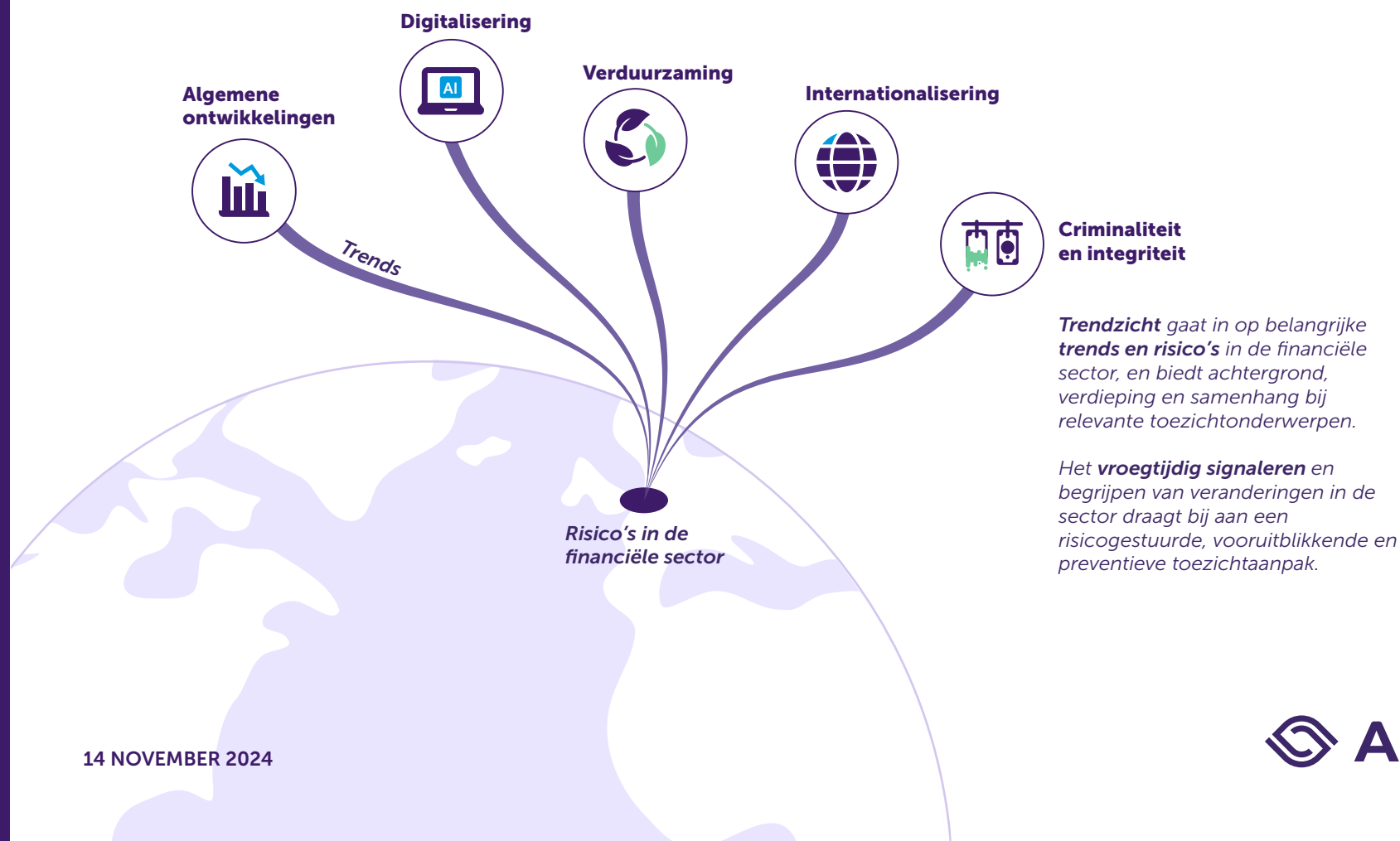


Trendzicht 2025

In het kort Ondanks gunstige economische vooruitzichten kan de rust op de financiële markten snel omslaan. De financiële positie van kwetsbare groepen blijft een zorg, vooral bij nieuwe schokken. Digitalisering binnen de financiële sector verandert bedrijfsprocessen en verdienmodellen van financiële instellingen en zorgt voor nieuwe afhankelijkheden, waardoor de sector kwetsbaar is voor concentratie-risico's en cybercriminaliteit. Ook rondom de duurzaamheidstransitie ontstaan risico's. Maatschappelijke polarisatie kan de populariteit van ESG-beleggen onder druk zetten en regelgeving bereikt niet altijd het gewenste resultaat. Financiële dienstverlening internationaliseert, wat grensoverschrijdende risico's met zich meebrengt, waaronder een toename van malafide financieel aanbieders.



Inhoud

Inleiding	3
1. Financiële dienstverlening	11
2. Kapitaalmarkten	21
3. Assetmanagement	31
4. Accountancy en verslaggeving	42
Bijlage	51

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 risico-gestuurde, 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 de hoofdstukken 1 tot en met 4 worden voor onze vier toezichtgebieden – Financiële dienstverlening, Kapitaalmarkten, Assetmanagement en Accountancy en verslaggeving – de belangrijkste trends en risico's uiteengezet. Bij de publicatie van Trendzicht 2025 horen twee verdiepende analyses over (i) Consumptief krediet en financiële kwetsbaarheid, en (ii) Aantrekkelijke Europese kapitaalmarkten. Deze verdiepende analyses worden los gepubliceerd.

Trends

Algemene ontwikkelingen

Hoewel de inflatie beweegt naar lagere niveaus blijft de economische groei naar verwachting beperkt. De stijging van met name voedsel- en energieprijzen en het bijbehorende verkrappende beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) koelde de economie in 2023 af. Hoewel de Nederlandse economie in 2023 nauwelijks groeide, werd een ernstige recessie vermeden. Ook bleef er sprake van krapte op de arbeidsmarkt. Nu de grootste prijs- en rentestijgingen achter ons lijken te liggen en de lonen vorig jaar snel zijn gestegen, is de financiële positie van huishoudens verbeterd. Voor de komende jaren wordt dan ook een gematigde economische groei verwacht.¹ Ook op de financiële markten heerst vertrouwen dat de inflatie terugkeert naar de doelstellingen van de centrale banken zonder een scherpe economische neergang. Op kapitaalmarkten heeft deze verwachting onder andere bijgedragen aan historisch hoge aandelenkoersen.

De meevallende economische ontwikkelingen en vooruitzichten laten onverlet dat de rust op de financiële markten snel kan kantelen. Zo zullen verdere renteverlagingen naar verwachting worden uitgesteld als de inflatie toch aanhoudend hoger blijft dan de doelstelling van de ECB. Dit kan dan leiden tot afwaarderingen van activa omdat investeerders al een voorschot lijken te hebben genomen op renteverlagingen later dit jaar en markten hoog gewaardeerd lijken. Bovendien kunnen geopolitieke spanningen leiden tot verdere geo-economische fragmentatie, nemen cyberdreigingen toe en kunnen tegenvallende resultaten van de gepercipieerde toegevoegde waarde van AI resulteren in een aandelencorrectie. Door de wereldwijde verwevenheid van financiële markten kan onverwacht sterk negatief economisch nieuws daarbij een risico vormen voor de financiële stabiliteit. Wanneer de cryptomarkt blijft groeien en de verwevenheid met het traditionele financiële systeem toeneemt kan dit eveneens leiden tot financiële stabiliteitsrisico's.²

De financiële positie van huishoudens is relatief stabiel, maar blijft kwetsbaar voor (onverwachte) economische tegenvallers.

Nederlandse huishoudens zijn weerbaar gebleken tegen de stijgende inflatie en rentes. Dit komt onder meer door de verstrekte overheidssteun direct na uitbreken van de coronapandemie en energiecrisis, (cao-)loongroei, de krappe arbeidsmarkt en het feit dat veel Nederlandse huishoudens hun hypothecaire lening met een langere rentevaste periode hebben uitstaan. Tegelijkertijd blijft aandacht voor de financiële positie van kwetsbare huishoudens noodzakelijk, onder meer door de langetermijneffecten van hogere rentes op schulden van huishoudens en de kosten voor levensonderhoud. Specifieke groepen huishoudens, zoals huishoudens die beleggen in risicovolle activa of waar grote consumptieve kredieten worden aangehouden, zijn extra kwetsbaar.

