon credits, in plaats van daadwerkelijke verduurzaming van de bedrijfsvoering.³² Het is hiermee de vraag of de vrijwillige markten daadwerkelijk bijdragen aan het mobiliseren van kapitaal voor uitstootreductie.

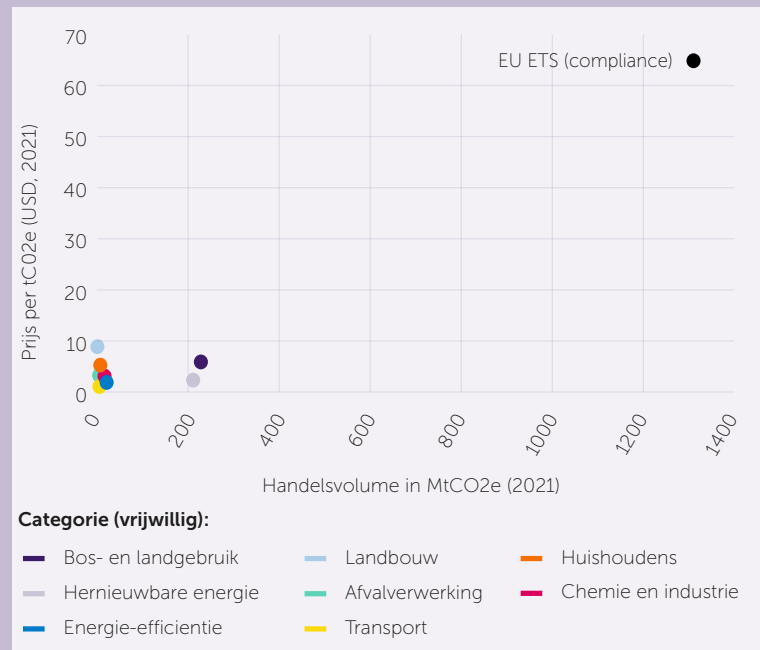
³⁰ 'State of the Voluntary Carbon Markets 2021', Ecosystem Marketplace, september 2021.

³¹ 'CO₂-compensatie is misleidend en 'nattevingerwerk'', Trouw, februari 2020; 'Green groups raise concerns over Carney carbon credits plan', Guardian, 2021.

³² 'Carbon offsets: a license to pollute or a path to net zero emissions?', Financial Times, 2021.



Figuur 9. Prijs vrijwillige rechten ligt aanzienlijk lager dan prijs op compliancemarkt.



Bron: Ecosystem Marketplace³³, EEA³⁴, ING³⁵.

Handel in vrijwillige emissierechten heeft diverse raakvlakken met ons toezicht.

Ten eerste blijken financiële instellingen een van de grootste kopers te zijn van vrijwillige emissierechten.³⁶ Dit heeft mogelijk te maken met net zero claims op bedrijfsniveau of voor specifieke (beleggings-)producten. Gegeven bovengenoemde zorgen

is het belangrijk dat financiële instellingen duidelijk maken hoe zij gebruik maken van vrijwillige emissierechten om aan hun net zero doelstelling te voldoen en alert zijn dat hun uitingen op dit gebied geen onvolledig dan wel verkeerd beeld geven. De accountant speelt hierbij ook een rol als dergelijke claims in het bestuursverslag worden gedaan. Ten tweede zien we toenemende belangstelling van financiële instellingen voor de ontwikkeling van dergelijke markten (o.a. Rabo Carbon Bank, interesse van assetmanagers in bosbouw).³⁷ Ten derde worden (derivaten van) sommige vrijwillige rechten als financieel instrument verhandeld op gereguleerde platformen, die vallen onder ons toezicht. Tot slot zal de verdere ontwikkeling en standaardisatie van de vrijwillige markt gepaard gaan met zorgen die we op gereguleerde platforms ook zien, hoewel het lastig blijkt om een gemeenschappelijke standaard te vinden.³⁸ Eventuele wisselwerking die kan ontstaan met de handel in emissierechtderivaten is belangrijk om in de gaten te houden.

³³ 'State of the Voluntary Carbon Markets 2022 Q3', Ecosystem Marketplace, augustus 2022.

³⁴ 'EU Emission Trading System (ETS) data viewer', EEA.

³⁵ 'Voluntary carbon markets are changing for the better', ING, januari 2022.

³⁶ 'State of the Voluntary Carbon Markets 2021', Ecosystem Marketplace, september 2021.

³⁷ 'Rabo Carbon Bank verkoopt eerste carbon credits op Nederlandse bodem', Rabobank, april 2022.

³⁸ 'Carney steps back into advisory role in overhaul of carbon offsets group', Financial Times, 2022.



1.3 Digitalisering

Digitalisering en platformisering zorgen voor fundamentele veranderingen in de manier waarop financiële producten en diensten worden aangeboden en afgenomen. Door nieuwe technologieën en door de toetreding van nieuwe innovatieve spelers ontstaat er druk op het bedrijfsmodel van traditionele financiële instellingen. In de verandering van de sector spelen BigTech en FinTech partijen een aanjagende rol. Passend in de bredere trend van platformisering gaan traditionele financiële instellingen partnerships met deze bedrijven aan. Deze ontwikkeling kan leiden tot innovatie en kostenbesparing, maar kan ook margedruk en concentratie-risico's veroorzaken.

Digitalisering zorgt voor laagdrempelige toegang tot advies en producten.

Gebruiksgemak moet daarbij in balans blijven met de risico's die klanten kunnen en willen dragen. Een verscheidenheid aan apps maakt het bijvoorbeeld mogelijk om vanaf de mobiele telefoon met enkele klikken te beleggen. Keerzijde van deze nieuwe laagdrempeligheid is dat deze voortdurend beschikbare apps beleggers er soms toe verleiden veel transacties te doen of veel risico te nemen, bijvoorbeeld door *gamification*. Wanneer financiële diensten alleen nog in een online omgeving worden aangeboden kan dit voor sommige groepen consumenten juist drempels in de toegang opwerpen. Dit brengt het risico met zich mee dat bepaalde kwetsbare groepen – denk daarbij aan ouderen met beperktere digitale vaardigheden, of laaggeletterden, die in het bijzonder baat hebben bij fysiek klantcontact – achterblijven of worden uitgesloten van toegang tot financiële diensten.

Data staat steeds meer centraal in het bedrijfsproces van financiële ondernemingen.

Datavergaring en –verwerking zijn belangrijke middelen om de dienstverlening en de winstgevendheid te verbeteren. Naast voordelen brengt het grootschalige gebruik van data ook risico's met zich mee. Aandachtspunten zijn onder meer het borgen van een hoge datakwaliteit, databeveiliging en het rechtmatig en zorgvuldig omgaan met persoonsgegevens. Ook het delen van (financiële) data³⁹ – aangeduid als datamobiliteit – kan risico's met zich meebrengen. Zo kan het delen van gegevens financiële consumenten blootstellen aan verlies van privacy en consumenten kunnen nadelig worden beïnvloed door inzichten die uit hun gegevens worden afgeleid. De wijze waarop gegevens worden gedeeld in de financiële sector vraagt aandacht van financiële toezichthouders. In dit kader hebben we samen met DNB een discussiedocument⁴⁰ opgesteld met een voorlopige beleidsvisie⁴¹ op datamobiliteit in relatie tot de financiële dienstverlening. Het discussiedocument is geschreven met oog op diverse beleidsontwikkelingen in Europa gericht op datamobiliteit. Zo heeft Europa de ambitie om één EU-datamarkt te creëren in 2030. Om dit te verwezenlijken is er diverse zowel Unie-brede als sectorspecifieke wet- en regelgeving in ontwikkeling.

Toepassingen van kunstmatige intelligentie (AI) kunnen risico's met zich meebrengen.

Ook in de financiële sector worden de mogelijkheden die AI biedt vaker benut. Dit speelt zowel op retailmarkten als op kapitaalmarkten. Enerzijds biedt het gebruik van AI kansen, omdat klanten effectiever en tegen lagere kosten bediend kunnen worden. Maar het gebruik kan ook risico's met zich meebrengen, bijvoorbeeld wanneer het onduidelijk is hoe een AI-model tot een bepaalde uitkomst komt. De inzet van AI biedt onder andere mogelijkheden om individuele klanten meer gepersonaliseerd te bedienen. Dit kan voor een grote groep klanten positief uitwerken, maar het kan er ook toe leiden dat bepaalde consumenten op basis van het gehanteerde

³⁹ De Europese Commissie werkt aan ruimere mogelijkheden voor het delen van financiële data. Waar PSD2 alleen faciliteerde dat transactiedata met derden mag worden gedeeld, is dit zogenoemde *Open Finance* initiatief erop gericht dat ook andere financiële klantdata gedeeld mag worden met derden (dan wel toegankelijk worden gemaakt).

⁴⁰ 'Datamobiliteit in de financiële sector: hoe te reguleren?', AFM, september 2022.

⁴¹ 'Data Mobility and the Financial Sector', AFM en DNB, september 2022.



algoritme worden gediscrimineerd of uitgesloten van de markt. Het is van belang dat financiële instellingen voldoende beheersmaatregelen treffen om de risico's van de inzet van algoritmes te verkleinen en de uitkomsten van AI-modellen uit te kunnen leggen. De in ontwikkeling zijnde Europese AI-verordening zal meer aangrijpingspunten gaan bieden om de in potentie grote impact van AI op de financiële dienstverlening aan burgers en bedrijven in goede banen te leiden.

Afhankelijkheid van digitale systemen in combinatie met de trend van uitbesteding van digitale bedrijfsprocessen leidt tot kwetsbaarheden.

Omdat de dienstverlening steeds meer digitaal is neemt de afhankelijkheid van IT-systemen toe. De potentiële impact van verstoringen in deze systemen bij financiële instellingen groeit daardoor ook. Dit wordt versterkt door een trend van uitbesteding van digitale bedrijfsprocessen, waarbij ook concentratierisico's ontstaan. Zo draait de IT van financiële instellingen vrijwel geheel in de cloud, waarbij geldt dat deze cloudservices slechts bij een beperkt aantal grote aanbieders kunnen worden afgenomen. Het uitvallen van één cruciale partij kan daardoor de dienstverlening bij een groot deel van de sector stilleggen.

Blockchain technologie faciliteert de opkomst van crypto assets waarbij kruisverbanden met het reguliere financiële stelsel kunnen ontstaan.

De stormachtige ontwikkelingen rond crypto-assets (crypto's) werpen nieuwe risico's op. In paragraaf 1.1 is al opgemerkt dat de volatiele en onzekere macro-economische omgeving na de inval in Oekraïne ook grote impact op de cryptomarkt heeft. De koers van de stablecoin TerraUSD zakte in mei 2022 in elkaar, wat leidde tot een golf van paniekverkopen en een neerwaartse druk op ook de koers van andere crypto's zoals de bitcoin. Omdat vooral particuliere en speculatieve beleggers, zoals hedgefondsen, crypto's in bezit hebben worden zij in eerste instantie het meest geraakt. Als crypto

assets meer vervlochten raken met traditionele financiële markten kan het risico ontstaan dat ontwikkelingen in de cryptomarkten ook inwerken op de stabiliteit van het traditionele stelsel.⁴² Box 2 over Decentralized Finance (DeFi) gaat hier dieper op in. Een recente studie van ESMA (waar in paragraaf 1 al aan is gerefereerd) concludeert dat de kruisverbanden met de traditionele financiële markten op dit moment nog beperkt zijn, maar dat goede monitoring van deze ontwikkeling vanuit toezichtoogpunt van belang is.⁴³

Nieuwe Europese wet- en regelgeving tracht de richting van diverse digitale ontwikkelingen te beïnvloeden en potentiële risico's aan te pakken. Vanuit Europa wordt steeds meer horizontale – dat wil zeggen: sectoroverschrijdende – regelgeving ontwikkeld om grip te krijgen op digitalisering. Voorbeelden hiervan zijn de Digital Markets Act (DMA), de Digital Services Act (DSA) en de Data Governance Act (DGA) en de al eerdergenoemde AI-verordening. Deze regelgeving grijpt aan op meerdere sectoren – waaronder de financiële sector – en vraagt daarom een sterke samenwerking tussen de sectorale toezichthouders om het toezicht te coördineren en efficiënt in te richten. Hieronder wordt nader ingegaan op twee regelgevingstrajecten die in het bijzonder actueel zijn: de Digital Operations Resilience Act (DORA) – die nieuwe eisen stelt aan de beheersing van IT-risico's – en de Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR), die een eerste stap zet in de regulering van crypto-assets.

Regelgeving op het gebied van digitale weerbaarheid: DORA

Cyber risico's spelen breed in de financiële sector. De sterke afhankelijkheid van IT brengt voor financiële instellingen risico's met zich mee op het gebied van digitale weerbaarheid.⁴⁴ Eerder in de paragraaf is genoemd dat er sectorbreed een toename is in uitbesteding van (onderdelen van) bedrijfsprocessen naar serviceproviders, waaronder cloudplatforms. De afhankelijkheid van (enkele grote) serviceproviders maakt individuele

⁴² Zie bijvoorbeeld: '[Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets](#)', Financial Stability Board, februari 2022.

⁴³ '[Crypto-assets and their risks for financial stability](#)', ESMA, oktober 2022.

⁴⁴ De AFM voert sinds 2021 als onderdeel van het TIBER programma geavanceerde *red teaming tests* uit in samenwerking met grote ondernemingen onder haar toezicht om het cyber risico op instellingsniveau te helpen beheersen.



instellingen en de sector als geheel kwetsbaar voor cyberincidenten bij dergelijke 'knooppunten'. Een belangrijk thema op de kapitaalmarkten blijft de operationele betrouwbaarheid van handelsplatformen, inclusief weerbaarheid tegen cyberrisico. Door het geopolitieke belang van deze markten zijn ze een aantrekkelijk doelwit voor cyberaanvallen. Binnen de bedrijfsvoering van assetmanagers speelt onder meer dat deze op punten kwetsbaar is als gevolg van het gebruik van zogenoemde *legacy* IT-systemen. Binnen de financiële dienstverlening zien we dat door uitbesteding van bedrijfsprocessen de hele keten van financiële dienstverlening nog meer met elkaar verbonden raakt, waardoor incidenten in één schakel van de keten vergaande implicaties kunnen hebben. Het risico op ontwrichting neemt toe omdat cyberincidenten in aantal, omvang en complexiteit toenemen.⁴⁵

De Digital Operational Resilience Act (DORA) heeft tot doel dat marktpartijen digitaal weerbaarder worden. DORA stelt eisen aan financiële organisaties ten aanzien van IT-incidenten, periodieke testen van digitale weerbaarheid, en de beheersing van risico's bij uitbesteding aan (kritieke) derden. Daarbij wordt rekening gehouden met de grootte, het risicoprofiel en het systeembelang van individuele organisaties. Er gelden nu al (Europese) regels op het gebied van cyberrisico's, maar deze zijn beperkt en versnipperd. Dat leidt tot inconsistenties in wet- en regelgeving tussen lidstaten en zorgt voor onnodige kosten voor de financiële sector. Met DORA wil de EC één uniform wetgevend kader implementeren. Bestaande wetgeving voor de digitale weerbaarheid blijft overigens gelden. Wij krijgen door de nieuwe regelgeving meer bevoegdheden om er bij marktpartijen op te kunnen toezien dat IT-systemen goed worden beveiligd en dat middels procedures en processen IT-risico's adequaat worden beheerst.

Regulering crypto's: MiCAR

Door de Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR) worden markten voor crypto's sterker gereguleerd. MiCAR heeft als doelstellingen om crypto-activa zo te reguleren dat risico's voor beleggers en het stelsel beperkt of ten minste transparant zijn. MiCAR schept verplichtingen voor zowel uitgevers als dienstverleners. Zo moeten uitgevers van crypto's onder andere *whitepapers* publiceren en voldoen aan kapitaalvereisten. Voor crypto-dienstverleners zien de vereisten onder meer op bewaring van crypto-activa namens derden, de werking van handelsplatformen en de wijze van advisering. Ook brengt MiCAR meerdere transparantievereisten met zich mee. Een deel van het toezicht op deze eisen komt te liggen bij de AFM en een ander deel bij DNB. Ook krijgt de ECB een belangrijke rol bij stablecoins van significante omvang.

MiCAR is een goede eerste stap, maar is geen panacee voor de risico's rond crypto's. De grote koersschommelingen en waardeverliezen in de cryptomarkt in de voorbije maanden, laten zien dat crypto's potentieel grote risico's met zich meebrengen. Dat voor deze markt regelgeving komt is dan ook een welkome ontwikkeling. Door de strenge eisen die MiCAR stelt aan transparantie kunnen bijvoorbeeld misleidende cryptoreclames beter worden aangepakt. Door verplichte registraties voor crypto asset service providers zal ook beter inzichtelijk worden of partijen illegaal actief zijn. MiCAR adresseert echter niet alle risico's rond crypto's in even hoge mate. Zo zal het voor particulieren mogelijk lastig zijn om in te schatten welke bescherming zij precies genieten onder MiCAR. Het MiFID-regime, dat van toepassing is op andere beleggingscategorieën, is op dit punt aanzienlijk zwaarder dan MiCAR. Zo stelt MiCAR in tegenstelling tot MiFID geen eisen op het terrein van productontwikkeling en -distributie en liggen adviesvereisten lager. Ook op het terrein van marktmisbruik gaat MiCAR minder ver dan bestaande wet- en regelgeving op dit vlak. Daarbij komt dat MiCAR het toezicht hoofdzakelijk op lidstaatniveau belegt, terwijl crypto-markten bij uitstek een grensoverschrijdend karakter hebben.

⁴⁵ Zie bijvoorbeeld: ['A Macroprudential Perspective on Cyber Risk'](#), DNB, juni 2022.



Box 2. Opkomst Decentralised Finance brengt nieuwe potentiële risico's en uitdagingen voor toezicht met zich mee

Decentralised Finance heeft de potentie de financiële sector fundamenteel te veranderen. In het traditionele financiële systeem vervullen financiële instellingen de rol van centrale intermediairs in het leveren van diensten. Bij Decentralised Finance (DeFi) worden deze diensten geleverd *zonder* een centrale intermediair, omdat het gebruik van smart contracts, crypto assets en blockchains – op basis van zogenoemde Distributed Ledger Technologie (DLT) – rechtstreekse interactie tussen twee partijen mogelijk maakt. DeFi heeft de potentie om alle facetten van de financiële dienstverlening te veranderen. Enerzijds doordat DeFi een alternatief biedt voor traditionele producten tegen in potentie lagere kosten, en anderzijds doordat DeFi de marktinfrastructuur ingrijpend kan veranderen doordat centrale partijen in de keten (bijvoorbeeld clearing en settlement) overbodig worden. DeFi heeft toepassingen in een breed scala aan deelmarkten die ook door de traditionele sector bediend worden (figuur 10).

Figuur 10. Voorbeelden van DeFi toepassingen.

Financial service	Decentralised finance	Traditional finance
Credit	Smart contracts facilitate lending and borrowing. Lenders post their crypto-assets into liquidity pools, from which borrowers borrow crypto-assets posting other crypto-assets as collateral. Interest rates are often determined automatically depending on the demand and supply of liquidity. Largest DeFi protocols: Compound, Aave	Banking
Trading	Decentralised exchanges (DEXes) facilitate the trading of crypto-assets by matching and executing trades through smart contracts without the involvement of a (centralised) third party. Trading often happens against a liquidity pool. Largest DeFi protocols: Uniswap, Curve	Brokers, stock exchanges, over-the-counter (OTC) markets
Payments	Peer-to-peer transfers of value are facilitated, either directly "on-chain" or via DeFi protocols that facilitate smaller value transfers off-chain, before reconciling them in batches back "on-chain". Largest DeFi protocols: Flexa, Sablier Finance	Cash, credit/debit, cards, current accounts
Insurance	Customers of insurance DeFi protocols buy tokens in exchange for cover against specific digital asset-related risks, such as cyberattacks and theft. Token holders from within the protocol decide on insurance claims by voting yes/no on payouts. Largest DeFi protocols: Armor, Nexus Mutual	Lloyds of London insurance market, Insurance firms
Investment (assets and derivatives)	Protocols replicating assets management functions where crypto-assets from users are automatically deposited in those protocols/pools with the highest yields based on preset risk tolerance. They also included protocols creating crypto-asset indices and those creating derivatives, including synthetic assets, options or perpetual futures. Largest DeFi protocols: Yearn Finance, dY dX	Investment funds, investment firms, investment banks

Bron: ECB.⁴⁶

⁴⁶ Figuur is overgenomen uit: 'Decentralised finance – a new unregulated non-bank system?', ECB, juli 2022.



DeFi kan risico's met zich meebrengen voor markten, deelnemers

en de stabiliteit van het financiële stelsel. Zoals opgemerkt, kan DeFi door automatisering en desintermediatie leiden tot efficiëntieverbeteringen en lagere kosten. Tegelijkertijd brengt DeFi een aantal risico's met zich mee voor markten en hun deelnemers. Deze risico's houden onder meer verband met overmatige volatiliteit en mogelijkheden voor marktmanipulatie. Ook zijn er governance-gerelateerde risico's, omdat het niet op voorhand duidelijk is welke entiteit kan worden aangesproken als er iets misgaat.⁴⁷ Grotere belangstelling van institutionele beleggers voor crypto-activa, in combinatie met het prominente gebruik van stablecoins in DeFi-protocollen, kan ertoe leiden dat de onderlinge verbondenheid tussen traditionele en gedecentraliseerde financiële markten toeneemt. Onder meer de ECB en de FSB⁴⁸ wijzen op de stabiliteitsrisico's die vervlechting van DeFi met het reguliere financiële stelsel met zich mee zouden kunnen brengen. De FSB onderscheidt vier mogelijke transmissiekanalen voor zogenoemde *spillovers*, namelijk: 1) via uitzettingen van financiële instellingen in crypto of gerelateerde activa, 2) door negatieve waarderingseffecten voor cryptobeleggers, 3) door negatieve vertrouwenseffecten die overslaan naar andere delen van het stelsel en 4) doordat de cryptomunt belangrijk is voor het betalingsverkeer. Of dergelijke spillovers zich daadwerkelijk kunnen gaan manifesteren hangt af van hoe zowel de cryptomarkten als de kruisverbanden tussen beide systemen zich verder ontwikkelen.

De opkomst van DeFi werpt uitdagingen voor toezichthouders

op. De opkomst van DeFi vereist omdenken van het conventionele toezicht dat een centrale, intermediaire instelling als aangrijpingspunt heeft. Een dergelijk helder aangrijpingspunt ontbreekt

bij DeFi: typerend voor decentrale systemen is immers dat er veelal geen juridische entiteit is die een toezichthouder kan aanspreken. Bovendien wordt naleving van regelgeving op bijvoorbeeld DeFi-protocollen belemmerd doordat deze geen duidelijk gedefinieerde geografische herkomst hebben, maar een wereldwijd bereik. Hierdoor is het moeilijk voor toezichthoudende autoriteiten om vast te stellen of activiteiten onder hun jurisdictie vallen. Daarnaast vormt de snelheid en het gemak waarmee aanbieders van gedecentraliseerde financiële dienstverlening van locatie kunnen veranderen in reactie op handhavingsacties van autoriteiten een uitdaging. Om tot een vorm van regulering en toezicht te komen zullen innovatieve methoden moeten worden ontwikkeld. Bij sommige DeFi toepassingen kan gekeken worden of er toch een bepaald niveau van centralisatie is waarop kan worden aangegrepen, zoals bijvoorbeeld de houders van *governance tokens* of een identificeerbare groep protocol-ontwikkelaars.⁴⁹ Ook kunnen mogelijkheden verkend worden voor zogenoemde *embedded regulation*, waarbij reguleringsvereisten in de DeFi-technologie zelf verankerd worden.⁵⁰

⁴⁷ 'Why Decentralised Finance (DeFi) Matters and the Policy Implications', OECD, januari 2022.