1 Zie 'Macro Economische Verkenning', CPB, september 2024 en 'Voorjaarsraming 2024', DNB, juni 2024.

2 'Rapportage Financiële Stabiliteit 2024', AFM, juni 2024.

Demografische ontwikkelingen kunnen op termijn leiden tot een verschuiving van financieel kwetsbare groepen. Demografische ontwikkelingen zien op veranderingen in de omvang en samenstelling van groepen in de samenleving. De daarmee gepaard gaande risico's hebben vaak een langzaam lopend karakter, maar kunnen grote consequenties met zich meebrengen. Zo is de Nederlandse beroepsbevolking reeds begonnen met krimpen, zogeheten 'vergrijzing', en neemt de diversiteit van de samenleving toe door migratie.³ Hierdoor ontstaan verschuivingen in financieel kwetsbare groepen. Nederlanders met een migratieachtergrond hebben een groter risico op inkomensval na pensionering, uitsluiting door traditionele financiële partijen, onderverzekering en fraude door gebruik van niet-gereguleerde partijen voor transacties naar het buitenland.⁴ Door vergrijzing zal extra aandacht uitgaan naar financieel kwetsbare ouderen. Dit is met name de groep ouderen met alleen AOW, nauwelijks een tweede pijler pensioen en zonder eigen woning of opgebouwd vermogen. Zij zijn bovendien extra vatbaar voor (digitale) fraude. Tot slot worden jongeren kwetsbaarder doordat schuldgewenning optreedt bij het gebruik van diensten als gespreid betalen en nemen zij meer risico's door – onder andere via finfluencers – overmatig te handelen in bijvoorbeeld crypto's.

Digitalisering

Digitalisering binnen de financiële sector zet gestaag door en verandert bedrijfsprocessen en verdienmodellen van financiële instellingen. Technologie speelt een steeds meer onmisbare rol in de bedrijfsvoering en verdienmodellen van financiële instellingen. Zo worden AI-modellen door banken en verzekeraars gebruikt voor onder andere kredietbeoordelingen, fraudepreventie en de bestrijding van cybercriminaliteit. Vermogensbeheerders en kapitaalmarktpartijen passen AI-modellen toe in onder andere beleggingsstrategieën, risico-management en compliance.⁵ Door het toenemende gebruik van deze

nieuwe technologieën en door de toetreding van nieuwe innovatieve (niet-financiële) spelers ontstaat er druk op het bedrijfsmodel van traditionele financiële instellingen. Financiële instellingen die afhankelijk zijn van oude verdienmodellen lopen het risico om zich uit de markt te prijzen. Ook zien we steeds vaker dat financiële producten of diensten via apps of websites worden aangeboden door niet-financiële bedrijven, al dan niet in de vorm van 'inbedding' in de aankoop van een niet-financieel product. Embedded finance kan helpen bij het vergroten van de toegankelijkheid en het gebruiksgemak van financiële diensten, maar leidt ook tot risico's op het gebied van consumentenbescherming.

De inzet van technologieën zorgt voor nieuwe afhankelijkheden en maakt de financiële sector kwetsbaar voor concentratierisico's. Met de digitalisering van de financiële sector neemt de afhankelijkheid van IT-systemen toe. Deze IT-systemen worden overwegend geleverd door een beperkte groep grote (veelal Amerikaanse) techbedrijven, zoals Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud en Alibaba Cloud. Deze partijen domineren de markt voor cloudserviceproviders. Het uitvallen van één cruciale partij in de keten kan de dienstverlening bij een groot deel van de sector stilleggen.⁶ Daarnaast zien we dat hoge IT-kosten, bijvoorbeeld voor IT-infrastructuur en cyberweerbaarheid, zorgt voor consolidatie. Dit zien we onder andere terug bij kapitaalmarktpartijen en partijen in de assetmanagementsector. Concentratierisico's bij enkele grote marktpartijen en ketenafhankelijkheid leidt onder andere tot risico's voor de financiële stabiliteit.

Toenemende digitalisering vergroot het risico op cybercriminaliteit. De afhankelijkheid van IT vergroot de kwetsbaarheid van de financiële sector voor cyberaanvallen, die vaak gericht zijn op de zwakste schakel in de keten. Cyberaanvallen kunnen de dienstverlening stilleggen, financiële schade veroorzaken en zelfs de financiële stabiliteit bedreigen. Dit kan grote financiële en economische gevolgen hebben

³ 'Bevolking in de toekomst', CBS.

⁴ 'Nederlanders met een migratieachtergrond: Een verkenning naar de mate van financiële kwetsbaarheid en de relatie met financiële dienstverlening', AFM, december 2021.

⁵ Zie ook 'De impact van AI op de financiële sector en het toezicht', AFM en DNB, april 2024.

⁶ Op 19 juli 2024 leidde een softwarefout in een versie update door het cyberbeveiligingsbedrijf CrowdStrike over de hele wereld tot grootschalige verstoringen in Microsoft gestuurde systemen in verschillende industrieën, waaronder de luchtvaart.

en zowel consumenten als financiële instellingen raken. Daarnaast vergroten geopolitieke spanningen en geo-economische fragmentatie de kans op cyberaanvallen, met name omdat de financiële sector een aantrekkelijk doelwit is voor cybercriminelen (al of niet gelieerd aan staatsactoren) die uit zijn op verstoring van de (financiële) infrastructuur.

Verduurzaming

De markt voor duurzame financiering is sterk gegroeid. Schade door klimaatverandering benadrukt de noodzaak om de duurzaamheidstransitie te versnellen en vraagt om significante investeringen. De financiële sector speelt daarbij een belangrijke rol. We zien dat de markt voor duurzame financiering in de afgelopen jaren sterk is gegroeid.⁷ Desondanks is het marktaandeel van duurzame financiering nog altijd een beperkt deel van het totaal.

Regelgeving geeft beleggers steeds meer handvatten om Environmental, Social en Governance (ESG)-factoren mee te nemen in hun beleggingsstrategieën. Er is de afgelopen jaren veel nieuwe (Europese) regelgeving ontwikkeld om duurzaamheid in de financiële sector te bevorderen. Zo moet de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) de transparantie van ondernemingen over hun duurzaamheidsinspanningen vergroten. Daarnaast bepaalt de Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR) dat fondsbeheerders geacht worden duidelijk te communiceren over hoe zij duurzaamheidsrisico's meewegen in hun beleggingsbeleid. Ook moeten hun duurzaamheidsclaims correct, duidelijk en niet-misleitend zijn.⁸

Maatschappelijke polarisatie kan de populariteit van ESG-beleggen onder druk zetten. De populariteit van ESG-beleggen lijkt, na jaren van groei, onder druk te staan. In de Verenigde Staten (VS) namen beleggingen in duurzame fondsen het afgelopen jaar voor het eerst af, terwijl in Europa de groei van vermogen in duurzame fondsen afvlakt.⁹ De tegenvallende financiële prestaties van duurzame beleggingsstrategieën in de afgelopen jaren spelen hierbij waarschijnlijk een rol. Daarnaast draagt maatschappelijke polarisatie bij aan de afnemende populariteit. Dit is in de VS het meest zichtbaar, waar sommige staten ESG-beleggen proberen te ontmoedigen en andere het juist proberen aan te moedigen.¹⁰ Ook in Europa kan de maatschappelijke polarisatie rond de duurzaamheidstransitie overslaan naar de financiële sector.

De hoeveelheid en complexiteit van regelgeving rondom duurzaamheid kan onbedoelde neveneffecten hebben. De verschillende pakketten regelgeving die de transparantie rondom duurzaamheid moeten vergroten zijn essentieel, maar vragen opgeteld veel tijd en aandacht van de instellingen die ermee te maken hebben. Het risico bestaat dat de aandacht die instellingen besteden aan het voldoen aan de transparantievereisten ten koste gaat van de inspanningen om hun bedrijfsmodel daadwerkelijk te verduurzamen. Daarnaast bestaat het risico dat instellingen terughoudender worden in het openbaar maken van hun duurzaamheidsdoelstellingen of deze naar beneden bijstellen, om te voorkomen dat ze in de toekomst van onterechte duurzaamheidsclaims kunnen worden beticht.¹¹

⁷ 'Green finance: A quantitative assessment of market trends', TheCityUK, maart 2022.

⁸ 'Leidraad duurzaamheidsclaims', AFM, oktober 2023.

⁹ 'Global ESG Funds Hit With Outflows for First Time in Q4', Morningstar, februari 2024.

¹⁰ 'The ESG-battle: 4 key states shaping regulatory discourse in the US', ESGDive, november 2023.

¹¹ 'How companies are starting to back away from green targets', FT, juni 2024.

Internationalisering

Politieke verschuivingen en geopolitieke spanningen zetten internationale verhoudingen op scherp en leiden mogelijk tot toenemende divergentie in regelgeving en toezichtarbitrage. Zo is als gevolg van geopolitieke spanningen de geo-economische fragmentatie tussen handelsblokken toegenomen, onder andere versterkt door wederzijdse importheffingen en financieel-economische sancties tussen de EU, VS en China. Als reactie streven veel landen naar strategische autonomie op sectoren als defensie, technologie en (fossiele) energie. Dit geldt ook voor Europese kapitaalmarkten. Daar vertaalt strategische autonomie zich in het vergroten van de weerbaarheid en het verkleinen van ongewenste strategische afhankelijkheden van niet-Europese landen. Politieke ontwikkelingen in onder meer de VS en Europa zorgen ondertussen wereldwijd voor extra onzekerheid. Zo zou door toekomstige beleidswijzigingen in de VS en de EU de divergentie in regelgeving tussen de VS en de EU kunnen toenemen, bijvoorbeeld op het gebied van duurzaamheid of cryptoactiva. Dit kan leiden tot regelgevings- en toezichtarbitrage en de integriteit van financiële markten kunnen ondermijnen. Een sterke en geïntegreerde Europese kapitaalmarktunie (Capital Markets Union; CMU) die onafhankelijk van grote financiële centra buiten de EU kan opereren versterkt de Europese strategische autonomie en biedt bescherming tegen deze risico's.^{12,13}

Financiële dienstverlening krijgt in toenemende mate een internationaal karakter en dat brengt risico's met zich mee die vragen om een internationale aanpak. De Nederlandse financiële markten zijn aantrekkelijk voor buitenlandse partijen. Gedreven door digitalisering zien we een toename van grensoverschrijdende financiële dienstverlening. Naast de positieve effecten van een toename van het aanbod en een grotere diversiteit aan aanbieders, brengt het grensoverschrijdende karakter van financiële dienstverlening ook (grensoverschrijdende) risico's met zich mee. Denk aan een toename van malafide buitenlandse aanbieders van risicovolle beleggingsproducten, een toename van grensoverschrijdend marktmisbruik op kapitaalmarkten en het ontstaan van een ongelijk speelveld tussen

binnenlandse en buitenlandse aanbieders van financiële producten en diensten. Deze risico's kunnen minder adequaat worden geadresseerd op nationaal niveau en vragen om een internationale aanpak.

Integriteit en crimineel gedrag

Digitalisering maakt malafide financieel dienstverleners effectiever. Digitalisering stimuleert helaas ook crimineel gedrag op de beleggingsmarkt. Nieuwe spelers die buiten reguliere vergunningverlening vallen, kunnen de beleggersmarkt betreden. Veel van deze nieuwe spelers presenteren (zelfstandig) beleggen als een risicoloze en makkelijke manier om geld te verdienen. Het zijn vaak jongere, minder ervaren beleggers die worden aangesproken door deze partijen. Trends zoals gamification en het gebruik van laagdrempelige beleggingsapps vergroten de risico's op crimineel gedrag. Denk aan influencers met veel jonge volgers op social media die zich ten onrechte deskundig voordoen en niet transparant zijn over hun eigen verdienmodel. Malafide aanbieders en fraudeurs worden in toenemende mate gefaciliteerd door aanbieders van (malafide) tradingsoftware en kant-en-klare misleidende websites die professionele schijn wekken maar bedoeld zijn om beleggers te misleiden en hun geld af handig te maken. Dergelijke malafide activiteiten hebben een grote impact op (groepen) slachtoffers die hiervan schade ondervinden.

Het voorkomen en bestrijden van witwassen en terrorisme-financiering en het naleven van sanctieregelgeving vergt aanhoudende aandacht. Dit geldt met name in crypto- en vastgoedmarkten. Het complexe en internationale karakter van cryptomarkten kan bijdragen aan het ontstaan van niet-integer (handels)gedrag, zoals witwassen, het financieren van terroristische activiteiten of het ontwijken van sanctieregelgeving. Specifiek de vastgoedsector is vatbaar voor misbruik door criminelen vanwege haar omvang, de doorgaans hoge rendementen en de ondoorzichtigheid ten aanzien van de waardebeoordeling, prijsvorming en overdracht. Het voorkomen en bestrijden van deze vormen van crimineel gedrag vraagt om effectieve (inter)nationale samenwerking met ketenpartners.

¹² 'AFM en DNB: aanbevelingen voor een krachtige Europese kapitaalmarktunie', AFM, februari 2024.

¹³ 'The future of European competitiveness', EC, september 2024.

Risico's

Voor de verschillende toezichtgebieden vatten we hieronder risico's samen die mogelijk voortkomen of versnellen als gevolg van de bovenstaande trends en ontwikkelingen.

Financiële dienstverlening. De pensioentransitie is een belangrijk thema binnen de financiële dienstverlening. Een belangrijk risico van deze transitie is dat indien informatie niet correct, duidelijk, tijdig en evenwichtig is de pensioenregeling niet aansluit bij de risico's die pensioendeelnemers kunnen dragen en/of willen nemen. Daarnaast zien we dat digitalisering de drempel verlaagt tot het aanschaffen van financiële producten en diensten via apps, embedded finance en digitale marketing. De lagere drempel kan ervoor zorgen dat de risico's van beleggingsproducten, zoals crypto's, te laag worden ingeschat waardoor het product niet passend is voor de consument. Overkreditering blijft een risico in de consumentenmarkt, met name door een stapeling van kredietproducten en een waterbedeffect naar alternatieve en minder gereguleerde en risicovollere producten. Ook een daling van de woningwaarde door klimaatrisico's kan leiden tot overkreditering. Tot slot zien we een toename in malafide financieel dienstverleners die betrokken zijn bij grootschalige hypotheekfraude, waarmee het vertrouwen in de financiële markten wordt beschadigd.

Kapitaalmarkten. Op kapitaalmarkten verandert de marktstructuur door internationalisering, digitalisering en marktfragmentatie. Dit leidt tot nieuwe risico's. Voorbeelden zijn voorwetenschap door cross-product en cross-platform te handelen en koersmanipulatie in gecorreleerde grensoverschrijdende producten. Daarnaast ontstaan er mogelijk vormen van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie door inzet van (zelflerende) handelsalgoritmes en de interferentie tussen handelsalgoritmes. Marktfragmentatie in combinatie met toetredingsdrempels kan leiden tot *winner-takes-all*-uitkomsten, waardoor in delen van de markt en handelsketen een beperkt aantal spelers met aanzienlijke marktmacht overblijven. Kapitaalmarkten zijn hierdoor kwetsbaarder voor het uitvallen van een enkele speler, wat wordt versterkt door toenemende cyberrisico's. Toenemende concentratie van marktpartijen en marktfragmentatie

kunnen daarnaast zorgen voor een verstoring van efficiënte prijs-vinding op kapitaalmarkten, wat onder andere leidt tot het verdwijnen van liquiditeit naar niet gereguleerde handelsplatformen en verminderde liquiditeit tijdens normale handelsuren. Ook spelen kapitaalmarkten een belangrijke rol bij de duurzaamheidstransitie en is de kwaliteit en (centrale) beschikbaarheid van duurzaamheids-, markt- en prijs-informatie essentieel.