⁴⁸ 'Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets', Financial Stability Board, februari 2022.

⁴⁹ 'Decentralized Finance (DeFi) Policy-Maker Toolkit', World Economic Forum, juni 2022.

⁵⁰ 'Decentralised finance – a new unregulated non-bank system?', ECB, juli 2022.



1.4 Internationalisering

Financiële dienstverlening krijgt in toenemende mate een internationaal karakter, wat grensoverschrijdende problemen en risico's met zich meebrengt. De groeiende interne marktwerking binnen de Europese Economische Ruimte ondersteunt het toenemende internationale karakter van de financiële dienstverleningsmarkt. Deze ontwikkeling – in combinatie met digitalisering – maakt het voor aanbieders makkelijker om over de landsgrenzen financiële producten aan te bieden. Het aantal buitenlandse financiële dienstverleners dat via een Europees paspoort zijn diensten aanbiedt in Nederland neemt gestaag toe. Toename van het aanbod en de diversiteit aan aanbieders kunnen winst opleveren voor klanten en de maatschappij. Er zijn echter ook malafide aanbieders die bewust een lager gereguleerde omgeving (in het buitenland) gebruiken om ten koste van beleggers geld te verdienen. Zij gebruiken digitale platformen en social media om over landsgrenzen heen nieuwe doelgroepen met weinig beleggingservaring te bereiken. Het gaat hier in veel gevallen om beleggingen met zeer grote risico's, die de aanbieder niet of nauwelijks benoemt. Bovendien houden zij er regelmatig agressieve handelswijzen op na. Afgelopen jaar zagen wij vooral een toename van signalen van mensen die mogelijk misleid werden bij investeringen in crypto's en beleggingen in de internationale valutahandel.⁵¹

Opkomst van neobrokers

Internationalisering en digitalisering in beleggingsdienstverlening leiden tot het ontstaan van zogenaamde neobrokers. Dit zijn ondernemingen die op een laagdrempelige manier beleggingsdienstverlening aanbieden, vaak volledig digitaal, en sterk technologie-gedreven. Het voordeel van deze laagdrempelige dienstverlening kan zijn dat meer consumenten met voldoende financiële ruimte de weg naar beleggen weten te vinden. Uit AFM-onderzoek blijkt dat bij een aanzienlijke groep consumenten deze

financiële ruimte aanwezig is, maar dat zij desondanks niet beleggen.⁵² Het is dan wel van belang dat de betrokken brokers in het belang van de klant handelen.

Deze grensoverschrijdend opererende ondernemingen hebben veelal een verdienmodel met lage marges en hoge volumes. Als gevolg hiervan is schaal creëren heel belangrijk. Dit is één van de redenen waarom ze vaak 'grensoverschrijdend' opereren, in meerdere landen. Om klanten te trekken en aan zich te binden presenteren ze zich vaak als commissievrij of 'gratis'. Dit wil echter niet zeggen dat er voor klanten geen kosten zijn. Om beter te begrijpen waar prikkels en risico's zitten, hebben we een verkennend onderzoek gedaan naar de verdienmodellen van neobrokers. Ook doen we onderzoek naar sturing in de online keuzeomgeving, waarbij we ook een aantal neobrokers betrekken. In het verkennende onderzoek zien we dat vaak niet alle typen transacties commissievrij zijn, en ook niet die in alle typen instrumenten. Daar worden dan wel kleine bedragen voor gerekend. Daarnaast rekenen deze ondernemingen vaak valutakosten door. Dit zou een prikkel kunnen opleveren om hun klanten te beïnvloeden om (meer) transacties te doen, door het gebruik van allerlei beïnvloedingstechnieken, zoals sociale beïnvloeding, mails en notificaties in de app. Behalve directe inkomsten van klanten hebben deze brokers ook andere inkomstenbronnen. Als ze zelf orders uitvoeren, verdienen ze bijvoorbeeld op spreads (het verschil tussen bied- en laatkoers). Bieden ze eigen hefboomproducten aan dan ontvangen zij ook financieringskosten. Daarnaast kunnen er bijvoorbeeld inkomsten zijn uit het uitlenen van instrumenten van klanten (*securities lending*) of het aanbieden van effectenkrediet. Buitenlandse neobrokers kunnen daarnaast inkomsten hebben uit distributievergoedingen of *pfof* (*payment for order flow*), ofwel het verkopen van hun orderstroom aan een bepaalde beurs of *marketmaker*. Ook volgend jaar houdt dit onderwerp onze aandacht. We gaan hier onder andere met de sector over in gesprek.

⁵¹ 'Signalenmonitor voorjaar 2022', AFM, maart 2022.

⁵² 'Meer Nederlanders zouden kunnen beleggen in plaats van sparen', AFM, maart 2022.



Centrale informatieverstrekking op kapitaalmarkten

Invoering van een consolidated tape versterkt de centrale informatieverstrekking op gefragmenteerde Europese kapitaalmarkten.

Met tientallen (nationale) beurzen en handelsplatformen in verschillende landen is de Europese kapitaalmarkt gefragmenteerd.⁵³ Het voordeel hiervan is dat handelsplatformen met elkaar concurreren en dus de prikkel hebben om nieuwe innovatieve diensten aan te bieden en te streven naar lagere kosten. Een nadeel is echter dat er geen sprake is van centrale prijsvorming – dit speelt bijvoorbeeld als dezelfde effecten op meerdere platformen verhandeld worden – wat onder andere tot gevolg heeft dat het voor beleggers en investeerders moeilijk te controleren is of er bij afgesloten transacties sprake is van best execution. Daarom pleiten wij in het kader van de herziening van het MiFID/MiFIR-regime voor de implementatie van een consolidated tape – een elektronisch systeem met realtime post trade informatie over onder andere transacties, prijzen en volumes – voor aandelen en obligaties. Een consolidated tape leidt tot minder versnipperde (prijs)informatie op de Europese markten, helpt bij het creëren van een echte interne Europese markt en verbetert mogelijkheden van controle op executiekwaliteit (best execution) voor beleggers en investeerders.

Internationale toezichtcoördinatie

Het toenemende grensoverschrijdende karakter leidt tot meer Europese toezichtcoördinatie. De verdergaande internationalisering van zowel kapitaalmarkten als financiële dienstverlening zorgt ervoor dat internationale samenwerking steeds vaker een noodzakelijke randvoorwaarde is voor een effectieve aanpak van toezichtproblemen. Om grensoverschrijdende problemen beter gecoördineerd aan te pakken heeft de EU-mechanismen ontwikkeld om tot een betere Europese toezichtcoördinatie te komen. Deze ontwikkeling komt uitgebreider aan bod in paragraaf 1.6.

1.5 Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

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

Het vertrouwen in de financiële sector kan worden beschadigd als financiële ondernemingen bewust of onbewust betrokken zijn (geraakt) bij criminele activiteiten. Veel illegale activiteiten zijn niet uitvoerbaar zonder gebruik te maken van legale diensten zoals transport, opslag, vergunningen, huisvesting, en ook van financiële diensten. Die financiële diensten hebben vaak betrekking op het verhullen van de criminele herkomst van de opbrengsten: witwassen. Witwassen stelt criminelen onder andere in staat om illegale inkomsten te gebruiken voor financiering van nieuwe criminele activiteiten. Ook biedt het de mogelijkheid om met crimineel vergaard vermogen posities te verwerven in bonafide ondernemingen. Witwassen is een manifestatie van de bredere maatschappelijke problematiek van ondermijning, waarbij ondermijning verwijst naar allerlei vormen van criminaliteit die de grens tussen de bovenwereld, waaronder de financiële sector, en de onderwereld doen vervagen.

Digitalisering en internationalisering vergroten de mogelijkheden voor crimineel gedrag. Technologische ontwikkelingen en internationalisering van de financiële markten bevorderen de toegang van tal van nieuwe spelers op de financiële markten. Ook criminelen zijn creatief in het benutten van kansen die technologie, digitalisering en grensoverschrijdende structuren bieden. Dit zien we onder andere terug in het toenemende bereik van buitenlandse malafide aanbieders van beleggingsproducten (zie ook paragraaf 1.4). Dergelijke malafide activiteiten hebben grote impact op (groepen) slachtoffers die hiervan schade ondervinden.

⁵³ Als gevolg van brexit hebben zich veel nieuwe kapitaalmarktondernemingen in Nederland gevestigd, zoals grote handelsplatformen, handelaren voor eigen rekening, benchmarkpartijen en investeringsmaatschappijen. Dit heeft het belang van Amsterdam als handelscentrum toenemen en van het AFM-toezicht binnen Europa doen toenemen (zie ook: [Trendzicht 2022](#), AFM, november 2021).



Poortwachtersfunctie

Financiële instellingen fungeren als poortwachter. Financiële ondernemingen hebben een belangrijke functie in het voorkomen van witwassen, terrorismefinanciering en ander crimineel gedrag. Zij vervullen een poortwachtersfunctie om te voorkomen dat criminelen illegaal verkregen vermogen in het financiële stelsel brengen of dit stelsel gebruiken voor het verrichten van illegale activiteiten. Voor deze poortwachters is een voldoende beheersing van integriteitsrisico's belangrijk om te voorkomen dat ze betrokken raken bij crimineel gedrag, zoals (fiscale) fraude of corruptie. Gezien deze poortwachters- en controlerol is het belangrijk dat ondernemingen die onder toezicht staan voldoen aan de relevante wet- en regelgeving.⁵⁴ De aanhoudende politieke en maatschappelijke aandacht voor witwassen en terrorismefinanciering zorgen voor grotere druk op de poortwachtersfunctie. De ingevoerde sancties⁵⁵ naar aanleiding van de Russische inval in Oekraïne voeren deze druk verder op. Uit een evaluatie van de Financial Action Task Force (FATF) blijkt dat Nederland de afgelopen jaren belangrijke vooruitgang heeft geboekt in zijn aanpak van witwassen en financiering van terrorisme. De FATF beschouwt de binnenlandse samenwerking en coördinatie op zowel beleids- als operationeel niveau als een kernkwaliteit van de aanpak. Een ander positief punt dat naar voren komt is een goede samenwerking met private partijen en de non-profit sector.⁵⁶

Informatiepositie AFM en samenwerking ketenpartners

De AFM zet in op onder meer een betere informatiepositie en samenwerking met ketenpartners. Wij blijven ons inzetten voor het toezicht op het voorkomen van witwassen en terrorismefinanciering en de naleving van de

sanctiewet. In Europees verband werken wij mee aan het verder versterken van dit toezicht en aan toezichtconvergentie. Daarnaast versterken wij onze informatiepositie met betrekking tot crimineel gedrag. Goede informatie is een voorwaarde om de risico's goed te analyseren en patronen te ontdekken, zodat wij de juiste prioriteiten kunnen stellen met betrekking tot het aanpakken van de financiële criminaliteit. Daarnaast blijft de samenwerking met ketenpartners van groot belang. Financiële criminaliteit kan zowel nationaal als internationaal alleen met gebundelde krachten aangepakt worden. Nationaal blijft de samenwerking in het Financieel Expertise Centrum (FEC) relevant voor een goede informatie-uitwisseling en vergroten van de synergie in de aanpak van crimineel gedrag in de financiële sector. Een voorbeeld hiervan is een project dat gericht is op het vergroten van kennis bij FEC-partners en marktpartijen over witwassen via Nederlandse beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen.⁵⁷

1.6 Toezichtlandschap

Internationalisering van toezicht

Meer Europese toezichtcoördinatie leidt tot meer Europese invloed op de prioriteiten van nationale toezichthouders. Financiële markten worden steeds meer grensoverschrijdend, dat geldt zowel op het terrein van de van oudsher al meer internationaal verweven kapitaalmarkten als voor financiële dienstverlening en consumentenmarkten (zie paragraaf 1.4). Enerzijds wordt dat gedreven door de mogelijkheden die digitalisering biedt. Anderzijds door steeds verdergaande harmonisatie van regelgeving. Dat betekent dat

⁵⁴ De AFM houdt toezicht op basis van de Wet op het financieel toezicht (Wft), de Sanctiewet 1977 (Sw), de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme (Wwft) en de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme BES (Wwft BES). Op grond van de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta) voert de AFM ook integriteitstoezicht uit op accountantsorganisaties.

⁵⁵ De AFM is op grond van de Sanctiewet 1977 belast met het toezicht op de naleving van de sanctieregelgeving met betrekking tot het financieel verkeer. Beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen vallen onder het toezicht van de AFM. Partijen dienen te voorkomen dat zij in strijd handelen met sanctieregelingen. In strijd handelen met sanctieregelingen is een economisch delict en daarom strafbaar. Gezien de situatie in Oekraïne is het sanctieregime door de Europese Unie (EU) gewijzigd ten aanzien van beperkende maatregelen met betrekking tot acties die de territoriale integriteit, soevereiniteit en onafhankelijkheid van Oekraïne ondermijnen of bedreigen.

⁵⁶ 'FATF beoordeelt Nederland positief in evaluatie aanpak witwassen', Rijksoverheid, augustus 2022.

⁵⁷ 'FEC jaarplan 2022', FEC, 2022.



toezichtproblemen en –oplossingen ook steeds meer grensoverschrijdend zijn. Het toezicht op de financiële markten is echter nog voornamelijk nationaal georganiseerd. Om grensoverschrijdende problemen beter en gecoördineerd aan te pakken heeft de EU daarvoor binnen sectorale regelgeving mechanismes ontwikkeld waarin bevoegdheden tussen nationale toezichthouders (de ‘home’ toezichthouder als vergunningverlener en de ‘host’ toezichthouder in het land waar een product of dienst worden aangeboden) worden verdeeld. Het gevolg hiervan is dat er een steeds grotere Europese invloed komt op de prioriteiten van nationale toezichthouders. In onder meer ESMA-verband zetten wij ons in voor het bevorderen van toezichtconvergentie, die er in de kern op gericht is om ervoor te zorgen dat overal in de Europese Unie dezelfde uitkomsten van het toezicht mogen worden verwacht, ongeacht waar een instelling gevestigd is.

De Europese Commissie (EC) geeft met nieuwe regelgeving uitvoering aan prioriteiten in haar beleidsagenda.

Een aantal van deze prioriteiten heeft invloed op de financiële sector en ons toezicht. Wij hebben in dit kader onder meer te maken met vergaande nieuwe regelgeving op het gebied van verduurzaming (zie paragraaf 1.2) en digitalisering (zie paragraaf 1.3). Een overzicht van de voor ons belangrijkste Europese regelgevingstrajecten is terug te vinden in Box 3. Onder andere via haar inbreng in Europese koepelorganisaties van toezichthouders als ESMA, EIOPA en EBA, behartigen wij actief de Nederlandse (toezichts)belangen in de Europese discussies over dit brede scala aan nieuwe regelgeving.

Pensioentoezicht

Het nieuwe pensioenstelsel treedt naar verwachting per 1 juli 2023 in werking. Momenteel ligt het Wetsvoorstel toekomst pensioenen voor ter behandeling in de Tweede Kamer. De lagere regelgeving is in april 2022 door het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid (SZW) geconsulteerd. We hebben in augustus 2022 onze toezichttoets met SZW gedeeld waarin enkele relevante thema’s nogmaals onder de aandacht zijn gebracht, zoals het belang van goede informatieverstrekking aan deelnemers over de persoonlijke gevolgen van de transitie en het invaren. Voor ons betekent het nieuwe pensioenstelsel een uitbreiding van de rol als gedragstoezichthouder.

Onder meer door het toezicht op het risicopreferentieonderzoek dat pensioenuitvoerders onder deelnemers moeten gaan uitvoeren, de verplichting voor uitvoerders om voorafgaand aan de omzetting van de pensioenen een communicatieplan op de website te plaatsen en de nieuwe wettelijke normen op het gebied van keuzebegeleiding, klachtenprocedures en opdrachtbevestiging. Om de nieuwe toezichttaken in goede banen te kunnen leiden hebben we de ministeries van Financiën en SZW verzocht om een uitbreiding van de capaciteit, waarmee de Ministers akkoord zijn en de Kamer over is geïnformeerd. Binnen onze organisatie worden momenteel veranderingen doorgevoerd om het toezicht hierop voor te bereiden. Onderdeel daarvan is ook de samenwerking tijdens transitie met DNB op een aantal toezichtraakvlakken te verstevigen. Ter bevordering van een efficiënte en tijdige overgang stemmen beide toezichthouders hun planning en werkzaamheden, ieder vanuit eigen mandaat, op elkaar af. Tot slot blijven we in gesprek met de sector om op te halen waar behoefte is aan nadere guidance door ons.

Toezicht op accountantsorganisaties

De uitvoering van het toezicht op de ruim 260 accountantsorganisaties met een reguliere vergunning (AO’s-RV) is per 1 januari 2022 overgegaan naar de AFM. Het jaar 2022 staat overwegend in het teken van het leren kennen van dit deel van de sector, de opbouw van een datapositie en het opdoen van ervaring met een vernieuwde methodologie voor risicogebaseerd toezicht op accountantsorganisaties. De accountancysector zit net als het toezicht eveneens in een veranderingsproces. In meerdere rapporten, waaronder van de AFM, is geconstateerd dat de accountancysector te maken heeft met negatieve prikkels, die een belemmering vormen voor de borging van een hoge kwaliteit van wettelijke controles. Daarom zijn diverse aanbevelingen gedaan om de verslaggevingsketen te versterken en daarmee de kwaliteit van wettelijke controles duurzaam te verhogen. Een deel van deze aanbevelingen is omgezet in een wetsvoorstel dat medio 2021 is geconsulteerd en naar verwachting in 2024 in werking zal treden.



Box 3. Overzicht belangrijkste Europese regelgevingstrajecten

Bij het schrijven van Trendzicht lopen er diverse Europese regelgevingstrajecten op Level 1 niveau die mogelijk impact hebben op de AFM en/of marktpartijen. In deze box worden de belangrijkste regelgevingstrajecten uitgelicht. Een aantal van deze trajecten is ook op andere plekken in Trendzicht aan de orde gesteld.

- **DORA** (Digital Operational Resilience Act) is een Europese verordening die als primair doel heeft het beheersen van systeemrisico en daarmee het daaruit voortvloeiend consumenten en beleggersrisico. DORA stelt uniforme eisen aan financiële instellingen op het gebied van onder andere ICT-risicomanagement, ICT-gerelateerde incidentmeldingen, beheersing van ICT-risico's bij uitbesteding naar derden en bevat een Europees oversight raamwerk voor critical third-party providers (CTPP's), zoals Amazon en Google. DORA gaat gelden voor instellingen die Europees gereguleerd zijn. Zo gaat DORA gelden voor onder andere handelsplatformen, centrale tegenpartijen, kredietinstellingen, beleggingsondernemingen en -instellingen.
- **MiCAR**. In juli 2022 is een akkoord bereikt over de Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCAR), dat omstreeks 2024 van kracht zal zijn en dat zal veranderingen met zich meebrengen. Met de komst van MiCAR komt een deel van de crypto assets onder toezicht. De verordening geeft regels voor bepaalde uitgaven van crypto's of tokens en crypto-dienstverlening voor zover die niet al onder andere regelgeving, bijvoorbeeld MiFID II, valt. Voor een crypto of token die kwalificeert als financieel instrument blijft MiFID II dus van toepassing en niet MiCAR. Crypto's, tokens en afgeleide producten kunnen diverse financiële functies hebben. Per geval zal moeten worden beoordeeld hoe iets kwalificeert en welke regelgeving van toepassing is.
- **Aanpassing MiFID/MiFIR**. Het voorstel voor de herziening van MiFIR ziet voornamelijk op aanpassing van de regels rond de handel in financiële instrumenten en transparantie bepalingen met betrekking tot deze handel (MiFIR). MiFID wordt vrijwel niet aangepast. Het voorstel maakt onder andere een consolidated tape mogelijk en behelst een verbod op Payment For Order Flow. Grootste impact op het AFM-toezicht zit waarschijnlijk in het toezichthouden op de data quality zoals aangeleverd voor de toekomstige Consolidated Tape providers. De onderhandelingen in Brussel lopen nog.
- **SFDR**. De Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) is sinds 2021 van kracht. Deze heeft als doel om beleggers meer inzicht te geven in duurzaamheidsrisico's en de duurzaamheid van financiële producten beter vergelijkbaar te maken. Daarnaast is het ook bedoeld om greenwashing, wanneer instellingen zich groener voordoen dan ze daadwerkelijk zijn, tegen te gaan. Het is dan wel van belang dat er een eenduidige definitie bestaat over wat duurzaam is, zodat marktpartijen en producten onderling vergelijkbaar zijn. Daartoe wordt een EU Taxonomie ontwikkeld, waarvan een deel sinds begin 2022 van kracht is. De politiek verhitte discussie lopen nog steeds over onder andere de vraag of kernenergie en gas als duurzaam moeten worden gezien.
- **CSDR**. De Central Securities Depositories Regulation: op 16 maart 2022 heeft de Europese Commissie het voorstel voor wijziging van de CSDR gepubliceerd. De CSDR bevat regels voor een geharmoniseerd toezicht op centrale bewaarbedrijven. De onderhandelingen in Brussel lopen nog.
- **CSRD**. Om de transparantie rondom duurzaamheid en andere niet-financiële zaken te versterken heeft de Europese Commissie op 21 april 2021 een wetsvoorstel ter herziening van de Non-Financial Reporting (NFRD) gepubliceerd, en daarbij gekozen voor



een nieuwe naam voor deze richtlijn: de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). De CSRD verbreedt de reikwijdte van de NFRD door de niet-financiële transparantie-eisen verplicht te stellen voor meer soorten ondernemingen. Daarnaast schrijft de CSRD voor dat er een eenduidige verslaggevingsstandaard wordt opgesteld in Europa die duidelijk maakt op welke manier over niet-financiële informatie moet worden gerapporteerd. De onderhandelingen in Brussel lopen nog.

- **CSDDD** (Corporate Sustainability Due Diligence Directive). Dit voorstel heeft tot doel om internationaal maatschappelijk verantwoord ondernemen door grote Europese bedrijven verplicht te stellen en zo problemen op het gebied van mensenrechten, arbeidsrechten en milieu binnen hun wereldwijde waardeketens te verminderen. De lidstaten moeten naar verwachting in 2025 de CSDDD hebben geïmplementeerd.
- **ESAP** (European Single Access Point). Dit betreft een aanpassing van 16 richtlijnen en 21 verordeningen, op basis waarvan financiële en niet-financiële informatie van ondernemingen (zoals jaarverslagen en prospectussen, informatie over financiële instrumenten en duurzaamheidsinformatie), in het bijzonder het MKB (midden- en kleinbedrijf), via centrale databases zichtbaarder gemaakt worden voor investeerders zodat toegang tot (grensoverschrijdende) kapitaalmarktfinanciering wordt vergemakkelijkt. De onderhandelingen in de trilog worden opgestart in de tweede helft van 2022.
- **AML/CFT** (Anti-Money Laundering/Combating the Financing of Terrorism). In juli 2021 publiceerde de Europese Commissie een pakket wetgevende voorstellen op het gebied van anti-witwassen en bestrijding van het financieren van terrorisme. Een van de voorstellen zet in op de oprichting van een nieuw agentschap,

namelijk de Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism, kortweg AMLA. De Europese Commissie voorziet de oprichting van de AMLA in 2023, volledige bezetting eind 2025, en de uitoefening van direct toezicht door AMLA vanaf begin 2026. Er is een akkoord over de oprichting van de AMLA. De onderhandelingen over de AMLR/AMLD lopen nog.