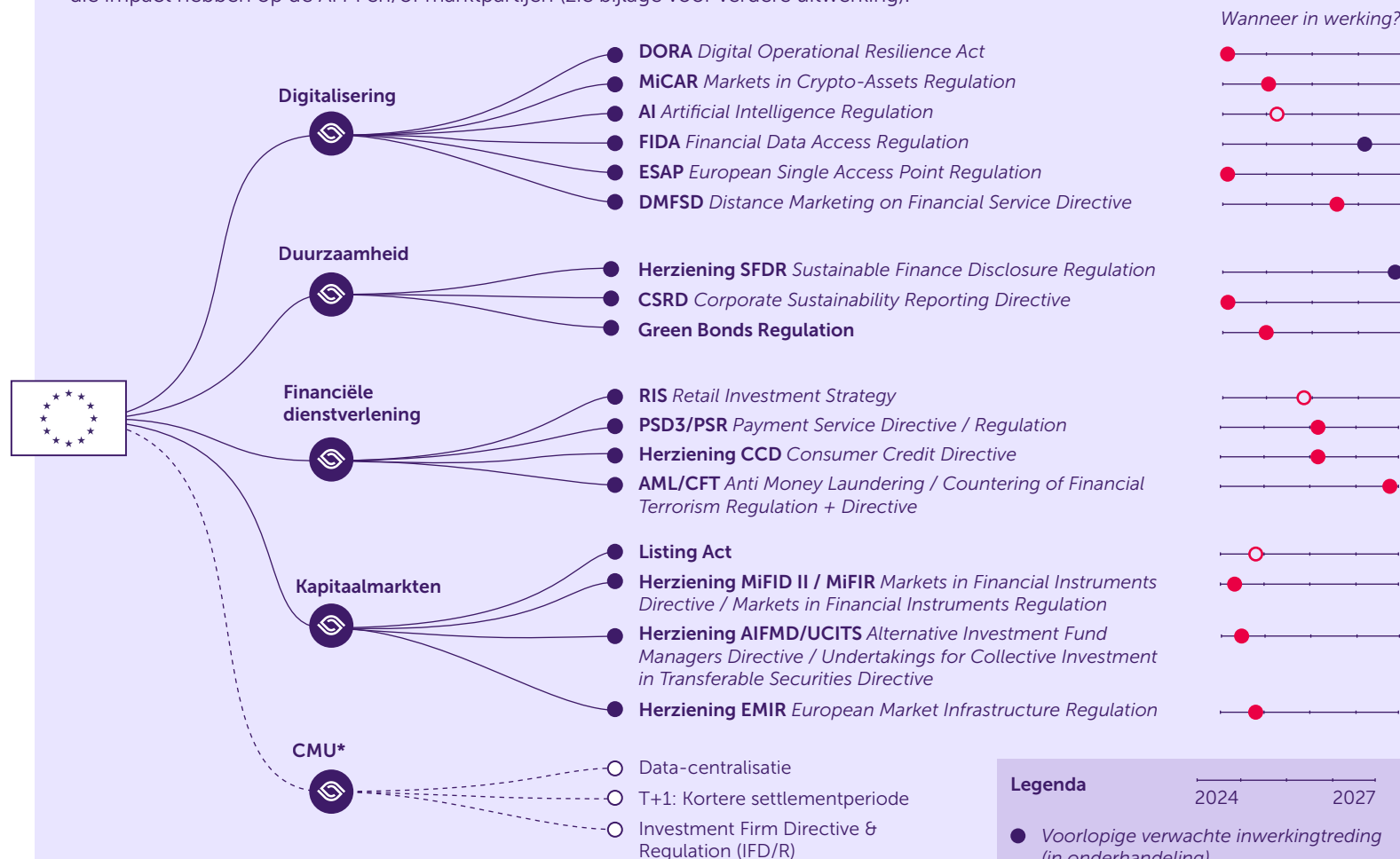
Assetmanagement. Binnen het toezichtgebied assetmanagement is onder meer aandacht voor concentratie en marktmacht als gevolg van de strategische herpositionering van partijen in de vorm van (internationale) fusies en overnames. Een ander aandachtspunt is de groei van het aantal AIFMD-light beheerders in Nederland, alsook het door hen beheerd vermogen. Het toezicht op deze beheerders is beperkt, wat risico's op crimineel gedrag met zich meebrengt. Daarnaast zien we dat technologische ontwikkelingen de bedrijfsvoering van assetmanagers en de vermogensbeheerketen veranderen. De toenemende uitbesteding van bedrijfsprocessen naar (enkele grote) serviceproviders – waaronder cloudplatforms – maakt de assetmanagementsector kwetsbaarder voor cyberincidenten. Ook de belangrijke rol die assetmanagementpartijen spelen in de duurzaamheidstransitie is 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. Juiste, tijdige en volledige ESG-data zijn hierbij van groot belang.

Accountancy en verslaggeving. Het komend jaar verschijnen de eerste CSRD-rapportages. Ondernemingen moeten adequaat rapporteren over duurzaamheid en accountantsorganisaties moeten deze informatie van (limited) assurance voorzien. Het is een uitdaging transparant en betrouwbaar over deze informatie te rapporteren. Deze uitdaging vindt plaats tegen de achtergrond van onder druk staande toeganke-lijkheid van accountantscontroles door een toenemende vraag naar controles (toenemende scope, toenemende aandacht voor fraude en discontinuïteit en meer controleplichtige ondernemingen), terwijl het aanbod stagneert (personeelstekorten, verminderde populariteit opleiding). Ontwikkelingen die als reactie plaatsvinden, zoals de

instroom van private equity en uitbesteding van werkzaamheden, kunnen een negatieve werking hebben op de kwaliteit van de wettelijke controle. Accountantsorganisaties maken ook een inhaalslag met betrekking tot de inzet van data, waaronder AI-toepassingen. Het is belangrijk dat de risico's hiervan, en de bredere digitale operationele weerbaarheid, worden beheerst. Tot slot raakt examenfraude bij meerdere accountantsorganisaties aan de integriteit van accountants.

Regelgeving

Er komt veel wet- en regelgeving op ons af. Dit overzicht toont de belangrijkste Europese regelgevingstrajecten die impact hebben op de AFM en/of marktpartijen (zie bijlage voor verdere uitwerking).



*CMU (Capital Market Union) is weliswaar geen formeel (regelgevings)traject, maar wel een zeer belangrijk EU-project. Dit brengt mogelijk op termijn verschillende regelgevingstrajecten met zich mee.

Legenda

2024 2027

- Voorlopige verwachte inwerkingtreding (in onderhandeling)
- (Verwachte) inwerkingtreding
- Gefaseerde (verwachte) inwerkingtreding

Trendkaart 2025: welke trends zien wij?

Trends vormen de basis voor het ontstaan van risico's en bepalen daarmee in hoge mate de richting van ons toezicht. Vroegtijdig signaleren van trends draagt bij aan een risicogestuurde, vooruitblikkende en preventieve toezichtaanpak.



Algemene ontwikkelingen

- Hoewel de inflatie beweegt naar lagere niveaus blijft de economische groei naar verwachting beperkt.
- De meevallende economische ontwikkelingen en vooruitzichten laten onverlet dat de rust op de financiële markten snel kan kantelen.
- De financiële positie van huishoudens is relatief stabiel, maar blijft kwetsbaar voor (onverwachte) economische tegenvallers.



Digitalisering

- Digitalisering binnen de financiële sector zet gestaag door en verandert bedrijfsprocessen en verdienmodellen.
- Inzet van nieuwe technologieën zorgt voor afhankelijkheden en maakt de financiële sector kwetsbaar voor concentratierisico's.
- Toenemende digitalisering vergroot het risico op cybercriminaliteit.



Verduurzaming

- Regelgeving geeft beleggers steeds meer handvatten om duurzaamheid mee te nemen in hun beleggingsstrategieën.
- Maatschappelijke polarisatie kan de populariteit van ESG-beleggen onder druk zetten.
- De hoeveelheid en complexiteit van duurzaamheidsregelgeving kan onbedoelde neveneffecten hebben.



Internationalisering

- Internationale (geopolitieke) verhoudingen staan op scherp wat mogelijk leidt tot toenemende divergentie in regelgeving en toezichtarbitrage.
- Het is belangrijk dat er vaart wordt gemaakt met een krachtige Europese kapitaalmarktunie.
- Financiële dienstverlening wordt steeds internationaler, wat risico's met zich meebrengt die vragen om een internationale aanpak.



Criminaliteit en integriteit

- Digitalisering maakt malafide financieel dienstverleners effectiever.
- Het voorkomen en bestrijden van witwassen en terrorismefinanciering en het naleven van sanctieregelgeving vergt aanhoudende aandacht.
- De aanpak van financiële criminaliteit vereist in toenemende mate (inter)nationale samenwerking met ketenpartners.

1. Financiële dienstverlening

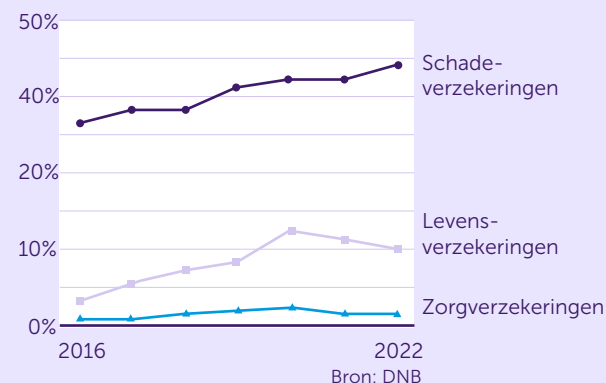
DIT HOOFDSTUK IN 1 MINUUT



- Bij de overgang naar nieuwe (wtp) pensioenregelingen is het van belang dat deelnemers **duidelijke, evenwichtige en correcte informatie** ontvangen over de gevolgen van de overgang, onder andere via transitie-overzichten.
- Digitalisering verandert de financiële sector fundamenteel door het gebruik van **meer data, geavanceerde AI-modellen en digitale distributiekkanalen**. Geborgd dient te worden dat deze innovaties en bijbehorende processen in het belang van de klant zijn en fouten bij het gebruik van data en modellen worden voorkomen.
- Financiële instellingen moeten zich inspannen om **duurzaamheid te integreren** bij de ontwikkeling en distributie van financiële producten, daarbij begrijpelijke taal te gebruiken en realistische verwachtingen te scheppen.
- **Grensoverschrijdende financiële dienstverlening** neemt in een aantal markten toe, met name in de schadeverzekering en beleggingsmarkt, waarbij onze voornaamste zorg is dat consumenten mogelijk **minder consumentenbescherming** genieten als gevolg van verschillen in interpretatie van regelgeving.

Grensoverschrijdende financiële dienstverlening

Voor verschillende verzekeringsproducten neemt het aandeel van buitenlandse verzekeraars toe.



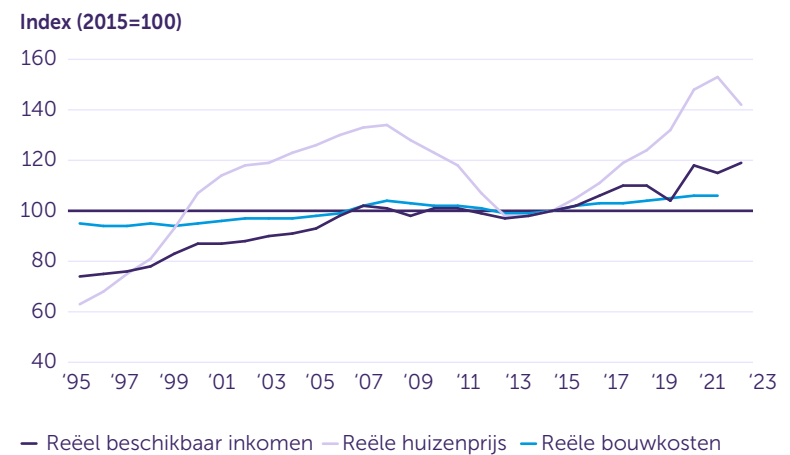
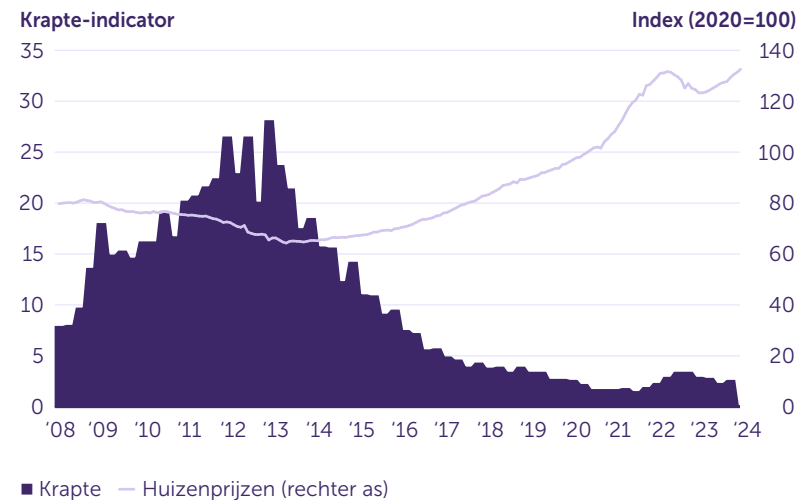
Algemene ontwikkelingen

De relatief hoge prijs- en renteniveaus blijven druk zetten op de financiële positie van huishoudens. Tijdens de eerdere inflatiepieken heeft de ECB de beleidsrente tot en met september vorig jaar verhoogd naar 4% om zo de inflatie te beteugelen. Inmiddels daalt de inflatie in de eurozone, ook al is het niveau nog steeds boven de doelstelling van de ECB. De verhoogde prijs- en renteniveaus van de afgelopen twee kalenderjaren werken door in de prijs van verschillende financiële producten en diensten. Zo zijn in de overeenkomstige periode de hypotheekrentes eveneens sterk gestegen en deze liggen, ondanks een lichte daling dit kalenderjaar, nog ruim boven de lage tarieven van eind 2021. Daarnaast worden premies van (levens) verzekeringen geïndexeerd met een relatief hoog inflatiepercentage. Omgekeerd lopen de spaarrentes geleidelijk aan op, maar bieden de extra spaargelden weinig verlichting. Dat geldt wel voor de (sterke en vertraagde) cao-loongroei die hier tegenover staat. Toch blijft de financiële positie van kwetsbare groepen een punt van aandacht, met name in het geval van nieuwe (financiële) schokken. Denk aan huishoudens met een laag inkomen, weinig financieel vermogen en hoge energielasten.

Na een kortstondige daling stijgen de huizenprijzen weer fors en deze stijging zet naar verwachting de komende jaren door. Met name door de stijgende hypotheekrente als gevolg van het verkrappende monetaire beleid daalden de huizenprijzen vanaf eind 2022 voor een korte periode. Sinds midden 2023 stijgen de huizenprijzen echter weer en liggen deze op een recordhoogte (Figuur 1, boven). De vertraagde doorwerking van de hoge inflatie op de loonontwikkeling lijkt momenteel een stuwende kracht achter de hogere huizenprijzen. Zo zijn de huizenprijzen relatief sneller gestegen dan het reële beschikbaar inkomen van huishoudens en de reële bouwkosten voor nieuwbouwwoningen (Figuur 1, onder). De relatief forse stijging kan deels worden toegeschreven aan structurele kenmerken van de Nederlandse woningmarkt, waaronder een beperkt aanpassingsvermogen van de woningvoorraad. Een aanvullende verklaring kan zijn dat de vraag naar woningen blijft toenemen door een stijgende bevolkingsomvang, waarbij ook sprake is van een stijgend aantal eenpersoonshuishoudens. Een stijgende vraag naar woningen vertaalt zich bij een relatief

constante woningvoorraad relatief snel in hogere prijzen. De verwachting is dan ook dat de woningprijzen de komende tijd zullen blijven stijgen.¹⁴

Figuur 1 Boven: Nominale huizenprijzen stijgen weer en de krapte neemt toe (bij de krapte-indicator geldt hoe lager, hoe krappere de markt). Onder: Ook in reële termen zijn huizenprijzen de afgelopen jaren relatief fors toegenomen.