- **AIFMD/UCITS**. De AIFMD-richtlijn wordt herzien. Ook zullen enkele bepalingen uit de UCITS-richtlijn worden herzien om deze gelijk te trekken met de wijzigingen in de AIFMD. Beide richtlijnen bevatten regels voor fondsen (AIFMD voor professionele beleggers en UCITS voor retailbeleggers). De herziening van de AIFMD blijft beperkt tot de onderwerpen: delegatie, liquiditeitsmanagement, toezichthouderrapportage, bewaarneming en loan origination door AIFMD-fondsen. De onderhandelingen lopen nog.
- **ELTIF** (European Long-term Investment Fund). De ELTIF-verordening is een Europees raamwerk/label voor AIFMD-fondsen die beleggen in specifieke (duurzame) lange termijn investeringen. AIFs die voldoet aan de voorwaarden van de ELTIF-Verordening zijn toegestaan het ELTIF-label te voeren. De wijzigingen zien op o.a. op de strikte fondsregels (o.a. minder barrières voor retailbeleggers) en verruiming van de scope van toegestane assets en investeringen waarin een ELTIF mag beleggen. De onderhandelingen lopen nog.
- **Retail Investment Strategy**. Deze strategie is benoemd als speerpunt door de Europese Commissie. Publicatie van de strategie heeft nog niet plaatsgevonden. Naar verwachting gebeurt dit in de eerste helft van 2023. Als AFM zetten wij onder andere in op: 1. belang van de online keuzeomgeving, 2. een algeheel provisieverbod voor beleggingsproducten en -diensten, en 3. effectievere samenwerking en convergentie van toezicht. Dit zal een politiek zeer gevoelig dossier worden.



- **CCD.** De Consumer Credit Directive (CCD) wordt herzien. De groeiende digitalisering vraagt om een modernisering en versterking van de bescherming van de consument op Europees niveau. Daarbij wordt onder andere gekeken naar een uitbreiding van de scope naar nu nog ongereguleerde kredietvormen zoals 'buy-now-pay-later' producten, duidelijkere pre-contractuele informatie en een verplichting consumenten te beschermen tegen buitensporige tarieven. De onderhandelingen lopen nog.
- **Artificial Intelligence (AI) Verordening.** De Europese Commissie heeft een voorstel voor een rechtskader gelanceerd voor betrouwbare AI. Het voorstel is gebaseerd op de waarden en grondrechten van de EU en heeft tot doel mensen en andere gebruikers het vertrouwen te geven om op AI gebaseerde oplossingen te omarmen en bedrijven aan te moedigen deze te ontwikkelen. In gevallen waar gebruik wordt gemaakt van door de Verordening aangewezen hoog risico-toepassingen geldt het AI-raamwerk. De AFM kan zelf bij gebruik van bepaalde AI-toepassingen worden geraakt door de Verordening, maar ook kunnen instellingen onder AFM-toezicht worden geraakt, bijvoorbeeld instellingen die voor hun credit scoring AI toepassen. Over dit nieuwe raamwerk wordt momenteel nog volop onderhandeld in Brussel.

02

Risicokaarten





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

De risicokaarten zijn een middel waarmee de ontwikkelingen in de externe omgeving van de AFM worden vertaald naar concrete toezichtrisico's. De risicokaarten geven daarmee een overzicht van belangrijke risico's per toezichtgebied. De concrete implicaties van de risico's voor onze toezichtactiviteiten worden uitgewerkt in de jaarplannen van de toezichtafdelingen en daarna in het verlengde in de Agenda 2023. Jaarplannen en Agenda gaan ook verder in op het doorlopende toezicht en het toezicht aan de poort. De risicokaarten zijn een momentopname en hebben niet de intentie een volledig overzicht van alle risico's te bieden. Ze geven belangrijke risico's weer zoals wij die nu zien, maar deze zullen vanzelfsprekend evolueren, omdat de omgeving waarin de financiële sector en de AFM opereren continu in beweging is.

In de risicobeschrijvingen komen de verschillende elementen van het risico – ontwikkelingen, oorzaken en ongewenste uitkomsten – samen. Ieder risico wordt ook nog met een samenvattend trefwoord aangeduid. In aparte kolommen worden de 'drijvers' en het 'belang' van het risico geduid:

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

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

2.1 Risicokaart Financiële dienstverlening

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

Macro-economisch klimaat

De hoge inflatie en – in het kielzog daarvan – de stijgende rente werken op verschillende manieren door op het financiële welzijn van huishoudens. De hoge inflatie zal het meest merkbaar zijn aan de dalende koopkracht voor nagenoeg iedereen en raakt de kwetsbare consumenten bijzonder hard



(zie ook paragraaf 1.1). Door de dalende koopkracht zullen achterstanden op kredietverplichtingen toenemen en mogelijk duurdere alternatieven, zoals leaseproducten en *buy-now-pay-later* verder in zwang raken. Hiermee zal op de langere termijn de financiële druk voor deze groep nog verder toenemen. Dit ondanks dempende maatregelen van de overheid en langzaam stijgende lonen. De druk wordt nog verder vergroot door de stijgende rente waardoor rentelasten voor kortlopend krediet nu al oplopen en hypotheeklasten zullen stijgen na een toekomstige renteherziening. Naarmate de inflatie (en daarmee de rente) langer hoog blijft, zal dit in toenemende mate gevolgen hebben voor het financiële welzijn voor een grote groep consumenten. De stijgende rente werkt ook door in de ontwikkeling van de huizenprijzen. Een zich voortzettende daling van de huizenprijzen kan een aanzienlijke impact op huishoudens hebben.

Pensioenen

De pensioentransitie is complex en heeft ingrijpende gevolgen. Met de overgang naar nieuwe premieregelingen worden meer risico's en onzekerheden bij deelnemers gelegd. Het is daarom van belang dat bij de vormgeving van het nieuwe pensioenstelsel het perspectief van de deelnemer niet uit het oog mag worden verloren. Dit geldt zowel bij de totstandkoming van de nieuwe regeling, waarbij o.a. rekening moet worden gehouden met de risico's die deelnemers willen en kunnen dragen, als de transitie en de daadwerkelijke omzetting van het pensioen (invaren). Op het moment dat de individuele deelnemers niet voldoende en niet tijdig worden meegenomen in wat de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel voor hen persoonlijk en hun pensioengelden betekent, ontstaat het risico op onrealistische verwachtingen en uiteindelijk verlies van draagvlak en vertrouwen.

In het nieuwe stelsel neemt het belang van goede keuzebegeleiding toe. Deelnemers krijgen de keuze om op pensioendatum max. 10% van hun pensioen op te nemen (bedrag ineens). Daarnaast zullen in het nieuwe pensioenstelsel meer deelnemers de keuze moeten maken tussen minder en meer risicovolle beleggingsmixen, en tussen een vaste of variabele uitkering. Het maken van pensioenkeuzes is complex en gaat niet vanzelf

goed. Pensioenkeuzes zijn onomkeerbaar en kunnen grote gevolgen hebben voor het pensioeninkomen, waardoor een goede begeleiding essentieel is.

In de voorbereiding naar de transitie is een extra punt van aandacht de kwaliteit van pensioenadministraties en de vertaalslag naar de communicatie. Administraties die niet tijdig op orde zijn, leiden tot fouten in de omzetting van pensioenen. Het achteraf (na invaren) detecteren en herstellen van deze fouten is een zeer kostbaar en moeizaam proces. Daarnaast ontvangen wij signalen over het verstrekken van onjuiste informatie aan deelnemers, waardoor verkeerde verwachtingen over het pensioen (bedrag) worden gewekt.

Verduurzaming

Duurzaamheid staat hoog op de politieke agenda en de maatschappelijke wens dat ook op de financiële markten vaart wordt gemaakt met de duurzaamheidstransitie is onmiskenbaar. Dit zien we terug in grote hoeveelheden nieuwe duurzaamheidsregelgeving gericht op de dienstverlening van financiële ondernemingen. De regelgeving richt zich voornamelijk op het verbeteren van transparantie over duurzaamheidsrisico's en -impact, en de aansluiting van producten bij de duurzaamheidswensen van klanten. We zien ook een sterke prikkel in de markt om tegemoet te komen aan de duurzaamheidsvraag van klanten. Er is een duidelijke push naar duurzame producten gaande en veel financiële instellingen profileren zich op duurzaamheidsgebied.

Greenwashing is bij het aanbieden van duurzame financiële producten een aandachtspunt. Instellingen spelen mogelijk in op de perceptie van duurzaamheid, zonder dat de propositie ook daadwerkelijk fundamenteel bijdraagt aan duurzaamheid. Dit risico speelt bijvoorbeeld bij beleggingsproducten. Definitie- en transparantie-issues aan de aanbodkant en een 'groene bias' aan de vraagkant dragen hieraan bij.

De duurzaamheidstransitie heeft ook invloed op de financiële weerbaarheid van consumenten. Consumenten zijn kwetsbaar voor risico's die verband houden met duurzaamheid, zoals negatieve waardeschokken



van beleggingen als gevolg van klimaatverandering en aangescherpte milieuregels. Verzekeringsmaatschappijen kunnen te maken krijgen met toenemende schadeclaims als gevolg van extreem weer. Een niet te onderschatten risico voor consumenten is daarbij de groeiende onverzekerbaarheid van klimaatrisico's en potentiële schuldproblematiek voor huiseigenaren als gevolg van klimaatschade of de noodzakelijke verduurzaming van woningen.

Digitalisering

Eenvoudige toegang en bedieningsgemak komen met een prijs. Financiële keuzes hebben een forse uitwerking op huishoudens en weloverwogen keuzes moeten worden gemaakt. Dit vraagt om een kritische houding en reflectie. In de digitale omgeving wordt het steeds eenvoudiger om een frictieloze omgeving te creëren waarin de consument met subtiele *nudges* bewogen wordt. Op elk moment van de dag direct online aankopen kunnen doen en achteloos klikken op betaling achteraf. Of, gevoelig voor succesverhalen van gelijkgestemden en influencers, spontaan beleggen in, bijvoorbeeld, exotische of crypto-gerelateerde producten om de hype van de dag niet te missen. De meerwaarde van dit gemak kunnen huishoudens elke dag ervaren. Maar er schuilt ook een risico. Het gemak wordt zo groot dat het te makkelijk wordt; het gemis van frictie waardoor onvoldoende kritische reflectie plaatsvindt of inwinning van advies achterwege blijft bij prijsgedreven consumenten die kiezen voor execution only.

Niet iedereen ervaart de toegang tot financiële dienstverlening als gemakkelijk of gelijk. Onze voornaamste zorg is dat bepaalde groepen huishoudens hun weg niet kunnen vinden, bijv. door beperkte vaardigheden (digibeeet in combinatie met afname van fysieke kantoren) of taalbarrières. Daarnaast kunnen bepaalde klanten feitelijk geweerd worden door klantspecifieke beprijzing van de verzekeraar (personalised pricing) of door banken als gevolg van het imago dat aan hun bedrijfstak kleeft; deze klanten worden te duur door Wwft-controles. Gebrekkige toegang in de vorm van onverzekerbaarheid vindt ook plaats als gevolg van klimaatverandering. Zo is verzekeren tegen funderingsschade (verzakkingen) of overstromingen niet meer mogelijk, terwijl dit probleem steeds belangrijker wordt. Deze

verschillende vormen van ontoegankelijkheid kunnen bepaalde groepen huishoudens kwetsbaarder maken.

Internationalisering

Internationale marktdynamiek leidt niet altijd tot uitkomsten die in het belang van de klant zijn. De gedachte van een Europese markt en internationale concurrentie is dat dit bijdraagt aan het financieel welzijn van huishoudens. Deze gedachte gaat niet altijd op in de financiële dienstverlening. We zien dit bijvoorbeeld bij internationaal opererende brokers die, op zoek naar meer omzetvolume, retailbeleggers prikkels bieden om veel transacties te verrichten. Ze doen dit door stevig te concurreren op basis van zero-commission en ogenschijnlijk goedkoop te zijn. Maar veel handelen is zeker niet altijd in het belang van de retailbelegger. Dit risico, dat concurrentie niet leidt tot uitkomsten die in het belang zijn van de klant, maakt het belangrijk om systematisch te analyseren in welke mate de eigenschappen van een bepaalde markt en de wijze waarop er wordt geconcurrereerd, bijdraagt of juist afbreuk doet aan het klantbelang. Digitalisering maakt het samen met de toenemende internationalisering voor aanbieders makkelijker om over de landsgrenzen financiële producten aan te bieden. Ook malafide aanbieders, al dan niet met een Europees paspoort vanuit een andere EU-lidstaat, benaderen consumenten steeds doelgerichter via internet en apps. Daarbij spelen ook de beperkingen van nationaal toezicht in een internationale markt en het zwakke aangrijpingspunt op grensoverschrijdende spelers. In deze context pleiten we voor harmonisatie van wet- en regelgeving binnen Europa.

Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

Randvoorwaarden voor groei van onder meer beleggingsfraude zijn aanwezig. Beleggingsfraude met als doel huishoudens te benadelen is een voorbeeld van crimineel gedrag. Met de toestroom van nieuwe beleggers en het makkelijk online kunnen handelen, zijn op dit moment de randvoorwaarden voor beleggingsfraude in belangrijke mate aanwezig.



Risicokaart financiële dienstverlening

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Pensioen(transitie)	De pensioen transitie is complex en wekt onrealistische verwachtingen over het pensioen van deelnemers doordat de informatie niet correct, duidelijk, tijdig en evenwichtig is. De pensioenregeling sluit niet aan bij de risico's die deelnemers kunnen en willen dragen. Gebrekkige pensioenadministratie leidt tot fouten in omzetting, in de transitie en bij levensgebeurtenissen. Huishoudens nemen door gebrek aan inzicht suboptimale beslissingen bij de keuze voor een eenmalige lumpsum uitkering bij pensionering of wenden zich tot risicovolle producten en/of minder betrouwbare aanbieders.	Nieuwe wetgeving	 
2	Overkreditering	Hoge leningen (hypothecair, consumptief) maken consumenten kwetsbaar in geval van daling koopkracht, verandering persoonlijke omstandigheden en rentestijging. Huishoudens, flex'ers, midden- en kleinbedrijven die geraakt worden door koopkrachtverlies zijn vatbaar voor alternatieve financiering, zoals flitskrediet, <i>buy-now-pay-later</i> en vormen van (private) lease. Toenemend gebruik van uitzonderingen op de leennorm bij hypotheek vergroot financiële kwetsbaarheid van huishoudens.	- Hoge inflatie - Stijgende rente	 
3	Kerende markten	De huidige koersen (aandelen, obligaties, crypto's) veren niet terug en leidt aan de kant van de retailbelegger tot lage uitkering bij beleggingsverzekeringen en -hypotheek, financiële schade door risicovol beleggen met geleend geld of in de toekomst benodigd geld, en vertrouwensverlies. Beleggingsondernemingen beperken gevolgen omzetverlies door agressieve marketing en hebben minder aandacht voor het klantbelang.	- Stijgende rente - Toezichtarbitrage - Margedruk	 
4	Suboptimaal keuzegedrag	De keuzeomgeving bij online beleggingsondernemingen en opzwepende verhalen door influencers verleiden beleggers tot suboptimaal gedrag, zoals te veel handelen of te weinig risicospreiding, en daarmee tegenvallende resultaten of (onbewust) zeer risicovol beleggen. Huishoudens verzekeren zich niet voor risico's die ze zelf (of nabestaanden) niet kunnen dragen (vroegtijdig overlijden, uitvaart, arbeidsongeschiktheid, baanverlies, ziekte). Een vergelijkbaar patroon zien we bij bedrijven (bv. cyberverzekeringen).	Digitalisering (gamification, influencers en social media)	 
5	Bedieningsgemak	Door digitalisering zijn veel producten eenvoudig, frictieloos en snel toegankelijk, waardoor klanten onvoldoende nadenken en vergelijken bij het maken van impactvolle financiële keuzes, zoals het aangaan van krediet of execution only beleggen in exotische en/of crypto-gerelateerde instrumenten. Het bedieningsgemak heeft ook een keerzijde waarbij digitalisering leidt tot verminderde toegankelijkheid voor groepen (onder wie ouderen, laaggeletterden en migranten) die digitaal minder vaardig zijn.	Digitalisering	 

LEGENDA

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



Risicokaart financiële dienstverlening

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Verminderde toegang tot financiële producten	Schade ten gevolge van klimaatverandering wordt in toenemende mate onverzekerbaar, zoals met betrekking tot overstromingen, excessief weer en bodemdaling. Verwachtingen van huishoudens zijn hier niet mee in lijn. Toenemende risicoselectie en bijbehorende premiestelling maken bepaalde risico's nauwelijks meer verzekerbaar. Uitvoering Wwft en Sanctiewet beperkt toegankelijkheid tot financiële dienstverlening voor bonafide individuen, organisaties en sectoren.	- Klimaatverandering - Digitalisering (AI/big data) - Aangescherpte wetgeving	 
7	Consolidatie FD-partijen	Door consolidatie in de FD-markt staat de kwaliteit van dienstverlening in de FD-markt onder druk. Kleine, zelfstandige dienstverleners hebben moeite continuïteit en kwaliteit van dienstverleningen te garanderen, vanwege concurrentiedruk, regelgeving en benodigde nieuwe investeringen. Geconsolideerde en/of snelgroeiende dienstverleners hebben control, assurance en compliance niet op orde. Overname door investeerders / private equity leidt tot beperkter aanbod van financiële diensten en bezuiniging op klantcontact.	- Margedruk - Toenemende wetgevingseisen	 
8	Greenwashing	Instellingen vermarkten hun producten onder de noemer van duurzaamheid, zonder dat achterliggende activiteiten en/of investeringen aan duurzaamheid bijdragen.	- Verduurzaming - Nieuwe wetgeving	 
9	Crimineel gedrag beleggen	Partijen op de beleggingsmarkt die niet onder (regulier) toezicht vallen (geregistreerde beheerders, vrijgestelde aanbieders, influencers) en partijen die zich aan toezicht onttrekken (illegale beheerders en beleggingsondernemingen) vertonen crimineel gedrag en benadelen beleggers met misleidende (beleggings)aanbevelingen en frauduleuze beleggingen. Door digitalisering (apps, crypto's), internationalisering en de toenemende belangstelling voor zelfstandig beleggen neemt het aanbod en het bereik richting (onervaren) beleggers toe.	- Digitalisering - Internationalisering	 
10	Crimineel gedrag financiële dienstverlening	De verhitte huizenmarkt, stijgende inflatie en sterk stijgende energieprijzen maken consumenten mogelijk vatbaarder voor benadeling als gevolg van niet-passende, cq illegale financiële dienstverlening, zoals flitskredieten. Daarnaast zouden deze omstandigheden een voedingsbodem kunnen vormen voor consumenten in kwetsbare situaties die een uitvlucht zoeken in bijvoorbeeld hypotheek- of verzekeringsfraude (waar een financieel dienstverlener al dan niet aan meewerkt).	- Stijgende rente - Hoge inflatie	 

LEGENDA

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



2.2 Risicokaart Kapitaalmarkten

Onze doelstellingen – het borgen van integer handelsgedrag en robuuste en transparante kapitaalmarkten – zijn vrij onveranderlijk. Daarmee is er continuïteit in de typen risico's waarop we toezien. Denk bijvoorbeeld aan het risico op marktmisbruik, uitval van kritieke infrastructuur of tekortschietende informatieverstrekking door uitgevende instellingen. De doelstellingen mogen vrij onveranderlijk zijn, de bredere omgeving en kapitaalmarkten zelf zijn volop in beweging. We zien de toegenomen onzekerheid en hoge volatiliteit als belangrijke nieuwe ontwikkeling. Daarnaast blijven de trends van verduurzaming en digitalisering doorwerken op kapitaalmarkten. Zo neemt de behoefte aan correcte ESG-informatie toe en krijgen we als toezichthouder meer handvatten om de 'digitale operationele weerbaarheid' van instellingen te controleren. Onze analyse heeft dit jaar geresulteerd in zeven specifieke risico's.

Macro-economisch klimaat

Grote koersschommelingen kunnen de ordentelijke werking van markten verstoren. Met name macro-economische omstandigheden (hoge inflatie vooral gedreven door energieprijzen, krappere monetair beleid en stijgende markttrenten), maar ook geopolitieke spanningen zorgen voor onrust op kapitaalmarkten. Dit heeft abrupte en forse marktbewegingen als gevolg. Het is de vraag of kapitaalmarkten in staat blijven om deze schokken gedegen te absorberen. Het effect van deze buitengewone omstandigheden en hoge volatiliteit op de gedragingen van marktparticipanten en de werking van infrastructuur is lastig te voorspellen. *Winter is coming*, maar het is onduidelijk of we aan de vooravond staan van een lange recessie of dat de economie zich redelijk snel kan herstellen. Dit bemoeilijkt de analyse. We onderscheiden vijf mogelijke gevolgen van grote koersschommelingen:

A. Liquiditeitsverschaffers trekken zich uit risicobeheersingsoverwegingen terug uit de markt bij een grote prijsschok. Dit heeft een zelfversterkend effect, want prijschommelingen worden verder uitvergroot bij afname van liquiditeitsverschaffers.

- B. Handelsalgoritmes functioneren niet beheerst en integer in onvoorziene marktomstandigheden. Juist bij hoge volatiliteit is het belangrijk dat algoritmes en controle daarop naar behoren werken. Interferentie tussen algoritmes kan leiden tot ongewenste zelfversterkende effecten (*herding*).
- C. Handelsparticipanten leiden verliezen door prijsbewegingen en komen vervolgens door *margin calls* in liquiditeitsproblemen. Daardoor moeten ze posities met verlies sluiten of andere activa onder druk verkopen. Dit geldt ook voor niet-financiële bedrijven (bijv. energiebedrijven) met minder zware kapitaalvereisten en beperkt toegang tot geldmarkten.
- D. *Clearing members* raken in de problemen door verliezen bij hun klanten. Dit komt bijvoorbeeld door historisch gezien buitengewone prijsbewegingen (onderschatting risicoprofiel activa).
- E. Uitgevende instellingen zijn mogelijk terughoudender in het delen van informatie door de toegenomen onzekerheid. Hierdoor vermindert, juist in tijden van onrust, de informatiepositie van beleggers.

Hoe grote koersschommelingen de ordentelijke werking van gas-termijnmarkten kunnen verstoren, komt aan de orde in hoofdstuk 3 'De gastermijnmarkt'.

Internationalisering en digitalisering

Afhankelijkheden in de handelsketen maken markten minder robuust.

In bepaalde (deel)markten is het functioneren afhankelijk van enkele internationaal opererende instellingen. Deze partijen spelen een cruciale rol bij prijsvorming, het afwikkelen van handel en het verschaffen van liquiditeit. We zien deze uitingen van concentratie in bijvoorbeeld aandelen-, repo-, gas en carbonderivatenmarkten. Euronext, CME en ICE-Endex spelen een cruciale rol bij handel en prijsvorming in hun deelmarkt. Verder zijn er in de post-trade infrastructuur enkele spelers dominant. Clearing members zoals ABN AMRO Clearing en Goldman Sachs nemen, afhankelijk van het type instrument, het gros van de afwikkeling voor hun rekening. Complexe en gedetailleerde wetgeving maakt het onaantrekkelijk om actief te zijn als clearing member. Ten slotte zien we dat een aantal (kleinere) liquiditeitsverschaffers hun vergunning inlevert of zich concentreert op specifieke deelmarkten waardoor een beperkt aantal market makers



overblijft. Actief zijn als market maker vereist hoge investeringen (technologie, kapitaal en gespecialiseerd personeel) in een sterk gereguleerde omgeving. Liquiditeit neemt verder af door terugtrekkende banken die hun schaarse kapitaal steeds minder gebruiken voor het innemen van posities en het bieden van liquiditeit. Dit alles resulteert in een *winner-takes-all* dynamiek, waarin slechts enkele partijen overblijven.