Bron: CBS, eigen bewerkingen AFM

¹⁴ 'Rapportage Financiële Markten', CPB, juni 2024.

De combinatie van demografische ontwikkelingen en een digitaliserende, internationaliserende financiële retailmarkt zet druk op de toegankelijkheid van de financiële sector. Financiële producten en diensten worden tegenwoordig steeds meer online aangeboden en keuzebegeleiding door pensioenuitvoerders vindt veelal digitaal plaats. Ook zien we steeds meer internationale financieel aanbieders op Nederlandse markten. Tegelijkertijd vergrijst de Nederlandse samenleving snel en groeit de Nederlandse bevolking hard, zowel in aantallen als in diversiteit. Voor de financiële sector betekent dit onder andere dat instellingen rekening moeten houden met de toegankelijkheid van financiële dienstverlening voor consumenten met lagere digitale vaardigheden, een andere culturele achtergrond of beperktere beheersing van de Nederlandse taal.¹⁵ De zorg van de AFM is dat voor sommige klantgroepen de toegankelijkheid van financiële diensten en producten afneemt en dat deze groepen daardoor te weinig gebruik (kunnen) maken van financiële diensten met mogelijke uitsluiting, onderconsumptie en algehele kwetsbaarheid als gevolg. Meer specifiek groeit het risico dat uitsluiting van basale dienstverlening als betaal-diensten optreedt bij diverse klantgroepen. Daarom ondersteunt de AFM initiatieven die zich richten op preventie of op het bevorderen van de financiële gezondheid en weerbaarheid van consumenten.¹⁶

De transitie naar het nieuwe pensioenstelsel benadrukt het belang van zorgplicht, waaronder tijdige, correcte, evenwichtige en duidelijke communicatie richting pensioendeelnemers. Ruim één jaar na inwerkingtreding van de Wet toekomst pensioenen (Wtp) ziet de AFM dat pensioenuitvoerders zich inspannen voor een tijdige overgang naar het nieuwe pensioenstelsel. De Wtp-monitoringsuitvraag van AFM en DNB laat zien dat de eerste pensioenfondsen in 2025 zullen invaren, gevolgd door een grote groep pensioenfondsen in 2026. Communicatie aan deelnemers vormt een cruciaal onderdeel van het transitieproces. Pensioenfondsen dienen vroegtijdig na te denken over communicatie aan deelnemers, waaronder het transitie-overzicht, informatie over eventuele compensatie en gevolgen van de

eerbiedigende werking. Alle informatie dient duidelijk, evenwichtig en correct te zijn, en tijdig verstrekt te worden. Dat betekent dat de informatie minstens één maand voorafgaand aan de overgang met deelnemers gedeeld is. De informatie moet hen in staat stellen te begrijpen wat de transitie voor hen persoonlijk betekent en dient afgestemd te zijn op de ontvanger. Voor bijvoorbeeld jongere deelnemers zal een ander inzicht nodig zijn dan voor oudere. Daarnaast moet duidelijk zijn hoe de informatie zich verhoudt tot de 'reguliere' communicatieverplichtingen, zoals het Uniform Pensioenoverzicht (UPO). Tot slot kunnen datakwaliteitscontroles leiden gecorrigeerde pensioenbedragen. Ook hierover dienen deelnemers tijdig geïnformeerd te worden.

Naast de transitie hebben pensioenuitvoerders te maken met aanvullende zorgplichtnormen richting deelnemers,¹⁷ die juist in het kader van de transitie extra belangrijk zijn. Pensioenuitvoerders dienen een goed werkende klachtenprocedure te hebben om alle uitingen van ontevredenheid van deelnemers te behandelen. De AFM verwacht tijdens de transitie een toename van het aantal klachten. Juist rondom de overgang naar de nieuwe pensioenregelingen is het belangrijk dat deelnemers gehoord worden en dat eventuele zorgen of ontevredenheid op een passende wijze worden weggenomen. Pensioenuitvoerders moeten ook voor adequate keuzebegeleiding zorgen zodat hun deelnemers in staat worden gesteld om passende pensioenkeuzes te maken. In het nieuwe stelsel krijgen meer deelnemers immers te maken met aanvullende pensioenkeuzes. Daarnaast hebben gepensioneerde deelnemers bij de overgang naar een flexibele premieregeling de keuze tussen een vaste of variabele uitkering, waarbij ook adequate begeleiding moet worden geleverd.

¹⁵ Zie ook de 'Implementatiewet toegankelijkheidsvoorschriften producten en diensten' waarmee de Europese Richtlijn met betrekking tot de toegankelijkheidsvoorschriften voor producten en diensten verankerd in de Nederlandse wetgeving. De implementatiewetgeving gaat in op 18 juni 2025.

¹⁶ De AFM pleit al langer voor een Periodiek Financieel Onderhoud (PFO) waarin consumenten inzicht verkrijgen in o.a. hun huidige en toekomstige financiële situatie en worden, indien nodig, gestimuleerd om actie te ondernemen en hun financiële situatie te verbeteren.

¹⁷ Hieronder verstaan we deelnemers, gewezen deelnemers, gewezen partners en andere aanspraak- en pensioengerechtigden.

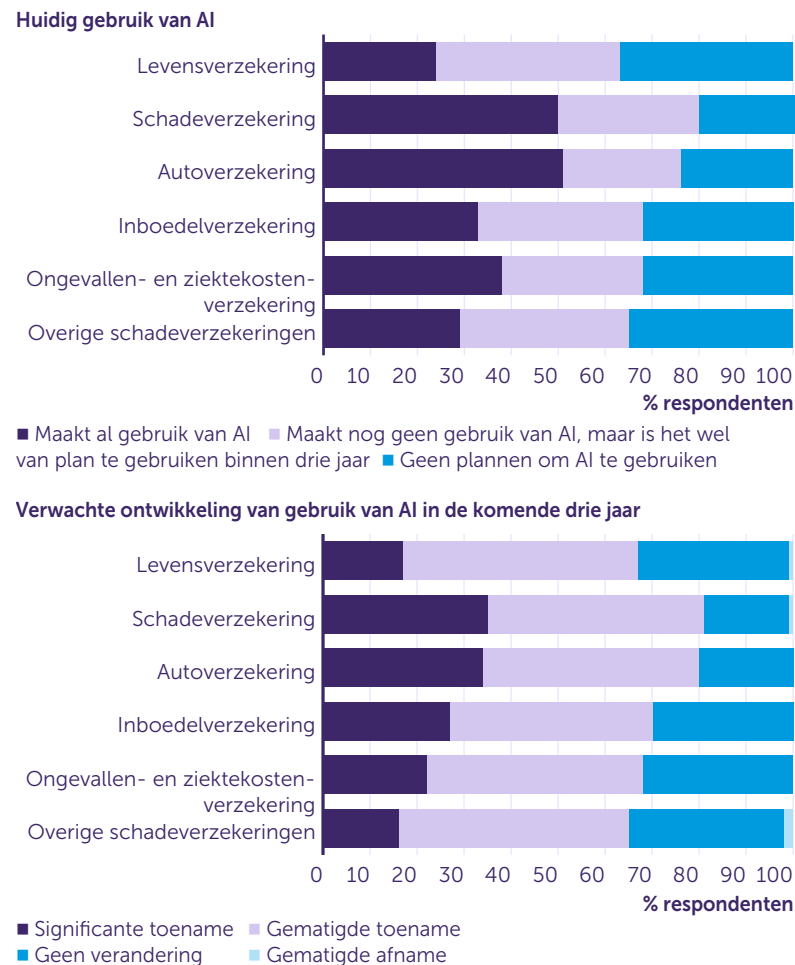
Structuurveranderingen onder financieel dienstverleners, adviseurs en bemiddelaars zetten druk op de beheerste en integere bedrijfsvoering. Consolidatie, gewijzigde verdienmodellen en meer specialistische organisaties naar doelgroepen of producten zijn enkele aanpassingen die zichtbaar zijn bij financieel dienstverleners. Private equity speelt een belangrijke rol in de aanhoudende consolidatie. Dit leidt tot zorgen over een te grote focus op financieel gewin en verminderde focus op zowel klantbelang als compliance. Tegelijkertijd zien we dat onder kleinere financieel dienstverleners de druk toeneemt door wet- en regelgeving, vereisten aan de bedrijfsvoering en IT-inrichting en verplichtingen met betrekking tot vakbekwaamheid. Door deze ontwikkelingen komt een beheerste en integere bedrijfsvoering bij een deel van de populatie in het gedrang. De AFM moedigt structuurveranderingen die de kwaliteit van de financiële dienstverlening bevordert aan, maar wijst financieel dienstverleners erop dat een beheerste en integere bedrijfsvoering blijvend moet worden gewaarborgd.

Digitalisering

Het gebruik van data, geavanceerde AI-modellen en digitale distributiekanaal verandert de financiële dienstverlening fundamenteel. Data vormen steeds meer de kern van bedrijfsprocessen, zowel voor traditionele partijen als voor nieuwe toetreders. Klantdata worden gebruikt om individuele risico's in te schatten, prijzen en voorwaarden te bepalen en klantacceptatie te sturen. De opkomst van AI-modellen en algoritmes speelt hierbij een belangrijke rol (Figuur 2). Zo zien wij dat AI-toepassingen en algoritmes in toenemende mate worden ingezet bij claimafhandelingen, kredietacceptatie, fraude-detectie en klantcontact. Door de bredere beschikbaarheid en het toegenomen gebruik van digitale distributiekanaal worden financiële diensten en producten steeds vaker alleen digitaal aangeboden en beheerd. Dit geldt inmiddels niet alleen voor complexe financiële producten, maar ook voor basisproducten zoals een betaalrekening. Financieel dienstverleners worden geacht ervoor te zorgen dat deze innovaties en de bijbehorende processen in het belang van de klant zijn. Fouten in geautomatiseerde processen, verkeerd gebruik van brondata en gebrekkige datakwaliteit kunnen voor klanten nadelige gevolgen hebben, zoals uitsluiting, overkreditering of het afsluiten van

niet passende financiële producten. Bovendien vergroot digitalisering het risico op fraude, wat waakzaamheid vereist van zowel financieel dienstverleners als consumenten.

Figuur 2 Veel verzekeraars geven aan AI te (gaan) gebruiken binnen verschillende soorten verzekeringsproducten.



Bron: EIOPA marktonderzoek (Q3 2023)

Financiële producten en diensten worden steeds meer geïntegreerd in de digitale omgeving. Het aanbieden van financiële producten of diensten via niet-financiële bedrijven wordt ook wel *embedded finance* genoemd. Voorbeelden hiervan zijn niet-financiële instellingen die eigen creditcards uitgeven of het mogelijk maken bankrekeningen te beheren, of het aanbieden van verzekeringen bij de aanschaf van bepaalde producten (auto, fiets, reis e.d.). Hoewel embedded finance de toegankelijkheid en het gebruiksgemak van financiële diensten kan vergroten, brengt het ook risico's met zich mee op het gebied van consumentenbescherming. De distributie van financiële producten en diensten wordt complexer. Daarnaast kan duidelijke informatie over deze producten, zoals prijs, voorwaarden en dekking op de achtergrond raken. Dit verhoogt het risico op misverkoop, onder- of juist oververzekering, overkreditering of onjuist financieel advies.

Beleggingsapps beïnvloeden consumenten meer risico te nemen bij hun beleggingsbeslissingen. Beleggingsapps zijn digitale platforms waarmee gebruikers voornamelijk via applicaties op hun telefoons beleggingsproducten kunnen kopen en verkopen. Deze apps geven consumenten op een laagdrempelige manier toegang tot een verscheidenheid aan beleggingsproducten, van ETF's tot risicovollere activa zoals crypto's en contract for differences (CFD's). Financieel dienstverleners maken in deze beleggingsapps steeds vaker gebruik van gedragsinzichten om de betrokkenheid van gebruikers op dergelijke platforms te vergroten. Voorbeelden hiervan zijn tools voor sociale netwerken, gamification elementen, loyalty programma's en real-time engagement zoals chatbots. Deze technieken worden niet in alle gevallen ingezet in het belang van de klant, bijvoorbeeld wanneer ze worden ingezet om klanten (te) veel te laten handelen, al dan niet in risicovolle activa. De AFM blijft de online keuzeomgeving van beleggingsapps monitoren, met specifieke aandacht voor negatieve sturing.¹⁸

Techbedrijven spelen steeds vaker een rol in de financiële sector, waardoor nieuwe afhankelijkheden ontstaan. De keten van dienstverleners binnen de financiële sector wordt steeds complexer. Onder andere door het gebruik van API's (application programming interfaces) kunnen derde partijen (zoals fintech-ondernemingen) hun diensten aanbieden via financieel dienstverleners. Zo kan een financieel dienstverlener ook eenvoudig producten van andere partijen doorgeven aan zijn eigen klanten. Hierdoor ontstaan nieuwe afhankelijkheden van partijen waar niet altijd (financieel) toezicht op is. Het risico bestaat dat in zo'n omgeving klanten niet-passende producten en diensten worden aangeboden. Daarnaast worden financieel dienstverleners door de toegenomen kosten voor het ontwikkelen van nieuwe toepassingen (zoals GenAI toepassingen) nog afhankelijker van derde partijen, zoals bigtech partijen of juist kleine niche-spelers, bij wie zij hun toepassingen inkopen.

De toename van dataverzameling en de groeiende frequentie van cyberaanvallen en ransomware-incidenten, leiden tot een hoger risico op cybercriminaliteit. Ondernemingen verzamelen steeds meer (vertrouwelijke) data, terwijl het gemak waarmee aanvallen kunnen worden uitgevoerd (het Crime-as-a-Service ecosysteem en inzet van GenAI) groeit. Financieel dienstverleners zijn een aantrekkelijk doelwit voor cybercriminelen, omdat zij grote hoeveelheden persoonlijke en financiële informatie van hun klanten bezitten. Cyberaanvallen kunnen resulteren in een tijdelijke onderbreking van de dienstverlening. De beheersing van cyberrisico's is cruciaal en richt zich niet alleen op financieel dienstverleners, maar ook op de (externe) ketenpartijen en intermediairs. Marktpartijen zullen in een complex ecosysteem van externe applicaties en samenwerkingen cyberrisico's moeten beheersen. Voor grote financieel dienstverleners gaat DORA gelden, waarmee er wettelijke verplichtingen komen rondom ICT-risicobeheer. Voor kleinere financieel dienstverleners geldt DORA niet, maar ook voor deze partijen is het van groot belang om cyberrisico's te beheersen en waakzaam te zijn.

¹⁸ 'Risico's in de keuzeomgeving van cryptoapps', AFM, april 2024.

Verduurzaming

Verduurzaming blijft belangrijk, ook op het gebied van financiële dienstverlening. Hier ligt een grote verantwoordelijkheid bij financiële ondernemingen, waaronder beleggingsondernemingen, pensioen-uitvoerders en verzekeraars en adviseurs. Denk aan het integreren van verduurzaming in de ontwikkeling en distributie van financiële producten en het scheppen van realistische verwachtingen over de mate van duurzaamheid van hun producten. Financieel dienstverleners zijn hier in toenemende mate mee bezig. Wanneer inspanning achterblijven brengt dit risico's met zich mee voor het klantbelang en de duurzaamheidstransitie.

Financiële ondernemingen moeten zich inspannen om duurzaamheid te integreren bij de ontwikkeling en distributie van financiële producten. Beleggers moeten worden geïnformeerd over de risico's die horen bij een financieel product of dienst. Daarnaast hebben financiële ondernemingen de plicht om zich in te spannen om passende producten en diensten aan te bieden. Financiële ondernemingen dienen zich verder in te spannen om (i) duurzaamheidsbepalingen te integreren bij de ontwikkeling en distributie van financiële producten en (ii) de geschiktheidstoets begrijpelijker en zorgvuldiger in te richten. Het bijbehorende risico, dat beleggers niet de producten krijgen die passen bij hun duurzaamheidsdoelstellingen, is momenteel groot. We zien echter ook het risico dat consumenten worden uitgesloten van bepaalde duurzame producten en diensten, bijvoorbeeld bij verzekeraars dat consumenten die niet duurzaam handelen niet meer verzekeraar zijn. Tegelijkertijd ziet de AFM ook het omgekeerde risico, namelijk dat verzekeraars de duurzaamheidstransitie juist vertragen door terughoudend te zijn bij het verzekeren van nieuwe, duurzame technologieën vanwege meer onzekerheden en mogelijk hogere risico's.