Digitale operationele weerbaarheid neemt aan belang toe. Op de kapitaalmarkten zijn veel geavanceerde informatie-verwerkende technologiebedrijven actief. De beheerste bedrijfsvoering van deze internationaal opererende instellingen is cruciaal voor het goed functioneren van de markt in zijn geheel. Het risico is dat de beheerste bedrijfsvoering van deze marktpartijen achterblijft bij de eisen die gesteld worden door de snel veranderende digitaliserende omgeving.

Verbetering datakwaliteit noodzakelijk. De kwaliteit en consistentie van door marktpartijen geleverde data is nog onvoldoende, waardoor adequate informatie voor beleggers en toezichhouders over markten, prijzen en risico's achterblijft. Gelijke toegang tot kwalitatief hoogwaardige informatie is een randvoorwaarde voor goed functionerende markten. Internationalisering, digitalisering en wetgeving hebben eraan bijgedragen dat we van lokale fysieke handel naar internationale elektronische handel zijn bewogen en er meer transparantieplichtingen voor marktpartijen bestaan. Daarbij is met tientallen handelsplatformen in verschillende landen de Europese financiële markt sterk gefragmenteerd geworden. Dit beperkt de beschikbaarheid van centrale markt- en prijsinformatie, verzwakt de informatiepositie van beleggers en vermindert de efficiëntie van beleggingsbeslissingen. Wij maken ons daarom sterk voor een *consolidated tape*, de centrale bundeling van gefragmenteerde handelsinformatie. Het is hiervoor noodzakelijk dat de consistentie en kwaliteit van de data die marktpartijen aanleveren aan toezichhouders verbeteren.

Stablecoins blijken minder stabiel dan de naam suggereert. Digitale valuta zijn de afgelopen jaren wereldwijd populairder geworden. Dit jaar bleek een aantal bekende stablecoins hoog volatiel, zelfs instabiel. Tekortschietende

transparantie bij crypto's kan de integriteit van de gehele cryptomarkt onder druk zetten. Crypto's vallen overwegend buiten het mandaat van toezichhouders.

Verduurzaming, energietransitie en geopolitieke spanningen

Onjuiste of onvolledige ESG-informatie kan leiden tot suboptimale beleggingsbeslissingen. Institutionele- en retailbeleggers hebben in toenemende mate behoefte aan niet-financiële informatie over het duurzaamheidsprofiel van uitgevende instellingen. Deze ESG-classificatie beïnvloedt kapitaalallocatie. Het juist en volledig informeren van beleggers over ESG-prestaties is niet evident. Normen zijn nog niet uitgekristalliseerd en deels subjectief van aard. Zelfs als uitgevende instellingen compliant zijn met regelgeving is het nog maar de vraag hoeveel dit daadwerkelijk zegt over de duurzaamheid van hun prestaties. Uitgevende instellingen hebben daarnaast een prikkel om prestaties groener voor te stellen (greenwashing). Zij trekken dan makkelijker geld aan, betalen hiervoor vaak minder rente en stralen duurzaamheid uit naar investeerder en consument. Door bewust of onbewust duurzame prestaties te overdrijven ontstaat een verschil tussen de gepercipieerde en werkelijke prestatie. Dit kan leiden tot onterechte opname in een ESG-benchmark en bemoeilijkt correcte waardering ('stranded assets'). Incidenten rondom greenwashing kunnen als negatief bijeffect hebben dat het vertrouwen in duurzaamheidsnormen erodeert.

Integriteit en crimineel gedrag

Verhoogde aandacht voor voorwetenschap rondom commodity markets.

De enorm toegenomen energieprijzen hebben ertoe geleid dat de markt voor gasderivaten onder een vergrootglas is komen te liggen. Politici en beleidsmakers denken na over manieren om de impact van de gestegen energieprijzen op de economie en huishoudens te beperken. Hoe dat precies vorm krijgt kan leiden tot forse koersreacties. Insiders hebben dus een informatievoorsprong die de prijs van in dit geval gasderivaten sterk kunnen beïnvloeden. Hier dienen ze zich bewust van te zijn en zorgvuldig mee om te gaan. Meer hierover is terug te vinden in hoofdstuk 3.



Risicokaart kapitaalmarkten

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Ordentelijke marktwerking onder druk	De optelsom van onzekerheden zet de ordentelijke werking van kapitaalmarkten onder druk. Dit leidt tot uitvergroete marktreacties, nieuwe mogelijkheden voor ongewenst gedrag of onverwachte inefficiënties. Bronnen van onzekerheid zijn de macro-economische omstandigheden (oplopende inflatie en rente, aanbodschokken reële economie, en krasser monetair beleid), aanverwante schokken (crypto's), geopolitieke spanningen (Rusland, energietransitie), en klimaatverandering. Kapitaalmarkten zijn tot nu toe, onder buitengewone omstandigheden, robuust gebleken.	- Macro-economisch klimaat - Geopolitieke spanningen - Digitalisering - Verduurzaming en energietransitie	● ➡
2	Afhankelijkheid	Kapitaalmarkten zijn gevoelig voor het uitvallen van een enkele speler in de infrastructuur waardoor handel stil komt te liggen, prijsvorming wordt bemoeilijkt of in het ergste geval de reële economie wordt geraakt. Marktdynamiek leidt tot 'winner takes all'-uitkomsten en gedetailleerde en complexe regelgeving vergroot toetredingsdrempels. Hierdoor blijven in delen van de markt en onderdelen van de handelsketen enkele spelers met dominante marktpositie over, wat markten minder robuust maakt.	- Digitalisering - Wetgeving	● ➡
3	Digitale operationele weerbaarheid	De beheerste bedrijfsvoering van marktpartijen blijft achter bij de eisen die gesteld worden door de snel veranderende digitaliserende omgeving. Op de kapitaalmarkten zijn veel geavanceerde informatie-verwerkende technologiebedrijven actief. De beheerste bedrijfsvoering van individuele instellingen is cruciaal voor het goed functioneren van de markt in zijn geheel. Zorgen over operationele beheersing en weerbaarheid zijn er over uitval (outages), cybersecurity en functioneren van algoritmes.	- Digitalisering - Geopolitieke spanningen - Wetgeving	● ➡
4	Datakwaliteit	Tekortschietende centrale markt- en prijsinformatie verzwakt de informatiepositie van beleggers en vermindert daarmee de efficiëntie van beleggingsbeslissingen. Het is noodzakelijk dat de consistentie en kwaliteit van de data die aangeleverd wordt door marktpartijen verbeterd. Met tientallen handelsplatformen in verschillende landen is de Europese financiële markt sterk gefragmenteerd en is er op dit moment te weinig sprake van centrale markt- en prijsinformatie. De AFM maakt zich daarom sterk voor een <i>consolidated tape</i> .	- Digitalisering - Wetgeving	● ➡
5	Crypto's	Tekortschietende transparantie bij bepaalde crypto's (stablecoins) zet de integriteit van de gehele cryptomarkt onder druk. Bij een schandaal of verlies aan vertrouwen leidt een 'crypto collapse' niet alleen tot directe financiële schade voor cryptobeleggers, maar werkt de schok ook door op conventionele financiële markten. Een schok kan leiden tot destabilisatie van de korte termijn funding markten, tot een bredere sentiment-gedreven vlucht uit risicovollere activa (zoals aandelen) naar veilige havens (zoals obligaties of cash), en tot forse verliezen bij de afwikkeling van cryptoderivaten.	Digitalisering	● ➡

LEGENDA

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



Risicokaart kapitaalmarkten

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Greenwashing, duurzaamheid	Uitgevende instellingen verstrekken bewust onvolledige of onjuiste ESG-informatie. ESG wordt steeds belangrijker voor de maatschappij en beleggers, waardoor meer behoefte is aan informatie over de duurzaamheidsprestaties van een uitgevende instelling. Deze partijen kunnen echter een prikkel hebben om hun ESG kwalificaties gunstiger voor te stellen dan dat ze zijn (positief signaleringseffect naar de maatschappij, aantrekkelijk voor institutionele groene mandaten en lagere kapitaalkosten), wat leidt tot verhoogde informatieasymmetrie tussen bedrijf en belegger en mogelijk suboptimale beleggingsbeslissingen.	• Verduurzaming en energietransitie	● ↗
7	Voorwetenschap commodity markets	Insiders hebben informatievoorsprong over ontwikkelingen die de prijs van bijvoorbeeld emissierechten of gasderivaten kunnen beïnvloeden. Deze informatievoorsprong is urgenter en gevoeliger geworden aangezien commodity markten onder een vergrootglas zijn komen te liggen door de hoge energieprijzen vanwege met name geopolitieke spanningen en door de energietransitie. Voorbeelden van informatievoorsprong: politieke besluitvorming over hoe om te gaan met de hoge energieprijzen; de voorraad emissierechten; of praktisch inzicht in het sneller dan verwacht aangevuld zijn van de gasvoorraad.	• Verduurzaming en energietransitie • Geopolitieke spanningen	● ↗

LEGENDA

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



2.3 Risicokaart Assetmanagement

Het toezichtgebied assetmanagement geeft invulling aan de AFM-missie door toezicht te houden op een robuuste en wendbare assetmanagementsector ten behoeve van beleggers. Ons toezicht beschermt beleggers en consumenten die direct of indirect geld hebben ondergebracht bij assetmanagers. Deze beleggen vermogen op de kapitaalmarkten van grote Nederlandse beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, en particulieren. Ons toezicht draagt bij aan het borgen van beleggersbelangen.

Sectorspecifieke ontwikkelingen

De assetmanagement omgeving verandert, wat individuele assetmanagementpartijen noodzaakt om zich strategisch te herpositioneren om continuïteit te kunnen waarborgen. De verandering van de assetmanagement omgeving wordt onder andere gedreven door schaalvergroting en margedruk, de groei van (online) passief (index)beleggen, toenemende wet- en regelgeving en uitbestedingsvraagstukken. Deze individuele drijvers van de omgeving kunnen kansen creëren, maar samen creëren ze de noodzaak voor individuele assetmanagementpartijen om zich strategisch te herpositioneren om continuïteit te waarborgen. Bovendien neemt door de groei van de assetmanagementsector het belang toe voor de financiële stabiliteit. Het herpositioneren uit zich onder meer in een trend tot consolidatie. Hoewel consolidatie kan bijdragen aan de toekomstbestendigheid van de markt, vermindert daarmee tegelijkertijd het aantal partijen in de markt. In dat opzicht hebben pensioenfondsen, verzekeraars en particulieren mogelijk minder te kiezen. Naast een afnemend aantal zeer grote partijen met een breed assortiment, zien we dat er nog steeds ruimte is voor gespecialiseerde partijen, maar dat het middensegment onder druk staat. Daarnaast signaleren we de tendens dat assetmanagers die gericht zijn op de professionele markt, zich (her)oriënteren op het fiduciaire model en de mogelijke impact van de pensioentransitie op hun (fiduciaire) dienstverlening.

Uitbesteding, wanneer onvoldoende beheerst, kan leiden tot risico's in de keten en/of bij bedrijfskritische processen. Binnen de assetmanagementsector neemt het belang van uitbesteding al enige jaren toe. Naast uitbesteding van (beleggings)administratie en IT worden in toenemende mate ook vergunningsplichtige activiteiten zoals portefeuille- en vermogensbeheer uitbesteed. Reductie van operationele complexiteit, kostenbesparing en/of focus op onderscheidende activiteiten kunnen aanleiding zijn om te besluiten tot uitbesteding. Als assetmanagers activiteiten uitbesteden aan derde partijen, blijven zij daar zelf verantwoordelijk voor. Dat vraagt om goede afspraken en beheersmaatregelen zodat de dienstverlening aan cliënten en beleggers niet in gevaar komt. Daarnaast ontstaan er concentratierisico's wanneer veel assetmanagers afhankelijk worden van enkele derde partijen voor bepaalde werkzaamheden. Problemen bij een dergelijke partij kunnen dan voor problemen bij een groot aantal assetmanagers zorgen. Wij monitoren daarom de mate van uitbesteding in de assetmanagementsector en wijzen marktpartijen op de risico's.¹

Het nieuwe pensioenstelsel, waarvan de transitie in 2027 moet zijn afgerond, zal consequenties hebben voor de assetmanagementsector.

Als toezichthouder op de assetmanagementsector hebben wij specifieke belangstelling voor de wijze waarop assetmanagers en fiduciaire partijen omgaan met de pensioentransitie op het gebied van onder meer beleggingsbeleid, risicotolerantie productontwikkeling, operationele (due diligence) trajecten en (toezichthouders)rapportages. De procedures en (IT-) systemen van assetmanagers moeten hierop zijn voorbereid. Vooral daar waar pensioenfondsen kiezen voor verschillende methoden van invaren en/of de wijze waarop rendementen worden gealloceerd, kan dit de complexiteit van de bedrijfsvoering bij de assetmanagers mogelijk verhogen.

¹ Zie bijvoorbeeld [de brief](#) die aan de sector is verstuurd over de beheersing van uitbestedingsrisico's.



Macro-economisch klimaat

Door de recente (volatiele) ontwikkelingen rondom inflatie en rentes en neemt het risico op liquiditeitsproblemen bij assetmanagers toe.

Momenteel zijn de macro-economische vooruitzichten onzeker. Bovendien is er sprake van een forse inflatie wat ervoor zorgt dat de rente oploopt. Deze ontwikkelingen kunnen zorgen voor toenemende liquiditeitsrisico's in de assetmanagementsector. Zo kunnen assetmanagers met grote derivatenportefeuilles in liquiditeitsproblemen komen wanneer zij bij een verhoogde volatiliteit in onderliggende waarde worden geconfronteerd met hoge marginverplichtingen. Ook kunnen open-end beleggingsfondsen te maken krijgen met forse uitstroom van vermogen als veel beleggers, of enkele grote, tegelijkertijd willen uitreden, bijvoorbeeld bij marktstress. In beide gevallen kan dit leiden tot liquiditeitsproblemen als de activa van het fonds niet op tijd liquide kan worden gemaakt om aan de uitstapverzoeken en/of marginverplichtingen te voldoen. Dit risico is het meest prominent aanwezig bij beleggingsfondsen die in activaklassen beleggen die inherent illiquide zijn (bijv. direct vastgoed) of waarvan de liquiditeit snel verslechtert in volatiele marktomstandigheden (bijv. bedrijfsobligaties). Het liquiditeitsrisico kan enerzijds leiden tot waarderingsproblematiek en liquiditeitsbeperkende maatregelen. Anderzijds heeft liquiditeitsrisico de potentie om de financiële stabiliteit in gevaar te brengen doordat het kan leiden tot gedwongen verkopen van activa, het overslaan van het risico op tegenpartijen in derivatencontracten, het opdrogen van kredietbemiddeling of besmetting van andere fondsen en activaklassen als gevolg van een verlies aan vertrouwen door investeerders.

Verduurzaming

Financiële instellingen, waaronder assetmanagers, spelen een belangrijke rol in de duurzaamheidstransitie. Zij mobiliseren kapitaal voor duurzame investeringen en sturen op duurzaamheidsaspecten in de bedrijfsvoering van bedrijven waarin zij beleggen. Voor assetmanagers is het van belang dat zij duurzaamheid integreren in hun bedrijfsvoering en risico's van de

duurzaamheidstransitie beheersen. Daarnaast is een belangrijke rol weggelegd voor de aanbieders van onafhankelijke data over de duurzaamheid van beleggingsinstrumenten. Bovendien is het belangrijk dat assetmanagers transparant zijn richting beleggers over hoe invulling wordt gegeven aan duurzaamheid. Een gebrek aan betrouwbare data om duurzaamheidsprestaties te meten, kan bijdragen aan greenwashing. Het is daarbij van belang dat er een eenduidige definitie bestaat over wat duurzaam is, zodat beleggingsproducten onderling vergelijkbaar zijn. Daartoe wordt een EU Taxonomie ontwikkeld, waarvan een deel sinds begin 2022 van kracht is.²

Digitalisering

Technologische ontwikkelingen en digitalisering veranderen de bedrijfsvoering van assetmanagers en de vermogensbeheerketen.

Assetmanagers maken in toenemende mate gebruik van Artificial Intelligence (AI) en handelsalgoritmes. Een aantal grote spelers maakt al gebruik van AI-systemen, zowel bij portfoliomanagement en operationele taken, waaronder 1e en 2e-lijns toepassingen in risicomanagement en compliance. Voordelen van AI zijn hoge handelingssnelheid en lage kosten. Vanuit toezichtperspectief zijn er aandachtspunten, zoals de transparantie over het beleggingsbeleid, cyberweerbaarheid en mogelijke domino-effecten bij bijvoorbeeld cyberincidenten, waardoor financiële instabiliteit kan ontstaan. Het is noodzakelijk dat systemen beter worden beveiligd en dat door middel van procedures en processen, de risico's en gevolgen adequaat beheerst worden. Nieuwe wetgeving (Digital Operational Resilience Act; DORA) is in de maak en dit gaat het toezicht een steviger aangrijpingspunt geven om hierop toe te zien. Het tijdig anticiperen op digitale ontwikkelingen is essentieel om te zorgen dat het vertrouwen in de sector behouden blijft.

Binnen de assetmanagement sector wordt er vooralsnog zeer beperkt belegd in digitale assets, zoals crypto's en stablecoins. De belangrijkste redenen hiervoor zijn dat crypto's grote waardeschommelingen kennen en ze een onduidelijke status hebben doordat ze niet gereguleerd zijn.

² [‘EU taxonomy for sustainable activities’](#), Europese Commissie.



Desondanks zien we een lichte toename in met name *light*-beheerders die beleggen in (risicovolle) crypto's. Het is voor ons van belang de ontwikkeling van het aantal assetmanagementpartijen dat belegt in digitale assets te volgen, omdat het een relatief nieuwe activaklasse is. Dit kan in de toekomst mogelijk het huidige landschap veranderen en nieuwe en bestaande spelers beïnvloeden. Bovendien digitale assets vormen een risico voor de financiële stabiliteit als de omvang en verwevenheid met de traditionele financiële sector blijven groeien.

Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

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



Risicokaart Assetmanagement

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Strategie marktpartijen	De veranderende interne en externe omgeving – o.a. schaal- en margedruk, opkomst (online) passief beleggen, toenemende wet- en regelgeving en uitbestedingsvraagstukken – noodzaakt individuele assetmanagementpartijen zich strategisch te herpositioneren om zo hun continuïteit te kunnen waarborgen. Deze ontwikkelingen, en de daaruit volgende strategische herpositionering, zetten druk op de integere en beheerste bedrijfsvoering van assetmanagers.	- Digitalisering - Pensioentransitie - Margedruk - Uitbesteding	● ➡
2	ESG informatieverstrekking en risicobeheer	De huidige duurzaamheidswetgeving geeft ruimte voor eigen invulling van duurzaamheidsstrategieën door assetmanagers. Dit leidt tot informatie-asymmetrie tussen aanbieder en klant, wat greenwashing mogelijk maakt. Daarnaast bestaat het risico dat assetmanagers duurzaamheidsaspecten niet meenemen in de aanpak en inrichting van de beheerste bedrijfsvoering.	- Verduurzaming - Nieuwe wetgeving	● ↗
3	Waardering assets	Bij het waarderen van assets kunnen afwijkingen optreden, waardoor er (in)directe schade ontstaat bij de zittende, instappende of uittrekkende partij. Fouten in de intrinsieke waarde berekening zijn meer waarschijnlijk bij (1) de waardering van illiquide assets (high yield debt, hypotheek, bedrijfsleningen etc.), (2) in illiquide en volatiele markten (o.a. door geopolitieke spanningen); (3) bij stranded assets (o.a. Russische activa); (4) bij commercieel vastgoed (o.a. door time-lag).	- Hoge inflatie - Stijgende rente - Geopolitieke spanningen	● ↗
4	Liquiditeit	Door de recente (volatiele) ontwikkelingen rondom inflatie en rentes en neemt het risico op liquiditeitsproblemen bij assetmanagers toe. Zo kunnen derivatenportefeuilles bij verhoogde volatiliteit in onderliggende waarden geconfronteerd worden met grote margin-verplichtingen, of kunnen open-end beleggingsfondsen te maken krijgen met forse uitstroom van vermogen als veel – of enkele grote – beleggers tegelijkertijd willen uitstappen, bijvoorbeeld in een periode van marktstress. In beide gevallen is het noodzakelijk dat het fonds over voldoende liquiditeit beschikt. Indien niet aan de liquiditeitsvraag kan worden voldaan, worden beleggers benadeeld en tast het mogelijk de financiële stabiliteit van het stelsel aan.	- Hoge inflatie - Stijgende rente - Geopolitieke spanningen	● ↗
5	Cyberweerbaarheid	Assetmanagementpartijen zijn als entiteit gevoelig voor cyberaanvallen, vooral nu er steeds meer op afstand wordt gewerkt en zij in toenemende mate afhankelijk zijn geworden van digitale processen. De assetmanagementsector lijkt nog onvoldoende weerbaar bij cyberincidenten, o.a. als gevolg van 'legacy' IT systemen. Een cyberincident schaadt mogelijk het vertrouwen en de continuïteit van een assetmanagementpartij.	- Digitalisering - Uitbesteding - Geopolitieke spanningen	● ↗

LEGENDA

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



Risicokaart Assetmanagement

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Uitbesteding en concentratie binnen de AM sector	Het belang van uitbesteding van werkzaamheden (portefeuillebeheer, (beleggings)administratie, IT) door assetmanagers neemt al enige jaren toe. Assetmanagers blijven verantwoordelijk voor de werkzaamheden die zij uitbesteden, waardoor bij incidenten de integere en beheerste bedrijfsvoering onder druk komt te staan. Daarnaast ontstaan er concentratierisico's als gevolg van uitbesteding. Dit is het geval wanneer veel assetmanagers afhankelijk worden van enkele derde partijen voor bepaalde werkzaamheden (domino-effect).	• Digitalisering • Internationalisering • Margedruk	● ➡
7	AI en beleggingsbeleid	De inzet van algoritmes, Artificial Intelligence (AI) en Machine Learning (ML) door assetmanagers neemt verder toe. Dit roept vragen op over de transparantie over het beleggingsbeleid richting beleggers (blackbox) en over de risicobeheersing door individuele assetmanagers (datakwaliteit en voorkomen biases). Bovendien kunnen fouten in algoritmes in extreme gevallen – bijvoorbeeld wanneer het grote assetmanagers betreft – tot financiële instabiliteit leiden.	• Digitalisering • Uitbesteding	● ↗
8	Onvoldoende uitvoering poortwachtersfunctie	Financiële instellingen vervullen een poortwachtersfunctie voor het tegengaan van witwassen, terrorismefinanciering en het bedienen van gesanctioneerde entiteiten. De ingevoerde sancties naar aanleiding van de Russische inval in Oekraïne, in combinatie met de aanhoudende politieke en maatschappelijke aandacht voor witwassen en terrorismefinanciering, zorgt voor grotere druk op de uitvoering van de poortwachtersfunctie. Zo kan witwassen plaatsvinden via beleggingsondernemingen en -instellingen onder meer doordat andere poortwachters (zoals banken) hogere drempels opwerpen (waterbedeffect). De assetmanagementsector dient hier alert op te zijn.	• Geopolitieke spanningen • Aangescherpte wetgeving • Internationalisering	● ➡

LEGENDA

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



2.4 Risicokaart Verslaggeving en Accountantsorganisaties

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

Sectorspecifieke ontwikkelingen

De accountancysector en het toezicht zitten in een veranderingsproces.

De recente overgang van het uitvoerend toezicht op het RV-segment³ naar de AFM is daarbij een significante ontwikkeling.⁴ Wij staan aan het begin van deze nieuwe toezichtstaak. De geïdentificeerde risico's in de risicokaart moeten tegen deze achtergrond worden gelezen.

Macro-economisch klimaat

Het wegvallen van de overheidssteun maakt aandacht voor discontinuïteit van groter belang. Tijdens de coronacrisis zijn er relatief weinig bedrijven failliet gegaan. Nu de overheidssteun wegvalt en de conjunctuur bovendien lijkt om te slaan, is er kans dat alsnog een deel van de ondernemingen failliet gaat. Dat maakt het belang van continuïteitsrisico's in de verslaggeving en controle groter (zie ook onder integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector).

De accountancysector heeft te maken met krapte op de arbeidsmarkt.

Al voor de breder aantrekkende arbeidsmarkt had de accountantssector enige tijd te maken met personele krapte. Het is te verwachten dat verdere krapte op macro-economisch niveau ook zijn weerslag zal hebben op de arbeidsmarkt voor accountancygerelateerde beroepen (in brede zin, dus ook controllers, boekhouders, assistent-accountants). Daar komt bij dat de vraag naar controles juist toeneemt; mede vanwege inflatie halen meer ondernemingen de drempel voor een wettelijke controle en de scope van die controle neemt verder toe, bijvoorbeeld met niet-financiële informatie. Eventuele personeelstekorten kunnen worden opgevangen met uitbestedingsconstructies, wat tot beheersingsrisico's kan leiden.

Verduurzaming

Verduurzaming verandert de aard van de gecontroleerde onderneming, waar de verslaggeving en de controle zich aan moeten aanpassen.

Ondernemingen committeren zich in toenemende mate aan ESG-doelstellingen. Dit leidt ook tot nieuwe materiële risico's voor ondernemingen, zoals gevolgen van duurzaamheidsbeleid, waar een groeiende informatiebehoefte aan is bij eindgebruikers en waar adequaat over moet worden gerapporteerd. Accountantsorganisaties hebben mogelijk onvoldoende kennis en expertise beschikbaar over deze ontwikkelingen bij hun controlecliënten en hoe de controleaanpak hierop aan te passen.

Digitalisering

Digitalisering verandert de aard van de gecontroleerde onderneming, waar de verslaggeving en de controle zich aan moeten aanpassen.

Organisaties adopteren nieuwe technologieën in hun processen, diensten en producten. Naast deze automatiseringsslag, ontstaan nieuwe bedrijfsmodellen, worden steeds meer processen bij organisaties ondersteund door AI en vindt in toenemende mate verkoop plaats via digitale kanalen om in te spelen op de digitale samenleving. We zien ook een toenemend belang van

³ Accountantsorganisaties met een reguliere vergunning (voorheen: nOOB)

⁴ Zie ook de toelichting in paragraaf 1.6



immateriële activa (zoals intellectueel eigendom), die lastiger kunnen zijn om financieel te waarderen. Dit leidt tot nieuwe soorten materiële risico's en een groeiende informatiebehoefte bij eindgebruikers. Het is van belang dat ondernemingen de verslaggeving hieraan aanpassen en dat er binnen accountantsorganisaties voldoende expertise over deze ontwikkelingen aanwezig is om de controleaanpak hierop af te stemmen.

Ook accountantsorganisaties zelf veranderen als gevolg van digitalisering.

Accountantsorganisaties zetten net als andere sectoren digitalisering in in hun bedrijfsvoering, zowel als instrument voor het uitvoeren van wettelijke controles als in de kwaliteitsbeheersing en interne processen. Indien de beheersing tekortschiet, kan afbreuk worden gedaan aan de kwaliteit van de wettelijke controle en kunnen operationele risico's optreden, waaronder cyberincidenten.

Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

Fraude en discontinuïteit bij gecontroleerde ondernemingen worden een belangrijker aandachtspunt voor de accountantscontrole. Fraude of discontinuïteit bij een gecontroleerde onderneming die niet worden opgemerkt of vermeld in de wettelijke controle kan leiden tot materiële verliezen bij eindgebruikers en leiden tot een breder verlies aan vertrouwen in de financiële markt. Fraude wordt hier in brede zin opgevat en ziet naast financiële fraude bijvoorbeeld ook op greenwashing. Toenemende internationalisering, het fiscale vestigingsklimaat in Nederland en ondermijning verhogen fraude- en integriteitsrisico's bij controlecliënten.

Daarnaast doen integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties, zoals betrokkenheid bij corruptie of fraude van controlecliënten of van de accountantsorganisatie zelf afbreuk aan het vertrouwen in de sector.

Dit risico wordt mede veroorzaakt door het gunstige fiscale vestigingsklimaat in Nederland, dat bedrijven uit het buitenland met beperkte *substance* en verhoogde integriteitsrisico's aantrekt. We zien ook dat vanwege dit risico cliënten met een verhoogd integriteitsrisico bij de big-4 vaker geweigerd worden, en vervolgens terechtkomen bij kleinere accountantsorganisaties, waar de AFM vooralsnog minder zicht op heeft. De komst van het uitvoerend toezicht op het RV-segment naar de AFM leidt tot toenemende aandacht hiervoor en het opbouwen van inzicht in integriteitsrisico's in dit segment.



Risicokaart Verslaggeving en Accountantsorganisaties

	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Digitalisering van gecontroleerde ondernemingen	Digitalisering en technologie veranderen de aard van ondernemingen. Ondernemingen adopteren nieuwe technologieën in hun processen, diensten en producten. Dit leidt ook tot nieuwe materiële risico's voor ondernemingen, zoals schade door cyberaanvallen, waar een groeiende informatiebehoefte aan is bij eindgebruikers en waar adequaat over moet worden gerapporteerd. Accountantsorganisaties hebben mogelijk onvoldoende kennis en expertise beschikbaar over deze ontwikkelingen bij hun controlecliënten en hoe hun controle-aanpak hierop aan te passen.	Digitalisering	● ➡
2	Verduurzaming van gecontroleerde ondernemingen	Verduurzaming verandert de aard van ondernemingen. Ondernemingen committeren zich in toenemende mate aan ESG-doelstellingen. Dit leidt ook tot nieuwe materiële risico's voor ondernemingen, zoals gevolgen van duurzaamheidsbeleid, waar een groeiende informatiebehoefte aan is bij eindgebruikers en waar adequaat over moet worden gerapporteerd (o.a. rapportage van niet-financiële informatie). Accountantsorganisaties hebben mogelijk onvoldoende kennis en expertise beschikbaar over deze ontwikkelingen bij hun controlecliënten en hoe hun controle-aanpak hierop aan te passen.	Verduurzaming	● ➡
3	Fraude en discontinuïteit bij gecontroleerde ondernemingen	Fraude (in brede zin, dus inclusief witwassen, greenwashing, selectieve outscoping bij NFI, corruptie, etc.) en discontinuïteit bij ondernemingen die niet is gedetecteerd of waarvan het risico niet is vermeld in de wettelijke controle kan leiden tot materiële verliezen bij eindgebruikers en tot breder verlies van vertrouwen in de financiële markt. Toenemende internationalisering, het fiscale vestigingsklimaat in Nederland en ondermijning verhogen integriteitsrisico's bij controlecliënten.	- Internationalisering - Ondermijning	● ➡
4	Beheerste en integere bedrijfsvoering accountantsorganisaties	Accountantsorganisaties beheersen het gebruik van technologie en data onvoldoende in hun bedrijfsvoering, waaronder als instrument voor het uitvoeren van wettelijke controles en in interne processen. Dit kan afbreuk doen aan de kwaliteit van de wettelijke controle en leiden tot operationele risico's, waaronder cyberincidenten en onvoldoende beheersing van uitbestedingsrisico's. Daarnaast doen integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties, zoals corruptie of fraude van de accountantsorganisatie zelf afbreuk aan het vertrouwen in de sector.	- Digitalisering - Uitbesteding	● ➡
5	Marktstructuur	De kwetsbaarheden in de structuur van de accountancysector kunnen de verdere verbetering van de kwaliteit van de wettelijke controles negatief beïnvloeden. Het toezichtrisiko binnen het OOB-segment hierbij is dat – gegeven deze structuur – de ingezette kwaliteitsverbetering stagneert doordat kwaliteit onvoldoende duurzaam wordt geborgd. Ten aanzien van het RV-segment, dat thans onder het directe toezicht van de AFM valt, is het toezichtrisiko dat de AFM onvoldoende beeld heeft van de kwaliteit van de wettelijke controles en van de mate waarin kwetsbaarheden in de structuur de kwaliteit negatief beïnvloeden.	Veranderend toezichtlandschap	● ➡

LEGENDA

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

03

De gastermijnmarkt

Analyse over de werking van
de gastermijnmarkt





3.1 Inleiding

Na jaren van relatief stabiele gasprijzen is het dit jaar zeer onrustig op de gasmarkt. Vooral onder invloed van de oorlog in Oekraïne en het sterk afgenomen aanbod van Russisch gas is grote druk ontstaan op het aanbod van gas in Europa. Ook de snel afgenomen productie met oog op de voorgenomen sluiting van het gasveld in Groningen, een van de grootste aardgasvelden ter wereld, speelt een rol. Gas heeft bovendien als relatief schoon alternatief voor meer vervuilende fossiele brandstoffen zoals kolen een belangrijke rol gekregen in de energietransitie, wat de vraag verhoogt. Met name in het afgelopen jaar is de gasprijs explosief gestegen. Dit heeft verstrekende gevolgen voor iedereen. Als toezichthouder op een van de belangrijkste handelsplaatsen van gas, de Nederlandse gastermijnmarkt, houden we de ontwikkelingen op de gasmarkt nauwlettend in de gaten. Het goed blijven functioneren van de gastermijnmarkt is voor ons het belangrijkste aandachtspunt.

In deze analyse gaan we dieper in op het functioneren van de gastermijnmarkt en de risico's die spelen in de huidige situatie. In paragraaf 2 lichten we actuele ontwikkelingen op de gasmarkt toe. In paragraaf 3 en 4 bespreken we de werking en het nut van de gasmarkt en de gastermijnmarkt. In paragraaf 5 komen de risico's voor het functioneren van de gastermijnmarkt aan de orde. Vanuit onze toezichtverantwoordelijkheid focussen we daarbij op risico's gerelateerd aan integer handelsgedrag, robuuste markten en financiële stabiliteit.

We concluderen dat de gastermijnmarkt functioneert zoals bedoeld. De roep om maatregelen in turbulente tijden is begrijpelijk, maar technische maatregelen op de gastermijnmarkt zijn geen alternatief voor de aanpak van vraag en aanbod op de gasmarkt. De gastermijnmarkt is het meest gebaat bij maatregelen die efficiënte prijsvorming en stabiele liquiditeit ondersteunen. Hierbij valt te denken aan het voorkomen of indammen van excessieve volatiliteit en het verstevigen van de liquiditeitspositie van marktpartijen. Generieke ingrepen, zoals het instellen van een maximale prijs waartegen gas verhandeld mag worden, kunnen onbedoelde negatieve gevolgen hebben.

3.2 Recente ontwikkelingen

Sinds begin 2021 is de gasprijs fors aan het stijgen. Waar de prijs in januari 2021 nog rond de €15 noteerde, handelde gas in september 2022 grofweg 15 keer zo hoog. Deze prijs piekte eind augustus rond de €350 per MWh, zie figuur 11. De gasprijs begon te stijgen met de heropening van de wereldeconomie na de COVID-19 lockdowns. Vervolgens dreven spanningen rond de aanloop van de oorlog met Oekraïne en de daadwerkelijke inval van Rusland de gasprijzen tot ongekende hoogte. De voornaamste aanjager van verhoogde prijsniveaus sinds begin 2022 is de beperkte levering van Russisch gas. Overheden maakten zich dan ook vooral druk of er wel genoeg gas zal zijn voor de winter. Om de gasvoorraden sneller dan gebruikelijk te vullen, besloten overheden de inkoop van gas ten behoeve van voorraden te bevorderen. Deze maatregel heeft het gewenste directe effect gehad, maar ook de onbalans tussen vraag en aanbod vergroot en prijsstijgingen aangejaagd.

Figuur 11. Volatiele stijging van de gasprijs sinds 2019.



Bron: Refinitiv.



Door de sterke prijsbewegingen (volatiliteit) kwam een aantal buitenlandse energiepartijen in financiële problemen. Onder andere de Duitse overheid moest bijspringen door het in liquiditeitsproblemen gekomen Uniper te nationaliseren. Hoewel er een aantal kleine energieleveranciers in Nederland failliet zijn gegaan door de hoge energieprijzen, zijn er tot op heden geen grote Nederlandse energiepartijen in liquiditeitsproblemen gekomen, mede omdat zij veelal onderdeel zijn van grote internationale concerns. Daardoor zijn deze partijen goed gekapitaliseerd en kunnen zij doorgaans makkelijker op korte termijn geld aantrekken.

Een tekort aan gas in de komende winters zou de grootste maatschappelijke problemen opleveren. Dit risico lijkt onder controle. De overheid verwacht dat de gasvoorraden inmiddels voldoende zijn aangevuld voor de komende winter. Wanneer zich extreme omstandigheden zouden voordoen (streng winter, uitval kerncentrales, sabotage van essentiële infrastructuur) en er toch onvoldoende gas beschikbaar is, dan zullen overheden tot rantsoenering overgaan, bijvoorbeeld in de vorm van een gedwongen afschakeling van een deel van de industrie.

De hoge gasprijs heeft ernstige economische gevolgen, waardoor overheden besluiten in te grijpen. De hogere energielast neemt een grote hap uit de koopkracht van huishoudens, vermindert de rendabiliteit en (internationale) concurrentiekracht van ondernemingen, drijft de inflatie in algemene zin op, hindert de economische groei en leidt tot stijgende werkloosheid. Daardoor worden we met z'n allen armer, maar die verarming treft niet iedereen even hard. Acute problemen stapelen zich met name op bij de huishoudens die zich al in een kwetsbare positie bevinden. De stijging van de gasprijs is zo turbulent dat de Nederlandse politiek heeft besloten tot compensatie van huishoudens en een prijsplafond voor gas en elektriciteit in 2023. Overigens hebben dit soort maatregelen potentieel ook negatieve effecten. Zo kan een prijsplafond de prikkel om te besparen wegnemen. Verschillende andere Europese overheden hebben op een of andere manier ook ingegrepen om de gevolgen van de prijsstijging te verlichten.

De vraag rijst of de gastermijnmarkt nog goed functioneert onder de huidige turbulente marktomstandigheden. De leveringsonzekerheid en de hoge gasprijs hebben de gastermijnmarkt onder druk gezet. In hoeverre heeft dit ertoe geleid dat een aantal grote elektriciteitsleveranciers in acute liquiditeitsproblemen is gekomen? Schieten de vereiste 'buffervoorwaarden' hun doel voorbij? Komen er op dit moment kunstmatig hoge prijzen tot stand? Is de markt nog divers genoeg? Wat betekent een invoering van maximumprijzen voor de marktwerking? Wat zijn de gevolgen van de voorgestelde maatregelen voor het functioneren van de gastermijnmarkt? In deze analyse gaan we nader in op die vragen.

3.3 Werking van de gasmarkt

In Nederland bevindt zich de belangrijkste gashub van West-Europa.

Historisch gezien speelt Nederland een belangrijke rol op de Europese gasmarkt. Decennialang was Nederland een groot exporteur van gas. Daarnaast heeft Nederland, sinds de liberalisering van de gasmarkt begin 2000, veel geïnvesteerd in het gasnetwerk. Hierdoor kan Nederland zowel als importeur als exporteur functioneren en is er een open marktinfrastructuur ontstaan. In 2003 heeft de huidige netbeheerder, Gasunie, het virtuele handelsplatform *Title Transfer Facility* (TTF) opgericht. Op dit platform wordt fysiek gas verhandeld dat in het Nederlandse gasnetwerk aanwezig is. Termijncontracten op dit gas worden verhandeld op het platform van ICE Endex in Amsterdam. De AFM is gezamenlijk met de ACM verantwoordelijk voor het toezicht op deze gecombineerde gasmarkten. Waar de AFM toeziet op de termijnhandel, ziet de ACM toe op de gasmarkt met een levertijd van minder dan twee dagen. De ACM richt zich in haar toezicht met name op de energieleveranciers en de netbeheerders van de energiemarkten.

3.3.1 Het fysieke gasnetwerk (GTS)

De Gasunie beheert het fysieke netwerk voor gasopslag en -transport.

Het Gas Transport System (GTS) bestaat uit aan- en uitleverpunten voor gas, waaronder havens, pijpleidingen, gasvelden en gasopslagen. Dit



netwerk zorgt ervoor dat gas kan worden geleverd aan gasgebruikers in Nederland (zoals energiebedrijven) en kan worden doorgevoerd naar het buitenland via pijpleidingen. Daarnaast kan het gas tijdelijk worden opgeslagen in opslagtanks of oude gasvelden. Dit Nederlandse netwerk is relatief uitgebreid, vanwege het belang van het gasveld in Groningen en omdat Nederland de ambitie heeft om te fungeren als de gasrotonde van Noordwest-Europa en dus heeft geïnvesteerd in dit netwerk.

Buitenlands gas komt het GTS binnen via pijpleidingen en LNG-terminals.

Om aardgas via leidingen te kunnen gebruiken moeten de pijpleidingen en het gassoort (hoog- of laagcalorisch) compatibel zijn. Niet elke regio is verbonden via pijpleidingen. Naast vervoer door pijpleidingen is het mogelijk aardgas dusdanig te koelen dat het vloeibaar wordt, waarna het mogelijk is dit vloeibare aardgas (LNG) wereldwijd te verschepen. LNG vereist wel behandeling voordat het in GTS geïnjecteerd kan worden. Via terminals moet LNG eerst verdampt worden voordat het weer het pijpleidingennetwerk kan betreden, een proces dat hervergassing wordt genoemd. Nederland heeft momenteel een operationele LNG-terminal in Rotterdam en een tweede terminal in de Eemshaven die vanaf september in gebruik is genomen. De totale Nederlandse hervergassingscapaciteit wordt in de toekomst, bij uitbereiding van de Rotterdamse terminal, ongeveer 24 miljard m³ per jaar. Ook vanuit het Belgische Zeebrugge kan LNG het Nederlandse gasnetwerk bereiken. Ter vergelijking, het totale gebruik van Nederland in normale tijden varieert van 38 tot 44 miljard m³ per jaar.

3.3.2 Gashandelsinfrastructuur (TTF)

Het verhandelen van gas in een netwerk vraagt om een daarop ingerichte handelsinfrastructuur. Gas wordt immers vaak in grote hoeveelheden (bulk) geleverd en zal moeten worden opgedeeld in kleinere eenheden voor de Nederlandse industrie en andere partijen. Om de handel en verdeling van gas te faciliteren is de *Title Transfer Facility* (TTF) opgericht. De TTF opereert als tegenpartij voor de fysieke levering van gas, zowel voor aanbieders als vragers, op het GTS. Zo levert de NAM haar gas uit de Groningse velden aan het GTS en krijgt het daarvoor betaald door de TTF. Omgekeerd levert de TTF gas aan Nederlandse energiebedrijven, die daarvoor de TTF

betalen. Op deze manier positioneert de TTF zich tussen de leverende en ontvangende partij. Daarom wordt de TTF ook wel het virtuele *entry* of *exit point* genoemd. In combinatie met gestandaardiseerde contracten zorgt dit ervoor dat een liquide markt is ontstaan voor de levering van gas binnen het Nederlandse (regionale) netwerk.

Gasmarkten zijn gefragmenteerd, er bestaat niet één wereldwijde prijs voor gas.

Door verschillende transmissiemechanismen (pijplijnen die niet op elkaar aansluiten), kosten van hervergassing (LNG) en transportkosten ontstaan verschillen (of spreads) tussen bijvoorbeeld de Europese aardgasprijs (TTF), de Amerikaanse gasbenchmark (Henry Hub) en de Japans/Koreaanse gasprijs (JKM). Verschillende gasprijzen zijn uiteraard wel gecorrigeerd. Als gas in een bepaalde regio erg goedkoop is, kan er – gegeven beschikbare capaciteit – LNG van worden gemaakt om te verschepen naar regio's waar gas op dat moment duurder is. Azië is traditioneel een concurrent in de biedingsstrijd om LNG. Daarom kijkt de markt naar het verschil – de spread – tussen de prijs voor gas in Europa (TTF) en Azië (JKM) om te bepalen waar schepen met LNG naartoe gaan. Vooralsnog hebben zich geen grote tekorten voorgedaan in Europa, omdat Europa – mede dankzij de hoge TTF-prijs – succesvol in staat is geweest om de mondiale LNG-markt aan te boren. In deze analyse richten we ons overigens op de groothandelsprijs van gas. Er is er ook een consumentenprijs van gas. Deze prijs is afhankelijk van extra kosten zoals belasting en kosten voor het netbeheer. Daarnaast speelt de manier waarop de specifieke consumentenmarkt in elkaar steekt een belangrijke rol. In elk land is dat weer anders. In Nederland ziet de ACM toe op een eerlijke werking van de consumentenmarkt.

3.4 De gastermijnmarkt

De gasmarkt kent een spotmarkt en een termijnmarkt. Op de spotmarkt koopt of verkoopt een marktpartij gas waarvan de levering direct of op korte termijn plaatsvindt, maximaal binnen één dag (day-ahead contract). Deze gasspotmarkt staat onder toezicht van de Autoriteit Consument



en Markt (ACM). De, in Nederland verhandelde, TTF-gascontracten met een leveringstermijn van twee of meer dagen kwalificeren als financiële instrumenten en vallen daarom onder toezicht van de AFM. Deze TTF-derivaten zijn voornamelijk termijncontracten, of futures, waarbij gas op een moment in de toekomst moet worden geleverd. Het gaat om grote verhandelde bedragen. Zo is de onderliggende waarde van een gestandaardiseerd maandcontract ongeveer gelijk aan het gemiddelde gasverbruik van 50 huishoudens per jaar.

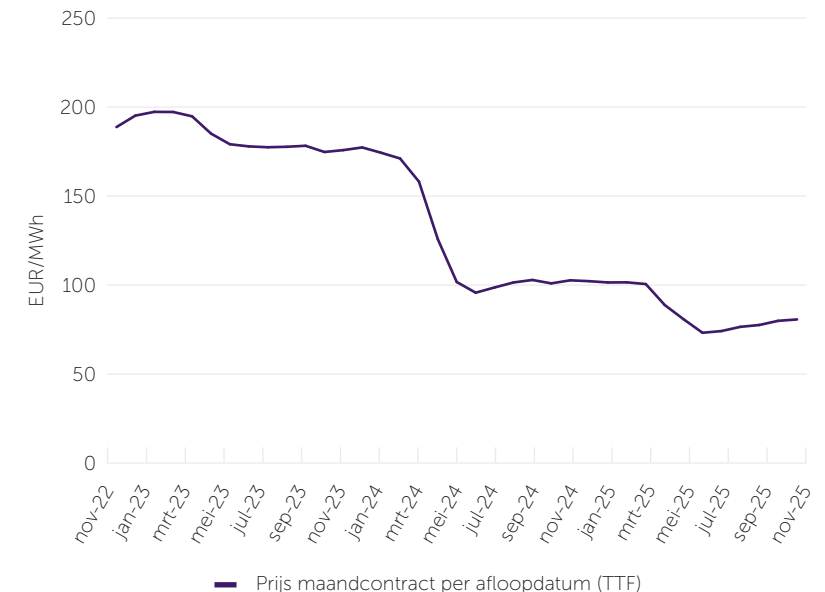
De handel in TTF-termijncontracten vindt voor een belangrijk deel plaats op specifiek op grondstoffen gerichte handelsplatformen. Het grootste handelsplatform is ICE Endex, dat zich in Nederland bevindt. Ook op andere beurzen kan TTF-gas worden verhandeld zoals bijvoorbeeld EEX. Daarnaast is het mogelijk gasderivaten bilateraal te verhandelen op de OTC-markt. Het afgelopen jaar werd gemiddeld ongeveer 80% van alle TTF-gascontracten-transacties uitgevoerd op handelsplatformen en 20% bilateraal. Omdat op platformen veelal sprake is van een transparante en liquide markt, en van verminderd tegenpartijrisico dankzij *centrale clearing* (zie 3.4.2 clearing-structuur), geven marktparticipanten in het algemeen steeds vaker de voorkeur aan handel op een platform zoals ICE Endex. Op dit moment staan ongeveer een miljoen contracten open op ICE Endex.

3.4.1 De functie van de gastermijnmarkt

Termijnmarkten vervullen een vitale functie door risicomitigatie mogelijk te maken. Risicoafdekking stelt partijen in staat om gedegen investeringsbeslissingen te nemen en projecten te ondernemen die zonder risicomitigatie mogelijk te riskant zijn. Een belangrijke functie van de gastermijnmarkt is dat het bedrijven die gas in- of verkopen de mogelijkheid biedt om een toekomstige gasprijs vast te zetten en zich in te dekken tegen koersschommelingen. Denk bijvoorbeeld aan energieproducenten en energieleveranciers die door te handelen in de termijnhandel respectievelijk hun verkoopprijzen en inkooprijzen voor langere tijd kunnen vastzetten. Hier zijn consumenten ook bij gebaat. Een voorbeeld hiervan zijn energieleveranciers die aan de ene kant vaste contracten met consumenten afsluiten en andere kant hun verplichtingen indekken op de termijnmarkt. De forward curve

geeft de prijs van gas op verschillende momenten in de toekomst weer, zie ook figuur 12.

Figuur 12. De markt verwacht nog langere tijd hoge gasprijzen (forward curve van 30 september 2022).



Bron: ICE Endex.

De termijnmarkten dragen bij aan prijsvorming. De Nederlandse gastermijnmarkt is liquide en kent grote omzetten. Zij bevat daarom veel informatie over toekomstige gasspotprijzen en fungeert als referentieprijs voor gas in Noordwest-Europa. Dit betekent dat marktparticipanten zich een beeld vormen van een juiste en eerlijke prijs voor gas op basis van de prijs die tot stand komt op de Nederlandse gastermijnmarkt. Het grote voordeel van de gastermijnmarkt is dat er veel meer verhandeld kan worden dan op de fysieke gasmarkt, omdat termijncontracten niet direct geleverd hoeven te worden.



‘De’ Europese gasprijs komt tot stand in Amsterdam, onder toezicht van de AFM. Specifiek geldt het ‘front-month’ contract – dat op ICE Index verhandeld wordt – als de Noordwest-Europese gasprijs. Dat is het eerstvolgende te vervallen maand-contract (e.g. in augustus kijken we naar het contract dat vervalt per 1 september). Deze prijs is de marktprijs op de verschillende handelsplatformen maar heeft ook invloed op bilaterale (over-the-counter) transacties.

Efficiënte prijsvorming op de gastermijnmarkt dient het publieke belang. Zoals gezegd speelt de termijnhandel een belangrijke rol bij de prijsvorming van gas. Doordat partijen weten wat er op de korte, midden en lange termijn voor gas betaald moet worden, kunnen er belangrijke investeringsbeslissingen worden genomen. Zo helpen liquide termijnmarkten bij de leveringszekerheid van gas en een lagere volatiliteit op de fysieke gasmarkt. Daarnaast speelt de gastermijnmarkt een belangrijke rol bij het bepalen van verduurzaming en de energietransitie.

De gastermijnmarkt is een ontmoetingsplek voor een grote verscheidenheid aan spelers. Op hoofdlijnen kunnen we vier typen marktparticipanten onderscheiden: gasproducenten, gasleveranciers, eindgebruikers van gas, en marktpartijen die risico nemen, investeren en liquiditeit verschaffen. Omdat marktparticipanten er verschillende doelen en strategieën op na houden, kunnen zij optreden als tegenpartij van elkaar en wordt relevante marktinformatie op verschillende manieren in de prijs verwerkt.

Voor transparante prijsvorming en liquiditeit is het belangrijk dat er een voldoende aantal, diverse, spelers actief is. Uiteraard heeft de gastermijnmarkt reëel-economische tegenpartijen nodig: enerzijds spelers die gas kunnen leveren (gasproducenten) en anderzijds spelers met een gasbehoefte (energieleveranciers). Gasproducenten willen zich indekken tegen prijsdalingen terwijl energieleveranciers opwaarts prijsrisico willen mitigeren. Deze reëel-economische tegenpartijen moeten wel ongeveer op hetzelfde moment in transactie willen treden, een concept dat *double coincidence of wants* heet. Omdat dit niet altijd het geval is, spelen financiële partijen een belangrijke rol op deze markt.

Termijnmarkten functioneren beter door de aanwezigheid van financiële partijen. Financiële partijen worden ook weleens speculanten genoemd. Deze term heeft voor sommigen alleen een negatieve connotatie gekregen, maar financiële partijen brengen ook liquiditeit en dragen daarmee in beginsel juist bij aan het functioneren van financiële markten, waaronder termijnmarkten. Zij zoeken risico door te handelen met partijen die dat risico niet willen dragen. Zij kunnen tijdelijk optreden als tegenpartij en deze positie later weer afwikkelen, waarmee zij liquiditeit verschaffen en prijschommelingen beperken. Het is belangrijk dat deze partijen met verschillende handelsstrategieën en tijdshorizonten actief zijn. Neem als voorbeeld het verschil tussen flitshandelaren en hedge funds die een macro-economische strategie voeren. Waar flitshandelaren met hoogfrequente market making strategieën zorgen voor een lage *spread* tussen bied- en laatprijzen en dus potentieel lagere handelskosten, kunnen *global macro* hedge funds de reële, maar tijdelijke, onbalans in vraag en aanbod van gas weg arbitreren door te positioneren voor een daling van de gasprijs op lange termijn. Door liquiditeit te verschaffen over de hele curve, kunnen handelspartijen hun risico goedkoper afdekken. Beide typen financiële partijen verwerken relevante informatie over de gasmarkt op een andere manier in de prijs en hun risicobereidheid. Overigens is er geen eenduidige scheidslijn te trekken tussen reëel-economische partijen en financiële partijen. Ook gasproducenten of energieleveranciers kunnen actief zijn als ‘speculant’, bijvoorbeeld als zij verwachten dat ze op een ander moment gunstiger kunnen kopen of verkopen. Samen zorgen al deze partijen voor transparante prijsvorming en liquiditeit.

3.4.2 Clearingstructuur

Op de termijnmarkten moeten partijen vooraf en bij hoge volatiliteit zekerheden stellen in de vorm van marginverplichtingen. Door prijschommelingen kan de waarde van derivaten snel stijgen of dalen. De kans bestaat dat een partij niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen en failliet gaat. Om dit tegenpartijrisico te vermijden is sprake van (centrale) clearing. Een *Central Counter Party* (CCP) voorkomt directe onderlinge blootstelling van marktparticipanten door op te treden als tegenpartij voor elke derivatentransactie die uitgevoerd wordt op een platform. Partijen



hebben dus geen verplichting aan elkaar, enkel aan de CCP. Om het risico voor deze CCP te beperken moeten handelende partijen, bij aangaan van een contract, een initiële margin storten. Prijsontwikkelingen kunnen ervoor zorgen dat deze initiële marge niet voldoende is. In zo'n geval krijgt een partij het verzoek om geld bij te storten, een *margin call* (zie Box 4). Het principe van margins en margin calls zorgt ervoor dat de termijnmarkt solide blijft, juist in tijden van hoge volatiliteit. De hoogte van deze verplichtingen, zowel de initiële marge als de margin call, wordt dagelijks bepaald en verrekend door CCP ICE Clear UK, dat onder toezicht staat van de Engelse centrale bank, de BoE. Marktparticipanten zijn via *clearing members* aangesloten op een CCP. De CCP vraagt de clearing members om onderpand, die dat doorzetten naar een handelende partij. Deze clearing members zijn vaak grote banken die krediet kunnen verstrekken aan hun klanten om aan de margin call te voldoen.

Box 4. Voorbeeld van werking termijnmarkten en margin calls

Hoe werken *termijncontracten* en *margin calls* precies? Om dit te illustreren nemen we het voorbeeld van een energieleverancier die over twee maanden gas nodig heeft om tegen een vaste prijs te verkopen aan haar klanten. De huidige prijs voor gaslevering over twee maanden is bijvoorbeeld €100 per MWh. Om deze prijs zeker te stellen, zal de energieleverancier een aantal termijncontracten kopen voor deze prijs. Zij opent hiermee een zogenaamde *long* positie. De tegenpartij van deze transactie neemt een *short* positie en zal over twee maanden het gas moeten leveren tegen de vooraf afgesproken prijs van €100 per MWh. Hoewel het contract recht geeft op levering, kan iedere partij ook besluiten om het niet op levering aan te laten komen door de positie eerder te sluiten. Het resultaat blijft echter gelijk: stijgt de gasprijs dan moet de energieleverancier over twee maanden het gas tegen een hogere prijs inkopen, maar dit verlies wordt goedgemaakt door de *long* positie in de termijnmarkt. Zo wordt een *hedge* (afdekking van risico) opgebouwd.

Omdat het op termijnmarkten gaat om contracten en niet om fysieke handel hoeft de energieleverancier niet het gehele bedrag te betalen, maar slechts een bepaald percentage als onderpand voor het contract. Dit onderpand, *initial margin*, kan worden gezien als een zekerheidstelling. Dit is bijvoorbeeld 20% van het totaalbedrag en kan bestaan uit geld, overheidspapieren of andersoortig onderpand. Dit onderpand wordt gebruikt in het geval de prijs van het gas zou dalen. Om te voorkomen dat over twee maanden de energieleverancier of een willekeurige ander partij haar verplichtingen niet kan nakomen, worden alle contracten elke dag gewaardeerd door een centrale clearing tegenpartij (CCP). Hierbij worden winsten en verliezen van de ene naar de andere partij overgeheveld. Dit proces van dagelijks waarderen heet *marked-to-market*. De CCP heeft de verantwoordelijkheid over al het onderpand en biedt zo bescherming tegen het omvallen van individuele marktpartijen.

In het bovenstaande voorbeeld moet het onderpand een waarde hebben van €20. Als door een sterke prijsverandering het onderpand onder een minimaal vereiste waarde zakt (*maintenance margin* genaamd), dan is het niet meer toereikend. Een energieleverancier zal dan een margin call krijgen om het onderpand op te hogen. Stel de prijs van het contract daalt met €7 naar €93 en de maintenance margin is €15, dan is de waarde van het uitstaande onderpand ($€20 - €7 = €13$) niet meer voldoende. De waarde van het onderpand zal moeten worden opgehoogd tot €20. De energieleverancier zal een margin call krijgen om het verschil van €7, *variation margin* genaamd, bij te storten. Mocht zij niet beschikken over dit bedrag, dan komt deze partij in liquiditeitsproblemen.



3.4.3 De verantwoordelijkheden en het doel van de AFM op de gastermijnmarkt

Het toezicht van de AFM op de gastermijnmarkt is primair gericht op integriteit, robuustheid en transparantie. Hiermee bedoelen we integer handelsgedrag, een robuuste, veilige en stabiele infrastructuur en transparante marktwerking. Wij verkleinen systeemrisico's door het proactief monitoren van handelaren, hun risicobeheer en handelsgedrag. Het toezicht hierop is georganiseerd langs drie verdedigingslijnes. Allereerst zijn handelspartijen die orders uitvoeren voor klanten zelf verantwoordelijk voor het voorkomen van marktmisbruik en het signaleren en melden van opvallend handelsgedrag. Ten tweede heeft ICE Endex de taak om maatregelen te treffen die als doel hebben om marktmisbruik te voorkomen en op te sporen. En ten derde heeft de AFM systemen ingericht waarmee wij op basis van marktdata en meldingen vanuit de markt toezicht houden op marktmisbruik. Daarnaast is een belangrijk onderdeel van ons toezicht het monitoren en beperken van concentratierisico, onder andere door het eventueel vaststellen van positielimieten.

Het bredere publieke belang van de gastermijnmarkt is essentieel voor de AFM. Hierbij staat de vraag voorop of de gastermijnmarkt ook in tijden van stress nog functioneert zoals bedoeld. Om deze vraag te kunnen beantwoorden, kijken we naar de twee belangrijkste functies van de gastermijnmarkt: transparante prijsvorming en risicomitigatie. Voor het goed vervullen van deze functies is liquiditeit een cruciale voorwaarde. Transparante prijsvorming is niet hetzelfde als een 'goede' prijs. Omdat de hoge gasprijs grote gevolgen heeft voor huishoudens en de industrie, is voor de AFM hoofdzakelijk de totstandkoming van de prijs belangrijk. Ook voor liquiditeit geldt dat liquide markten niet hetzelfde zijn als markten waarop zoveel mogelijk wordt verhandeld. Voldoende handel is wel een noodzakelijke voorwaarde.

3.5 Risico's en beleidsmaatregelen

3.5.1 De gastermijnmarkt in tijden van onrust

De Nederlandse gastermijnmarkt is adequaat blijven functioneren, ondanks de hoge volatiliteit. Een belangrijke indicator hiervoor is de liquiditeit van de markt. Liquiditeit, en de efficiënte prijsvorming die daarmee samenhangt, is niet in één variabele te vangen. Het doelt op de mate waarin bezittingen, in dit geval gastermijncontracten, verhandeld kunnen worden zonder de marktprijs te veel te beïnvloeden. Indicatoren voor liquiditeit zijn onder andere; (i) open interest, (ii) het aantal actieve marktparticipanten met verschillende strategieën, en (iii) handelsvolume.¹

- Open interest is de som van het aantal openstaande contracten of posities. De open interest is sinds het begin van de Oekraïne-oorlog gehalveerd. Dit lijkt een logisch gevolg van toegenomen onzekerheid op de markt. Deze halvering geldt zowel voor contracten die de komende maanden aflopen als voor contracten met een langere looptijd. Overigens is de open interest sindsdien constant gebleven, zie figuur 13. Ook is de concentratie van positiehouders niet aanzienlijk veranderd in het afgelopen jaar.
- We zien dat het aantal marktparticipanten dat een positie inneemt en de verhouding tussen financiële en niet-financiële partijen gelijk zijn gebleven, zie figuur 14. Evenals vóór de crisis heeft de helft van de handel hedging (het afdekken van risico's) als doel. Daarmee samenhangend wordt ongeveer 50% van alle TTF-futures contracten aangehouden tot *maturity* (einde looptijd), wat resulteert in daadwerkelijke fysieke levering van gas. In combinatie met de dalende open interest betekent dit per saldo dat risicoafdekking in absolute zin is gehalveerd, maar nog steeds op hoog niveau is.

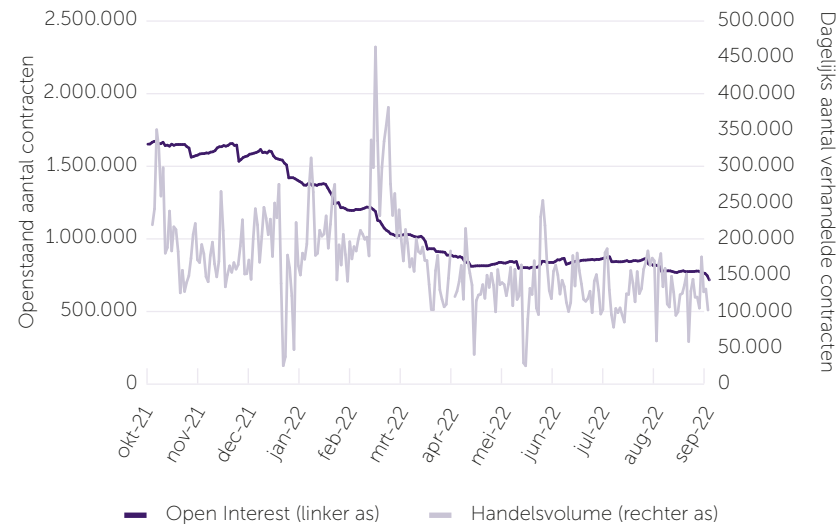
¹ De in deze paragraaf genoemde cijfers zijn gebaseerd op transactie- en positiedata die marktpartijen zelf rapporteren aan de AFM. We nemen voorzorgsmaatregelen om de nauwkeurigheid van de data te borgen en werken continu aan de verbetering van onze datapositie. De data is actueel per 14 oktober 2022.



- De dagelijkse handel in TTF-gastermijncontracten, gemeten in volume, is aan begin van de Oekraïne oorlog ongeveer 30% afgenomen en daarna gelijk gebleven. Deze contracten worden nog steeds voornamelijk op een handelsplatform verhandeld. We zien geen significante verschuiving naar bilaterale handel, bijvoorbeeld om aan de hoge marginverplichtingen – die bij platformhandel horen – te ontkomen.

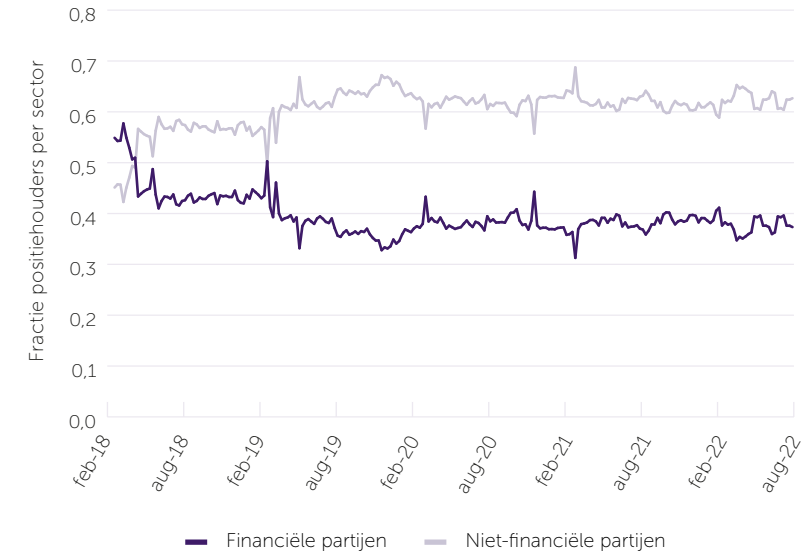
We concluderen dat de gastermijnmarkt zowel in absolute als in relatieve termen liquide is gebleven. De AFM blijft handelsgedrag monitoren om de werking van het brede financiële ecosysteem in de gaten te houden.

Figuur 13. Open interest en handelsvolume in TTF-gascontracten zijn afgenomen aan het begin van de Russische inval in Oekraïne en sindsdien stabiel gebleven.



Bron: ICE Index.

Figuur 14. De verhouding tussen financiële en niet-financiële partijen met een openstaande TTF-derivatenpositie per dag is stabiel.



Bron: AFM EMIR data.

De AFM heeft geen indicaties dat de integriteit van de termijnmarkt in het geding is gekomen. Integriteit en vertrouwen zijn essentieel voor goedwerkende markten. Marktmisbruik kan het vertrouwen in de integriteit van een financiële markt schaden. Onder marktmisbruik verstaat de AFM onder meer handel met voorwetenschap en marktmanipulatie. Voor het toezicht op marktmisbruik baseren wij ons onder meer op meldingen van verdachte transacties in de vorm van zogeheten *suspicious transaction order reports* of STORS. Daarnaast houden wij toezicht op basis van real-time monitoring. Op basis hiervan hebben wij geen indicaties gekregen dat de integriteit op de gastermijnmarkt sinds januari 2022 in het geding is gekomen. Dit betekent overigens niet dat de integriteit van de gastermijnmarkt en de onderliggende gasmarkt niet gevoelig kan zijn voor externe factoren die buiten het bereik van marktmisbruik vallen.



3.5.2 Risico's voor de werking van de gastermijnmarkt

Hoewel hoge gasprijzen vanuit beleidsperspectief zorgwekkend zijn, is dat vanuit het toezichtsperspectief op financiële markten niet direct zo, zolang hoge prijzen een gevolg zijn van de normale werking van de markt.

Als AFM bekijken we de ontwikkelingen vanuit onze rol en missie. Hoewel we het zorgelijk vinden dat het duurzaam financieel welzijn van Nederland door hoge energieprijzen onder druk komt te staan, zijn we op de gasmarkt als marktmeester opgesteld om te borgen dat aan de randvoorwaarden van goede marktwerking wordt voldaan. We zien risico's voor het functioneren van de markt in de vorm van (i) acute liquiditeitsproblemen ten gevolge van margin calls, (ii) opdrogende markten waardoor partijen minder goed risico kunnen afdekken, en (iii) de mogelijk verhinderde prijsvorming die daarmee samenhangt.

Margin calls kunnen marktpartijen in acute geldproblemen storten.

Prijsschokken op de TTF-gasmarkt zorgen voor snel oplopende margins, die doorgaans binnen één dag moeten worden voldaan. Door de huidige hoge volatiliteit lopen margins flink in de boeken. Op dagelijkse basis moeten deelnemers miljarden aan onderpand bijstorten. Omdat toekomstige inkomsten vaak niet classificeren als geldig onderpand kunnen potentieel zeer winstgevende bedrijven in grote problemen komen door margin calls. De kans op forse margin calls en de onzekerheid daaromtrent maakt het minder aantrekkelijk om posities in te nemen en actief te zijn op termijnmarkten.

Dankzij de financiële afwikkelstructuur is het effect van potentiële faillissementen op de werking van het financiële systeem beperkt. Het faillissement van klanten van clearing members – bijvoorbeeld Uniper – raakt vooral de gasverbruiker, want die moet op zoek naar een nieuwe gasleverancier en kan vervolgens vaak alleen een variabel contract afsluiten. Het clearing- en settlementsysteem is zo ingericht dat de kosten voor het afwikkelen van openstaande posities in eerste instantie voor de rekening van de klant zelf komen. Daarna is de clearing member verantwoordelijk. Dit zijn grote banken met een directe kredietlijn naar centrale banken. De kans dat een clearing member omvalt is daardoor beperkt. Pas als de clearing member niet meer aan zijn verplichtingen kan voldoen, wordt de

buffer van centrale tegenpartijen aangesproken. De centrale tegenpartij komt pas in gevaar als meerdere clearing members tegelijkertijd niet aan hun verplichtingen kunnen voldoen. CCPs moeten stresstesten uitvoeren en rekening houden met het faillissement van hun twee grootste clearing members. Het faillissement van enkele klanten van clearing members belemmert de bredere werking van het systeem dan ook niet. Vanuit een financiële stabiliteitsperspectief zijn reddingsacties dus niet direct noodzakelijk. Wel kunnen deze maatregelen de gasverbruiker helpen en zorgen zij ervoor dat meer partijen kunnen blijven handelen.

Een risico is dat markten opdrogen door de toegenomen onzekerheid, waardoor marktparticipanten niet meer kunnen hedgen.

Het mitigeren van risico is momenteel duur, want er moet veel onderpand worden ingebracht bij CCPs. Daardoor kunnen partijen minder makkelijk posities innemen en is het bijvoorbeeld lastig voor energieleveranciers om vaste contracten te verstrekken aan eindgebruikers. Vooralsnog is de markt voldoende liquide gebleven (zie ook 3.5.1), maar het is goed mogelijk dat nog meer partijen zich terugtrekken als grotere onzekerheid en volatiliteit zich voordoen. Dit is een zelfversterkend effect. Als de markt opdroogt wordt het namelijk nog lastiger om posities in te nemen, waardoor nog meer partijen zich terugtrekken. Een mogelijk gevolg is dat marktparticipanten volledig overgeleverd zijn aan spotmarkten, wat onder andere langetermijn-investeringen belemmert.

Indirect komt ook de prijsvorming in gevaar. Efficiënte prijsvorming komt het beste tot stand in liquide markten met zoveel mogelijk verschillende deelnemers. Door afnemende liquiditeit en hogere margin verplichtingen kunnen sommige deelnemers, zoals energieleveranciers, besluiten om zich terug te trekken uit de termijnmarkt: de kosten worden simpelweg te hoog. Dit heeft op zich weer een negatief effect op de liquiditeit, met een vicieuze cirkel als gevolg. Grote, illiquide, prijsbewegingen, zowel omhoog als omlaag, kunnen het vertrouwen van de markt schaden en de rol van de termijnmarkt als liquiditeitspool ondermijnen.



3.5.3 Risico's van beleidsmaatregelen op de gasmarkt

De Europese Commissie heeft een aantal beleidsmaatregelen genomen om de gevolgen van de hoge energieprijzen te beperken. Allereerst is ingezet op besparing van de elektriciteitsbehoefte, zowel algemeen als het piekverbruik. Dit heeft het doel om met name het gebruik van gas terug te dringen. Ten tweede is er een bovengrens afgesproken voor de inkomsten van elektriciteitsproducenten die geen last hebben van de hoge gasprijs, zoals windmolens en kernenergie. De op deze manier afgeroomde inkomsten moeten ten goede komen aan het beperken van de hoge energielasten van consumenten. Ten derde wordt een solidariteitsbijdrage gevraagd aan energieproducenten die profiteren van de hoge olie- en gasprijzen. Met deze maatregelen is voorlopig niet direct ingegrepen op de werking van de termijnmarkt.

Daarnaast worden maatregelen overwogen en ingevoerd om de hoge gasprijzen direct te beteugelen. Het begrenzen van de prijs kan op vele manieren. Zo is in een aantal landen zoals Nederland al een bovengrens op de consumentenprijs van gas (en elektriciteit) gezet. De houdbaarheid van deze manier van begrenzen is echter wel beperkt. Energieleveranciers moeten immers door de overheid worden gecompenseerd voor het verschil tussen inkoopprijs en de begrensde consumentenprijs om faillissementen te voorkomen. Verdergaande maatregelen zoals het begrenzen van de groothandelsgasprijs brengen ook grote uitdagingen met zich mee. Deze prijs moet dan op TTF worden bepaald en er mag niet hoger aangeboden worden dan een bepaalde maximale prijs. Het grote risico is de leveringszekerheid, want in een globale (LNG)-markt zullen gasproducenten hun gas liever verkopen op markten (buiten Europa) waar geen maximumprijs geldt. Een maximumprijs is alleen werkzaam wanneer grote spelers dit gezamenlijk wereldwijd afdwingen.

Naast ingrepen op prijs kan ook gedacht worden aan gedwongen vraagbeperkingen. Ook nu al zijn er bedrijven die 'vrijwillig' door de hoge gasprijs zijn gestopt met produceren. Dit zijn vooral internationaal concurrerende bedrijven die de gasprijs niet kunnen doorrekenen aan hun klanten. Voorbeelden hiervan zijn energie-intensieve sectoren als de

glastuinbouwers, aluminiumsmelters en de chemische industrie. Dit zorgt al voor een besparing op de vraag. De overheid heeft ook de mogelijkheid om grootgebruikers gedwongen af te schakelen van het gas. Dit is een zware maatregel die grote consequenties heeft voor de betrokken ondernemingen en tot allerlei praktische vragen leidt over de snelheid en wijze van implementatie, prioritering (welke bedrijven als eerst), compensatie en duur van de maatregelen. Onrust over afschakeling van specifieke bedrijven kan bovendien leiden tot volatiliteit op de aandelenmarkten. De risico-opslag van specifieke bedrijfsobligaties zullen stijgen, waardoor de financiering van bedrijven duurder wordt. In geval van afschakeling zijn er ook directe gevolgen voor de gastermijnmarkt. Posities moeten worden afgewikkeld en grote prijsbewegingen kunnen leiden tot nieuwe margin-verplichtingen. Sommige partijen kunnen in acute liquiditeitsproblemen komen en het systeem van central clearing zal onder druk komen te staan. Voorspelbaar en vroegtijdig gecommuniceerd beleid kan hier de ergste voetangels wegnemen.

Een heel stevige maatregel zou het vaststellen van een prijsplafond op de gastermijnmarkt zijn. Omdat de prijzen op de gastermijnmarkt gelden als referentieprijs voor bijvoorbeeld LNG-contracten, zou een prijsplafond op de gastermijnmarkt een maatregel zijn om de kosten van gasimport te beteugelen. Deze maatregel kent zeer waarschijnlijk meer nadelen dan voordelen, omdat zij ten koste gaat van transparante prijsvorming, liquiditeit en dus risicomitigatie. Sterker nog, het stellen van een prijsplafond op de gastermijnmarkt leidt zeer waarschijnlijk tot een gedeeltelijke stilstand van de handel. Het wegvallen van de gastermijnmarkt zal zo leiden tot veel onzekerheid over toekomstige prijzen, belemmert een efficiënte verdeling van gas en kan zelfs resulteren in problemen omtrent leveringszekerheid. Als er geen betrouwbare prijs meer is, zullen LNG-producenten West-Europa eerder links laten liggen. Ook zullen marktpartijen eerder overgaan tot bilaterale (OTC-)handel waar het tegenpartijrisico vele malen groter is dan bij een centrale tegenpartij (CCP). Dit vergroot potentieel systeemrisico's. Een alternatieve maatregel om de groothandelsprijs van gas te maximeren zou een prijsplafond op gas-import zijn. Dit is echter praktisch zeer complex en heeft als bijkomende nadeel dat de efficiënte verdeling van gas naar waar de behoefte het grootst is, ook komt stil te liggen.



Een circuit breaker kan excessieve volatiliteit inperken, maar heeft geen invloed op de hoge prijsniveaus. Deze brengen tijdelijke rust maar kennen ook praktische bezwaren. Het mechanisme van het tijdelijk stilleggen van een markt bij verhoogde volatiliteit, wordt ook wel een *circuit breaker* genoemd. Bij het bereiken van vooraf bepaalde statische of dynamische prijslimieten wordt een markt tijdelijk onderbroken, waarna het na een periode van enkele seconden tot enkele uren weer wordt opgestart. Dit mechanisme wordt veel toegepast in termijnmarkten en heeft als voordeel dat de markt tijd krijgt om op adem te komen. Marktpartijen krijgen de tijd om nieuwe informatie te verwerken en eventueel hun risicomanagement hierop aan te passen. Daarnaast kan de vertragende werking van tijdelijke prijslimieten helpen bij het voorkomen van liquiditeitsproblemen door plotselinge margin calls. Hoe nauw die limieten gedefinieerd zijn en hoe lang de markt wordt stilgelegd heeft echter grote gevolgen voor de effectiviteit van dit mechanisme. Te kort heeft geen impact en te lang heeft een averechts effect, doordat marktpartijen op zoek zullen gaan naar alternatieven zoals OTC-handel. Daarnaast is tijdens de rustperiode uiteraard geen sprake van transparante prijsvorming of liquiditeit. Circuit breakers zijn een middel om extreme volatiliteit in te dammen, maar zijn geen middel tegen hoge prijzen.

Ook worden oplossingen gezocht voor de margin calls, die door sommigen in de huidige situatie als belemmerend hoog worden ervaren.

Onzekerheid over liquiditeitsbehoefte zorgt ervoor dat veel partijen ervoor kiezen niet meer te handelen. Deze onzekerheid kan ten dele worden weggenomen door; (i) het verstrekken van kredietlijnen aan gasproducenten en -leveranciers, (ii) het accepteren van meer asset classes als onderpand, of (iii) het verlagen van margins. In dat laatste geval zullen centrale banken directe zekerheid moeten verstrekken aan clearing members of centrale tegenpartijen. Het grote nadeel van deze maatregelen is dat het tegenpartijrisico in meer of mindere mate kan worden verhoogd en daarmee het systeemrisico. Het is een afweging tussen behapbare liquiditeitsbehoefte enerzijds en een acceptabel niveau van tegenpartijrisico anderzijds.

Voorkennis over overheidsmaatregelen kan leiden tot een verhoogd risico op marktmanipulatie. De meeste ingrepen op de gastermijnmarkt of spotmarkt door overheden zijn potentieel zeer ingrijpend. Voorkennis hierover kan zeer waardevol zijn en oneigenlijk gebruik van deze voorkennis valt onder marktmisbruik. Waakzaamheid van de AFM en andere (Europese) toezichthouders op de gasmarkt is daarom essentieel.

Concluderend: een goede werking van de gastermijnmarkt is het meest gebaat bij maatregelen die efficiënte prijsvorming en stabiele liquiditeit ondersteunen in plaats van ondergraven. Ook dit soort maatregelen is echter geen alternatief voor de aanpak van vraag en aanbod op de gasmarkt. Zoals beschreven kunnen beleidsmaatregelen ongewenste negatieve effecten hebben op de leveringszekerheid, prijsvorming en mogelijkheden om risico af te dekken. Behoedzaamheid is dan ook het devies voor mogelijk ingrijpen op de gastermijnmarkt. Uiteindelijk zullen alleen maatregelen in de reële economie, zoals het verminderen van het energiegebruik en de transitie naar alternatieve energiebronnen, tot een duurzame oplossing voor het huidige tumult op de gasmarkt kunnen zorgen.

04

Impact door duurzaam beleggen





4.1 Inleiding

Steeds meer mensen zien de urgentie in van het tegengaan van de klimaatcrisis. Zij worden daarbij ongetwijfeld geholpen door de ongebruikelijk hete zomers en de hoge frequentie van de aan klimaatverandering gerelateerde natuurrampen. Er moet echter nog veel gebeuren om de klimaatcrisis te adresseren. Om de klimaatdoelen te halen is onder andere een grote reductie nodig van CO₂-uitstoot en moeten er grote investeringen worden gedaan op het gebied van duurzaamheid. Bij investeerders, en met name ook bij retailbeleggers, leeft in groeiende mate de wens om bij te dragen aan het tegengaan van de klimaatverandering, en andere maatschappelijke en governancegerelateerde problematiek.

In de financiële markt wordt hierop ingesprongen door beleggers met duurzaamheidsdoelstellingen duurzame beleggingsproducten aan te bieden. Op dit moment heeft meer dan de helft van de Nederlandse beleggers vanuit duurzaamheidsoogpunt dit soort beleggingsproducten in het portfolio. Ook bij grotere institutionele spelers zoals pensioenfondsen speelt duurzaamheid een steeds grotere rol in hun beleggingsbeleid, daarbij mede aangedreven door de wens van hun deelnemers. De groeiende rol van duurzaamheid in het beleggingsbeleid en de wens van beleggers om aan de duurzaamheidstransitie bij te dragen moeten worden gezien tegen het bredere toenemende belang van duurzaamheid in de economie. Duurzaamheidsoverwegingen worden steeds belangrijker voor het waarden van ondernemingen en het beheersen van risico's, ook zonder expliciet doel om de duurzaamheidstransitie aan te jagen. De financiële markt speelt ook in op deze bredere beweging met nieuwe producten, ESG-ratings en dergelijke.

Onderzoek wijst uit dat bij retailbeleggers nog veel onduidelijkheid bestaat over wat duurzaam beleggen wel en niet kan bereiken. AFM-onderzoek toont aan dat er bijvoorbeeld veel verwarring is rond het begrip 'impact' en

de mechanismen waarmee impact tot stand komt.¹ Deze onduidelijkheid onder retailbeleggers wordt versterkt door het feit dat de communicatie door aanbieders en de regelgeving daaromtrent nog nieuw en in ontwikkeling is. Hierdoor lopen beleggers het risico dat hun verwachtingen van de door hen aangehouden duurzame beleggingen niet stroken met de realiteit.

In dit hoofdstuk gaan we dieper in op hoe duurzame financiering zich verhoudt tot duurzaamheidsdoelstellingen van retailbeleggers. We richten ons daarbij in het bijzonder op hoe duurzaam beleggen tot impact kan leiden en welke rol dit kan spelen in de duurzaamheidstransitie. We leggen uit dat duurzame financiering impact kan maken door het kapitaalallocatiekanaal en het engagementkanaal. Beide kanalen worden effectiever als zowel retailbeleggers, institutionele beleggers als andere kredietverstrekkers ondernemingen dezelfde duurzame richting op willen sturen. Retailbeleggers lijken op dit moment onbekend met de achterliggende mechanismen van duurzame financieringsstrategieën. Het is daarom belangrijk dat aanbieders transparant communiceren over de doelstellingen van hun producten en de impactimplicaties die daarbij horen. Paragraaf 2 gaat in op de rol die de financiële sector in de duurzaamheidstransitie kan spelen. Paragraaf 3 bespreekt de verschillende manieren waardoor duurzame financiering voor impact kan zorgen en wat daarvoor randvoorwaarden zijn. Paragraaf 4 behandelt de keuzeproblemen die retailbeleggers tegenkomen als zij duurzaam willen beleggen. In de slotparagraaf worden de belangrijkste conclusies op een rij gezet.

¹ [‘Duurzame beleggers in kaart’](#), AFM, november 2022.



4.2 De rol van de financiële sector in de duurzaamheidstransitie

Duurzaamheidsvraagstukken ontstaan onder andere doordat de schadelijke effecten van de vervuiling die optreedt bij productie niet direct worden ondervonden door de consument of producent. Omdat de veroorzaker niet de rekening betaalt van deze toegebrachte schade, zal deze de kosten niet meenemen bij het bepalen van het optimale productie- of consumptieniveau.² Deze zogenoemde negatieve externaliteiten zorgen daardoor voor overconsumptie of overproductie van het vervuilende product en zijn daarom een voorbeeld van marktfalen. Dit resulteert in negatieve bijeffecten voor de samenleving, zoals vervuiling, en breder gezien ook voor dieren, natuur en toekomstige generaties.

In het geval van negatieve externaliteiten is de primaire oplossing het beprijzen van deze externaliteiten, zodat ze worden meegenomen in het bepalen van het productie- en consumptieniveau in de reële economie. Een klassiek voorbeeld van een negatieve externaliteit is CO₂-uitstoot. Hoewel dit voorheen niet werd meegewogen in productie- en consumptiebeslissingen, zorgt het beprijzen van CO₂-uitstoot ervoor dat de uitstoot die is geassocieerd met een product is verwerkt in de prijs ervan. Bedrijven, consumenten en investeerders nemen dan automatisch het effect van de uitstoot mee in hun beslissingen. Producenten gaan zuinigere productiemethoden onderzoeken, consumenten schaffen de minder vervuilende optie aan en investeerders zien minder heil in relatief vervuilende

bedrijven. Ook zorgt het ervoor dat bedrijven waarvan de opbrengst van de productie niet opweegt tegen de maatschappelijke kosten hun activiteiten zullen beëindigen. Deze maatregel is dan ook erg effectief en efficiënt en het is duurder om hetzelfde resultaat met andere beleidsinstrumenten te behalen.³ Er zijn onderwerpen die zich niet lenen voor beprijzing, zoals kinderarbeid, omdat daar geen acceptabel 'optimaal' niveau is. In die gevallen kunnen overheden gebruik maken van regels, voorschriften, belastingen of subsidies. Hoewel deze instrumenten economisch gezien niet zo efficiënt zijn als beprijzing, leveren ze net als beprijzing wel een directe bijdrage aan het bereiken van de beoogde doelen.⁴

De financiële sector kan een ondersteunende rol spelen bij de duurzaamheidstransitie. Anders dan interventies in de reële economie die direct het gedrag van consumenten en producenten beïnvloeden, zoals beprijzing en directe regulering van bijvoorbeeld de energiezuinigheid van woningen, proberen duurzame investeerders beïnvloeding in de reële economie tot stand te brengen door middel van het effect dat van financieringscondities uitgaat. Dit is een indirect effect en hoewel het geen alternatief is voor directe interventies, kan het wel een ondersteunende rol spelen. In paragraaf 3 wordt nader ingegaan op de verschillende manieren waardoor duurzame financiering voor impact kan zorgen en wat daarvoor randvoorwaarden zijn.

² ['The Economics of Welfare'](#), A.C. Pigou, 1920.

³ ['Effective Carbon Rates 2021'](#), OESO, 2021.

['Combining Price and Quantity Controls to Mitigate Global Climate Change'](#), W.A. Pizer, 2002.

['Environmental and technology policies for climate mitigation'](#), C. Fisher & R.G. Newell, 2008.

['Carbon pricing in climate policy: seven reasons, complementary instruments, and political economy considerations'](#), A. Baranzini et al, 2017.

['Handbook of Public Economics, Chapter 21 – Taxation and Economic Efficiency'](#), A.J. Auerbach & J.R. Hines, 2002.

['The EU ETS: Eight Years and Counting'](#), A. Denny Ellerman et al, 2014.

['Renewable Energy Incentives and Co2 Abatement in Italy'](#), C. Marcantonini & V. Valero, 2015.

⁴ ['How Much Carbon Pricing is in Countries' Own Interests? The Critical Role of Co-Benefits'](#), I. Parry et al, 2014.

['Economic Instruments for Environmental Regulation'](#), T.H. Tietenberg, 1990.



4.3 Wat is impact door duurzame financiering?

4.3.1 Wat is duurzame financiering?

Duurzame financiering richt zich op milieu-, sociale en governance-doelstellingen. Met duurzame financiering worden financiële producten bedoeld die rekening houden met diverse doelstellingen op milieu- (environmental), sociaal en governance gebied, waardoor duurzame financiering ook wel wordt aangeduid als ESG-financiering. Klimaatverandering geldt daarbinnen als een van de meest urgente en zichtbare vraagstukken.⁵ Veel duurzame financiële producten hebben daar dan ook betrekking op. Niettemin kunnen duurzame financiële producten ook betrekking hebben op een of meerdere andere ESG-elementen, zoals het tegengaan van kinderarbeid of het aanjagen van diversiteit. De doelstellingen worden ook wel gerelateerd aan de Sustainable Development Goals van de VN, waarmee onder de noemer duurzaamheid een groot aantal verschillende doelstellingen kunnen worden nagestreefd.⁶

Duurzaamheid kan op verschillende manieren worden ingevuld door instellingen. Financiële instellingen kunnen vooralsnog een eigen invulling geven aan wat zij verstaan onder duurzaamheid, zowel wat doelstellingen als wat inhoud betreft. Deze invullingen kunnen door het grote aantal uiteenlopende doelen sterk verschillen per aanbieder en per product. Alle aanbieders moeten rekening houden met duurzaamheidsrisico's op het financiële rendement van het product (bijv. het risico van overstroming of droogte op de waarde van het fonds). Daar bovenop kunnen specifieke duurzame doelen worden nagestreefd (bijv. vermindering CO₂-uitstoot en afvalproductie). Inhoudelijk gezien wordt duurzaamheid vaak gerelateerd aan (elementen van) klimaatverandering, maar ook daarbinnen zijn vele varianten mogelijk (CO₂-uitstoot, water- en energieverbruik, biodiversiteit

etc.). Daarnaast wordt de invulling vaak gebaseerd op een ESG-rating, dat een gemiddelde is van uiteenlopende indicatoren op E-, S- en G-gebied. Een uitdaging daarbij is dat het lastig is om een evenwichtige afweging te maken tussen deze doelen op het moment dat deze onderling tegenstrijdig zijn. Zo werd Tesla bijvoorbeeld uitgesloten van een ESG-index vanwege zorgen over governance en cultuur, ondanks de grote bijdrage aan duurzaam vervoer.⁷ Er vinden verschillende inspanningen plaats om tot een gedeelde definitie te komen, de belangrijkste daarvan is de taxonomie van ecologisch duurzame activiteiten van de EU.

4.3.2 Wat bedoelen we met reële impact door duurzame financiering?

Impact bij duurzame financiering: zorgen voor een verandering die er anders niet was gekomen. Impact bij duurzame investeringen betekent dat door deze investeringen verbeteringen worden gegenereerd op duurzaamheidsvlak, die anders niet zouden plaatsvinden.⁸ Deze 'additionaliteit' is wat we in deze context met impact bedoelen. Ter illustratie: een duurzame obligatie maakt niet per definitie impact. De opbrengst van een duurzame obligatie kan weliswaar worden besteed aan een windmolen, maar de vraag is of die windmolen er ook was gekomen zonder deze duurzame obligatie. Dezelfde additionaliteitsvraag speelt ook op fondsniveau. Er kan worden belegd in groene ondernemingen, maar de vraag is of dit veranderingen teweegbrengt die anders niet waren ontstaan.

Het is in het kader van dit hoofdstuk belangrijk het onderscheid tussen een *alignment* en een *impact* strategie bij duurzame financiering te maken. Met een *alignment*-strategie wordt hier bedoeld dat er wordt geïnvesteerd in ondernemingen die een bepaald duurzaam doel nastreven of waarbij activiteiten relatief hoog scoren op ESG-vlak zodat ethische voorkeuren van beleggers in lijn worden gebracht met de karakteristieken

⁵ ['The Global Risks Report 2022'](#), WEF, 2022.

⁶ ['Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development'](#), VN, 2015.

⁷ ['A Broken System Needs Urgent Repairs'](#), Economist, 2022.

⁸ ['Impact investments: a call for \(re\)orientation'](#), T. Busch et al, 2021.



van de beleggingen. Verwarrend genoeg hanteren de meeste fondsen die zichzelf een 'impact'-label geven een dergelijke strategie.⁹ Het cruciale punt is dat deze ondernemingen mogelijk ook zonder de investering deze doelen zouden behalen of deze activiteiten zouden uitvoeren, als zij andere financieringsbronnen kunnen aanspreken. De investering op zich maakt in dat geval geen verschil voor de uitkomst. Dat is bij een *impact*-strategie wel het geval, aangezien daar een causaal verband te leggen is tussen de investering en een bepaalde duurzame uitkomst.

4.3.3 Hoe maakt duurzame financiering impact?

Duurzame investeerders kunnen duurzame uitkomsten beïnvloeden via het kapitaalallocatiekanaal of het engagementkanaal. Zij kunnen impact genereren door meer te beleggen in duurzame ondernemingen of minder in vervuilende ondernemingen (kapitaalallocatie), of door in hun rol als aandeelhouder ondernemingen proberen aan te zetten tot verduurzaming (engagement). Er zijn ook enkele indirecte manieren waarop duurzame financiering een impact kan hebben. Het belangrijkste indirecte kanaal om impact te maken valt te omschrijven als het reputatiekanaal. Consumenten en potentiële werknemers kunnen bijvoorbeeld besluiten een niet-duurzaam bedrijf te mijden. Deze dreiging kan zo'n niet-duurzaam bedrijf stimuleren om duurzamer te worden. Hoewel deze indirecte effecten wel aanwezig kunnen zijn, is het aandeel dat kan worden toegeschreven aan duurzame financiering lastig te onderscheiden van bredere maatschappelijke druk door consumenten, belangenorganisaties etc.¹⁰

4.3.4 Impact via kapitaalallocatie

De werking van het kapitaalallocatiekanaal vereist een goede identificatie van (niet-)duurzame ondernemingen, een effect op de prijs van kapitaal en een effect op groei van duurzame bedrijven. Om het kapitaalallocatiekanaal te laten werken zijn drie stappen nodig: 1) identificatie, waarin duurzame

investeerders met succes milieuvriendelijke bedrijven identificeren; 2) prijseffect, waarin er een effect is op de prijsstelling en de toename van de vraag naar dergelijke bedrijven de kredietkosten van deze bedrijven verlaagt en 3) groeieffect, waarin de lagere kredietkosten de groei van de duurzame bedrijven versterken (zie figuur 15).¹¹ Op het moment dat er belemmeringen zijn in een van deze stappen zal de uiteindelijke duurzame impact die een belegging kan maken, worden gereduceerd.

Figuur 15. Drie stappen voor werking kapitaalallocatie.
Identificatie in het kapitaalallocatiekanaal



Identificatie vereist dat een voldoende groot deel van de markt op dezelfde wijze (niet-)duurzame bedrijven identificeert. Een groot genoeg aandeel van de markt moet (niet-)duurzame bedrijven op juiste en eenduidige wijze identificeren om een voldoende sterk signaal af te geven. Hier is veel regulering op gericht. Er zijn echter enkele uitdagingen voor een dergelijk eensgezind signaal uit de markt. Ten eerste wordt er door ondernemingen op verschillende wijze gerapporteerd over duurzaamheidsprestaties. Het verslaggevingsraamwerk is nog in ontwikkeling en moet het in de toekomst eenduidiger maken en makkelijker om bedrijven

⁹ 'The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim', L. Scheitza et al, 2022.

¹⁰ 'Active Ownership', E. Dimson et al, 2015.

'Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact', J.F. Kölbl et al, 2020.

¹¹ De redenatie werkt ook omgekeerd: identificatie niet-duurzame bedrijven, toename financieringskosten van deze bedrijven, (relatieve) krimp van deze bedrijven.



te beoordelen op duurzaamheidsprestaties waardoor prijseffecten bij de juiste ondernemingen terecht komen.¹² Ten tweede is er sprake van definitiekwesties waardoor verschillende beleggers anders kunnen denken over wat duurzaam is (paragraaf 2). De taxonomie van de EU biedt hiervoor een gezamenlijk uitgangspunt. De politieke discussie in dat kader of bijvoorbeeld gas duurzaam genoemd kan worden, is tegelijk ook illustratief voor de uitdagingen van een gezamenlijke definitie.¹³ ESG-ratings kunnen met eenvoudig te gebruiken scores over hoe duurzaam een onderneming is ook een rol spelen in het bieden van een gedeeld uitgangspunt over welke ondernemingen duurzaam zijn. ESG-ratings hanteren echter verschillende doelstellingen, definities en methodologieën en verschillen onderling in welke ondernemingen de hoogste ratings krijgen.¹⁴ Hierbij zijn ook zorgen dat greenwashing resulteert in onterecht hoge ESG-ratings, wat het probleem van identificatie verder versterkt.¹⁵ Regulering van ESG-ratingsaanbieders kan deze transparanter en betrouwbaarder te maken.¹⁶

Prijseffect van het kapitaalallocatiekanaal

Er is vooralsnog bescheiden bewijs voor het noodzakelijke prijseffect door ESG-investeringen. Onderzoekresultaten zijn niet eenduidig maar er zijn verschillende onderzoeken die aantonen dat duurzame

beleggingen eenzelfde of een lager rendement hebben dan niet-duurzame beleggingen. Een lager rendement is consistent met een prijseffect waarbij duurzame ondernemingen tegen lagere kapitaalkosten kunnen financieren.¹⁷ Onderzoeken tonen wel aan dat, gegeven het huidige beperkte vermogensaandeel van duurzame investeerders, het effect op kapitaalkosten te klein is om echt een factor van belang te zijn.¹⁸ Het directe prijseffect van een individuele retailbelegger is hierbij te verwaarlozen, maar voor grote institutionele investeerders is dit anders.¹⁹ Op het moment dat het vermogensaandeel van duurzame beleggers toeneemt en banken en institutionele beleggers dezelfde druk uitoefenen zal het prijseffect groter worden. Ook dan is er een grote verschuiving nodig naar duurzaam beleggen om tot een zichtbaar prijseffect te komen.²⁰ Een verbeterde documentatie en classificatie kunnen ervoor zorgen dat de prijseffecten bij de 'juiste' ondernemingen terecht komen en in de toekomst wellicht zichtbaarder worden. Dit prijseffect is overigens indirect. Het prijseffect komt in eerste instantie ten goede aan de eigenaren van de aandelen die hun aandelen of obligaties op de secundaire markt kunnen verkopen, maar zorgt ook voor gunstigere financieringsvoorwaarden van de uitgevende bedrijven op de primaire markt.²¹

¹² 'AFM pleit voor meer eenduidigheid en uitvoerbaarheid van internationale standaarden voor duurzaamheidsverslaggeving', AFM, 2022.

¹³ 'EU faces down critics over green investment label for gas and nuclear power', FT, 2022.

¹⁴ 'Call for a European Regulation for the provision of ESG data, ratings, and related services', AFM & AMF, 2020.

¹⁵ 'ESG-ratings leiden niet tot maatschappelijk verantwoord beleggen', B. van der Kroft & D. Bams, 2022.

¹⁶ 'Do Financial Advisors Exploit Responsible Investment Preferences?', M. Laudi et al, 2021.

¹⁷ 'AFM's response to EU consultation on regulation of ESG ratings providers', AFM, 2022.

¹⁸ 'Dissecting green returns', L. Pastor et al, 2022.

¹⁹ 'Do investors care about carbon risk?', P. Bolton & M. Kacperczyk, 2021.

Zie ook [Bolton and Kacperczyk \(2019\)](#) die bewijs vinden dat beleggers een premium vragen aan ondernemingen met CO₂-uitstoot en [Hong and Kacperczyk \(2009\)](#) die vinden dat "sin" stocks (i.e., producenten van alcohol, tobacco, and gaming) het beter doen dan non-sin stocks. [Barber et al. \(2021\)](#) die vinden dat venture capital funds die ook voor social impact gaan een lagere performance hebben. [Baker et al. \(2018\)](#) en [Zerbib \(2019\)](#) vinden dat green bonds geprijsd zijn met een premium en lagere returns halen dan traditionele bonds. Recent onderzoek door [Van Dijk, Alvis & Krueger \(2022\)](#) vindt geen prijseffect. Maar er zijn ook onderzoeken die juist een positief prijseffect vinden. Het lastige van dit soort onderzoek is dat duurzame investeringen vaak ook een ander risicoprofiel hebben ([Krueger et al., 2020](#); [Ilhan et al., 2020](#)) en dat het lastig is daarvoor goed te corrigeren.

¹⁸ 'The Impact of Impact Investing', J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

¹⁹ 'Climate Impact Investing', T. de Angelis et al, 2022.

²⁰ 'Unpacking the Impact in Impact Investing', P. Brest & K. Born, 2013.

²¹ 'The Impact of Impact Investing', J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

²¹ En als het gaat om derivaten, zoals ETFs, zit hier nog een extra schakel tussen.



Groeieffect van het kapitaalallocatiekanaal

Het additionele effect op duurzame groei van bedrijven door goedkopere financiering werkt voornamelijk voor bedrijven die afhankelijk zijn van financiering. Om het uiteindelijke positieve verduurzamingseffect te genereren door duurzame financiering via het kapitaalallocatiekanaal, is het noodzakelijk dat het bedrijf door de lagere kapitaalkosten groeit en marktaandeel wint. Een bedrijf groeit alleen door goedkope krediet als het afhankelijk is van externe financiering en beperkt toegang heeft tot alternatieve financieringsmogelijkheden. Het effect is dus het grootst als financiering een belemmerende factor is.²² Dat is met name het geval bij kleine, nieuwe bedrijven en bedrijven die opereren in minder volwassen kapitaalmarkten. Ook geldt dit vooral bij investeringen met een erg lange horizon of met grote staartrisico's, d.w.z. risico's die weinig materialiseren maar wel grote nadelige effecten hebben als dit gebeurt. Het geldt in veel mindere mate bij beursgenoteerde bedrijven, waar retailfondsen doorgaans op gericht zijn. Wel kunnen andere kredietverstrekkers zoals banken via eisen aan de kredietverstrekking een belangrijke aanjagende rol spelen bij de bedrijven die zij financieren en op die manier wellicht het effect via de kapitaalmarkt versterken. Hier spelen ook macro-economische omstandigheden een rol; als financiering duurder wordt, worden kapitaalkosten voor meer ondernemingen een belemmerende factor en wordt de impact van duurzame investeringen groter.

4.3.5 Impact via engagement

Het engagementkanaal kan succesvol zijn in het genereren van impact. Dit kanaal is vooral toegankelijk voor institutionele investeerders. Investeerders zoals die verenigd in de Climate Action 100+ groep vragen bedrijven om hun gedrag te veranderen. Dit gebeurt zowel in direct gesprek met deze ondernemingen als via stemmingen op de algemene vergadering van aandeelhouders, bijvoorbeeld over bestuurdersbenoemingen, beloningsbeleid en specifieke duurzaamheidsvoorstellen. Anders dan het kapitaalallocatiekanaal richten investeerders zich hier op ondernemingen waar ze substantiële ruimte zien voor verbeteringen. Dit hoeven dus niet per definitie duurzame ondernemingen te zijn. Hier speelt ook het probleem van conflicterende ESG-doelen minder, aangezien er per onderwerp invloed kan worden uitgeoefend. Institutionele investeerders hebben er met deze methode met succes ervoor gezorgd dat bedrijven zichzelf emissiedoelen zijn gaan stellen.²³ Bovendien heeft dit kanaal een veel lagere participatiegraad nodig om succesvol te zijn dan het kapitaalallocatiekanaal.²⁴ Er zijn wel enkele kanttekeningen bij de reële impact van engagement te plaatsen. De onderzochte effecten hebben betrekking op het stellen van duurzame doelen en het rapporteren daarover door ondernemingen. Het moet nog blijken wat de daadwerkelijke milieueffecten daarvan zijn. In het algemeen zijn de inspanningen en resultaten van engagement door individuele partijen, hoewel deze wel degelijk significant kunnen zijn, lastig aan te tonen en te beoordelen door beleggers.²⁵

²² ['Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact'](#), J.F. Kölbel et al, 2020.

['The Impact of Impact Investing'](#), J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

['How Investors Can \(and Can't\) Create Social Value'](#), P. Brest et al, 2018.

²³ ['Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact'](#), J.F. Kölbel et al, 2020.

['Which Institutional Investors Drive Corporate Sustainability?'](#), M. Ceccarelli et al, 2022.

²⁴ ['The Impact of Impact Investing'](#), J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

²⁵ ['AFM pleit voor meer eenduidigheid en uitvoerbaarheid van internationale standaarden voor duurzaamheidsverslaggeving'](#), AFM, 2022.



4.4 Keuzeproblemen bij beleggers die impact willen maken

De AFM heeft onderzoek gedaan naar de motivaties en verwachtingen van retailbeleggers. De AFM heeft onderzoek uitgevoerd onder ruim 500 retailbeleggers die duurzaam beleggen. Uit het onderzoek blijkt dat beleggers verschillende motivaties en verwachtingen hebben van duurzaam beleggen.²⁶ Bovendien geeft het onderzoek aanwijzingen voor problemen in het keuzeproses, waardoor beleggers er mogelijk niet in slagen om het product te vinden dat bij hun duurzaamheidsmotivaties aansluit.

Uit eerder internationaal onderzoek naar de verwachtingen van duurzame beleggers blijkt dat de onderliggende motivaties van beleggers zijn in te delen in drie categorieën. De verschillende motivaties zijn in zekere zin een illustratie van de uitdagingen met identificatie van duurzame ondernemingen. De grenzen tussen de drie motivaties zijn diffuus, een belegger kan alle drie in meer of mindere mate belangrijk vinden:²⁷

- **Impact.** Beleggers willen een positieve duurzame verandering teweegbrengen met hun belegging. Van belang hierbij is de 'additionaliteit' van de belegging.
- **Ethisch.** Beleggers willen beleggen in ondernemingen die in lijn zijn met hun persoonlijke normen en waarden.
- **Rendement.** Beleggers zien duurzaamheid als een manier om te komen tot een betere risico/rendement-verhouding.

Impact maken is doorgaans een belangrijke motivatie voor duurzame beleggers. Uit een onderzoek onder Franse en Duitse beleggers in 2019 kwam naar voren dat impact maken de belangrijkste reden is om duurzaam te beleggen.²⁸ In een groter onderzoek in diverse Europese landen, uitgevoerd in 2021, kwam naar voren dat 46% van de consumenten (in deze studie niet alleen beleggers) impact maken belangrijk vindt. Dat is minder dan de andere motivaties in deze studie (60% geeft aan te beleggen om beleggingen in lijn te brengen met normen en waarden en 68% om tot een betere risico/rendement verhouding te komen), maar nog steeds substantieel.²⁹ Ook in een onderzoek onder Nederlandse deelnemers van een pensioenfonds wil een grote meerderheid rendement opgeven om impact te maken door middel van een engagementstrategie.³⁰ Een gemene deler is dat impact een belangrijke, en in sommige studies de belangrijkste, reden is dat beleggers kiezen voor duurzaam beleggen.

Nieuw onderzoek van de AFM bevestigt dat impact maken de belangrijkste motivatie is om duurzaam te beleggen. In ons onderzoek geeft bijna de helft van de duurzame beleggers (49%) aan dat het teweegbrengen van een positieve duurzame verandering ('impact maken') het belangrijkste doel is voor duurzaam beleggen (zie figuur 16).³¹ Ongeveer 30% geeft aan dat het 'beleggen in lijn met persoonlijke normen en waarden' de belangrijkste motivatie is. Tot slot geeft 20% van de duurzame beleggers aan dat zij betere financiële resultaten verwachten van duurzaam beleggen en dat zij met name daarom kiezen voor duurzaam beleggen.

²⁶ 'Duurzame beleggers in kaart', AFM, november 2022.

²⁷ 'Guidance for assessing client sustainability preferences', 2^e Investing Initiative, 2022.

²⁸ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2^e Investing Initiative, 2020.

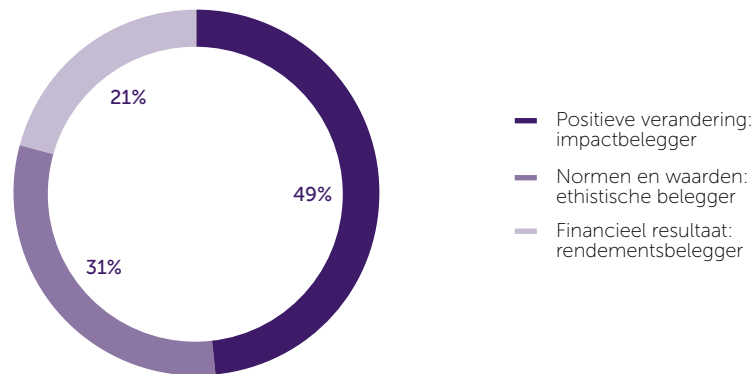
²⁹ 'What do your clients actually want?', 2^e Investing Initiative, 2022.

³⁰ 'Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments', R. Bauer et al, 2021.

³¹ 'Duurzame beleggers in kaart', AFM, november 2022.



Figuur 16. Positieve verandering is de belangrijkste reden om duurzaam te beleggen.



Bron: AFM.

Duurzaam beleggen gaat gepaard met verschillende soorten informatieproblemen. Duurzaam beleggen kent verschillende informatieproblemen die kunnen leiden tot marktfalen: onduidelijkheid over de precieze invulling van het begrip duurzaamheid, gebrek aan gestandaardiseerde informatie voor beleggers en gebrek aan informatie en data over duurzaamheidsprestaties.³² Veel nieuwe duurzaamheidsgerelateerde regelgeving is erop gericht om deze informatieproblemen te verminderen. Het verwerken van de hoeveelheid en complexiteit van informatie kan voor consumenten echter een uitdaging zijn.³³ Aanbieders

kunnen in de benadering van klanten over duurzaamheid daarom een belangrijke stap maken in het scheppen van duidelijkheid naar klanten.

Consumenten zijn vaak slecht in staat om een passende keuze te maken als het gaat om duurzaam beleggen. Uit de literatuur blijkt dat er veel verwarring is bij consumenten over duurzaam beleggen.³⁴ Beleggers kunnen doel en middelen vaak niet goed van elkaar onderscheiden en maken de onjuiste veronderstelling dat de aankoop van een aandeel in een duurzame onderneming automatisch duurzaamheidseffecten realiseert. Andere beperkingen zijn de beperkte financiële geletterdheid van veel consumenten, de geringe tijd en denkkracht die zij aan het onderwerp besteden en een gebrek aan vertrouwen in aanbieders.

Daarnaast versterken factoren aan de aanbiederskant mogelijk de verwarring bij consumenten. Aanbieders leggen de nadruk op de beleggingsstrategie in plaats van het beleggingsdoel, waardoor beleggers niet kunnen bepalen welk product bij hun eigen beleggingsdoel past. Nieuwe regelgeving die beleggingsondernemingen verplicht de voorkeuren van beleggers uit te vragen en aanbieders verplicht om dit in hun product-governance mee te nemen, maar ook wetgeving over transparantie, moeten dit gat dichten. Daar komt bij dat producten die daadwerkelijk impact maken relatief weinig voorkomen en mogelijk ook een risicoprofiel hebben dat bij de meeste (retail)beleggers niet past.³⁵ Bovendien lijken ook aanbieders van beleggingen verschillende interpretaties van 'impact' te hanteren.³⁶ Het begrip 'impact' lijkt te verwateren en wordt in toenemende mate inwisselbaar gebruikt met 'duurzaam', 'ESG' of andere gerelateerde termen ('impact-

³² 'Position paper AFM en Duurzaamheid', AFM, 2020.

³³ 'Consumer testing pre-contractual and periodic ESG financial product information', AFM, 2020.

³⁴ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2^e Investing Initiative, 2020.

³⁵ 'Duurzame beleggers in kaart', AFM, november 2022.

³⁶ 'Duurzaam retailbeleggen vereist het nodige huiswerk', AFM, 2022.

'Global Sustainable Investment Review 2020', GSIA, 2021.

³⁶ 'EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose', Eurosif, 2022.

'The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim', L. Scheitza et al, 2022.



washing').³⁷, ³⁸ Tot slot maken fondsen die wel gericht zijn op additionaliteit of 'impact', deze claim mogelijk ook niet altijd waar.³⁹

4.5 Conclusie

Het is toe te juichen dat beleggers hun steentje willen bijdragen en door middel van duurzame financiering impact willen maken op het gebied van klimaatverandering. De urgentie van het tegengaan van extreme klimaatverandering is inmiddels luid en duidelijk. Het is positief dat beleggers door middel van hun beleggingen een bijdrage willen leveren aan de duurzaamheidsdoelen, en dat veel aanbieders daarin willen voorzien.

Primaire oplossingen door overheden (beprijzen, voorschrijven, belasten) zijn de meest effectieve en efficiënte oplossingen voor de meeste duurzaamheidsdoelen. Het is belangrijk dat beleggers die impact nastreven een goed beeld hebben van de daadwerkelijke impact en eventuele beperkingen daaraan die gepaard gaat met de meest gebruikelijke duurzame financieringsstrategieën. Effectieve reductie van CO₂-uitstoot is bijvoorbeeld vooral te verwachten door beprijzing van CO₂-uitstoot en directe regulering. Duurzame financiering kan deze maatregelen ondersteunen, en onder de juiste condities ook duurzame impact maken. Het is daarmee een onderdeel van de beleidsmix gericht op het bereiken van duurzaamheidsdoelen, door enerzijds duurzaamheidsrisico's gemoeid met de ondernemingen goed de waarderen, en anderzijds impact te maken op duurzaamheidsdoelen.

Duurzame financiering kan impact maken door het kapitaalallocatiekanaal en het engagementkanaal. Via het kapitaalallocatiekanaal moet sprake zijn van succesvolle identificatie van duurzame ondernemingen, gevolgd door een prijs- en groei-effect. Dit kanaal is met name effectief bij ondernemingen

die anders lastig aan financiering komen. Dat suggereert dat andere kredietverstrekkers (zoals banken) wellicht een grotere rol kunnen spelen. Daarnaast kunnen minder duurzame ondernemingen via engagement worden aangejaagd om duurzamer te worden. Dit vereist wel dat wordt belegd in minder duurzame ondernemingen en het is uitdagend om de precieze effecten te kunnen aantonen. Beide kanalen worden effectiever als zowel retailbeleggers, institutionele beleggers als andere kredietverstrekkers ondernemingen dezelfde duurzame richting op willen sturen.

Retailbeleggers lijken op dit moment onbekend met de achterliggende mechanismen van duurzame financieringsstrategieën. Ze hebben weinig kennis over de kanalen waarmee impact ('additionaliteit') kan worden gerealiseerd, en onderscheiden strategieën gebaseerd op 'value-alignment' onvoldoende van impactstrategieën. Dit vergroot het risico dat duurzame beleggers producten aanschaffen die hun impactdoelstellingen niet kunnen realiseren. De communicatie van aanbieders draagt mogelijk bij aan de verwarring, doordat zij zich vaak richten op beleggingsstrategieën in plaats van doelen en er diverse invullingen van 'duurzaamheid' een 'impact' op na houden. Nieuwe regelgeving over zowel het uitvragen van voorkeuren als over transparantie moet dit probleem mitigeren. Het is belangrijk dat deze regelgeving op Europees (en waar mogelijk mondiaal) niveau wordt geharmoniseerd om eenduidigheid en vergelijkbaarheid te bevorderen. Wat de invulling daarvan betreft bevestigt het onderzoek dat transparantie-eisen moeten beginnen bij het denk- en beslis kader van de consument, in plaats van bij de complexiteit van de markt. Transparantieregels over duurzaamheid beogen inzicht te geven in hoeverre financiële producten die verantwoordelijk zeggen te beleggen, ook daadwerkelijk positieve impact op klimaat en maatschappij hebben. Daarnaast moeten aanbieders van financiële producten duidelijk maken hoe zij duurzaamheidsrisico's meenemen in het risicobeheer van hun beleggingen. Daarbij kun je denken

³⁷ 'Impact investments: a call for (re)orientation', T. Busch et al, 2021.

³⁸ Bovendien lijken impactfondsen en SFDR artikel 9 synoniemen geworden, terwijl de SFDR niet als label is bedoeld en geen dergelijke impactdefinitie bevat (Heeb & Walkate 2022). De AFM plaatste eerder ook al vraagtekens bij de toepassing van de SFDR classificatie, mede op basis van (te) ruimte duurzaamheidsdoelstellingen van deze fondsen (AFM, 2021).

³⁹ 'The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim', L. Scheitza et al, 2022.



aan het risico van overstromingen of dat bepaalde ondernemingen waarde verliezen als gevolg van de energietransitie.

Het is daarom belangrijk dat aanbieders transparant communiceren over de doelstellingen van hun producten en de impactimplicaties die daarbij horen. Aanbieders moeten geen claims maken die zij niet kunnen waarmaken. Als impact wordt geclaimd, moeten aanbieders deze claim kunnen onderbouwen en helder aantonen. Als impact wel een mogelijk gevolg van de belegging is, maar niet aangetoond kan worden, moet de claim daarmee in lijn zijn. De AFM zal in de toekomst meer aandacht geven aan hoe aanbieders met duurzaamheidsclaims kunnen omgaan. Daarnaast kunnen aanbieders in het kader van impactproducten wellicht meer werk maken van de kanalen die in potentie effectief zijn, zoals het engagementkanaal. Bovendien kunnen aanbieders risicovolle impactproducten toegankelijker maken voor het bredere retailsegment zolang deze passend zijn.



Heeft u vragen of opmerkingen over dit rapport?

Stuur een e-mail naar redactie@afm.nl



Autoriteit Financiële Markten

Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam

Telefoon

020 797 20 00

www.afm.nl →

Volg ons:

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

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

© Copyright AFM 2022
alle rechten voorbehouden