Aanbieders van duurzame financiële producten en diensten moeten begrijpelijke taal gebruiken en realistische verwachtingen scheppen.

Het risico bestaat dat financiële ondernemingen verkeerde verwachtingen scheppen rondom de duurzaamheid van hun producten en diensten. Het is daarom belangrijk dat de informatievoorziening over de duurzaamheid van producten en diensten duidelijk en begrijpelijk wordt aangeboden. Het risico is dat beleggers – onder wie pensioen-deelnemers -en adviseurs de duurzaamheid van beleggingsproducten niet goed kunnen begrijpen, beoordelen, vergelijken of een passend advies kunnen geven. Het gaat hierbij bijvoorbeeld om de eenduidigheid en vergelijkbaarheid van SFDR-informatie. Daarnaast bestaat het risico dat financieel dienstverleners onterechte duurzaamheidsclaims doen over hun producten of praktijken, waardoor consumenten worden misleid over de werkelijke impact (greenwashing).

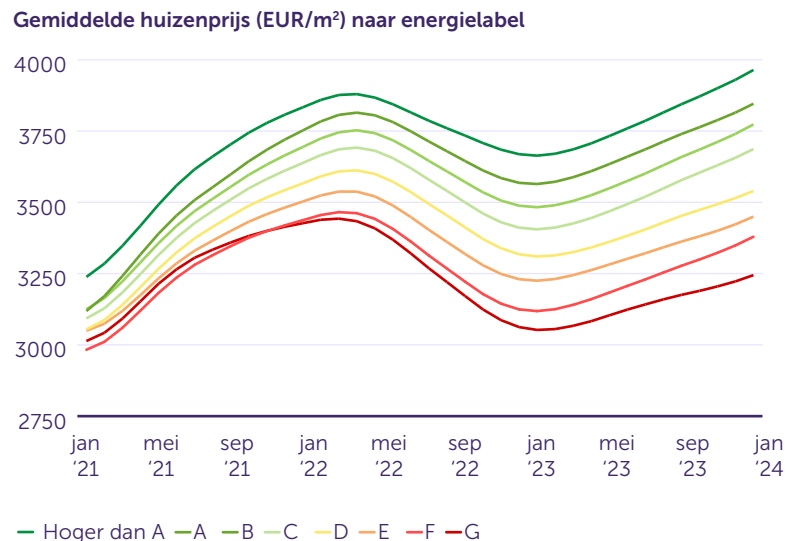
De afgelopen twee jaar zijn de prijsverschillen tussen energiezuinige huizen en huizen met een slechter energielabel toegenomen

(Figuur 3). Dit is een logisch gevolg van stijgende energieprijzen en verdere bewustwording van huishoudens met betrekking tot duurzaamheid. Per 1 januari 2024 hangt de hoogte van de maximale hypotheek af van het energielabel van de woning. Kopers van energiezuinige woningen hebben lagere energiekosten en kunnen hierdoor een hogere hypotheek krijgen. Tegelijkertijd betekent dit dat de leencapaciteit lager is voor woningen met label E, F of G.¹⁹ Daarnaast bestaat extra hypotheekruimte voor verduurzaming van de eigen woning, maar deze wordt nauwelijks gebruikt. De meeste huiseigenaren kunnen verduurzaming eigen woning financieren met spaargeld.²⁰ De kloof wordt daarmee groter tussen huizenbezitters die geld hebben om te investeren in verduurzaming en zo geld willen besparen op energielasten, en huizenbezitters die niet kunnen investeren uit eigen middelen. Zij ervaren daardoor hogere energielasten en een achterblijvende stijging van de woningwaarde.

¹⁹ 'Advies hypotheeknormen 2024', Nibud, september 2023.

²⁰ 'Van crisis naar kans: verduurzaming van woningen na de energiecrisis', DNB, april 2024.

Figuur 3 Het prijsverschil tussen energiezuinige huizen en huizen met een slechter energielabel neemt toe.



Bron: NVM/Brainbay

Internationalisering

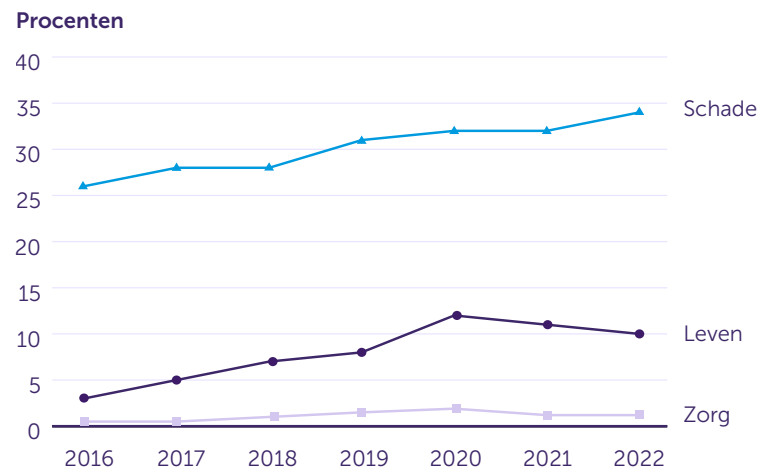
Grensoverschrijdende financiële dienstverlening neemt in een aantal markten toe. Deze toename zien we met name bij schadeverzekeraars en beleggingsdienstverleners (Figuur 4). Grensoverschrijdende financiële dienstverlening ontwikkeling heeft voor- en nadelen. De voordelen voor consumenten zitten in de lagere kosten als gevolg van toenemende concurrentie en toegang tot een breder scala aan producten. Maar er zijn ook nadelen van crossborder dienstverlening. Zo staat het klantbelang niet altijd centraal bij dienstverlening vanuit het buitenland, zoals aanbieders van speculatieve beleggingsproducten. Daarnaast wordt in het buitenland anders aan-gekeken tegen PARP-normen²¹ en zijn de mogelijkheden voor de AFM

²¹ Normen die zien op het Product Approval and Review Proces.

²² Concrete voorstellen voor een verbetering van de bevoegdheden voor de home toezichthouder heeft de AFM in 2021 samen met de Franse toezichthouder AMF in een [position paper](#) gepubliceerd.

om bij slechte dienstverlening in te grijpen beperkter. Dit komt omdat bij grensoverschrijdende financiële dienstverlening de 'home toezichthouder' uit het land van vergunningverlening primair verantwoordelijk is voor het toezicht, waardoor de 'host toezichthouder' beperkte bevoegdheden heeft. De AFM focust zich op een aantal activiteiten om te komen tot een gelijk Europees speelveld en effectiever toezicht, onder andere door zich op beleidsniveau in te zetten voor meer bevoegdheden voor host toezichthouders op beleggingsdienstverlening.²² Daarnaast richt de AFM zich op het versterken van samenwerking met nationale, Europese (ESMA, EBA, EIOPA) en internationale toezichthouders (IAIS en IOSCO).

Figuur 4 Voor verschillende verzekeringsproducten neemt het aandeel van buitenlandse verzekeraars toe.



Bron: DNB

Integriteit en crimineel gedrag

Consumenten moeten – ook na inwerkingtreding van MiCAR – waakzaam zijn voor illegale cryptoaanbieders. Vanaf 30 december 2024 moeten ondernemingen die actief zijn in cryptodienstverlening in bezit zijn van een MiCAR-vergunning of -notificatie. Daarmee staan deze partijen ook onder AFM-toezicht. Ondanks de invoering van deze vergunningplicht bestaat de kans dat cryptoaanbieders actief zijn die niet over de benodigde vergunning beschikken en dus illegaal crypto's aanbieden. Daarbij kunnen zij ten onrechte de indruk wekken dat crypto's minder risicovol zijn door de inwerkingtreding van MiCAR. Een ander aandachtspunt is het risico op marktmanipulatie. Denk aan georkestreerde koersstijgingen met als doel tegen een hogere prijs crypto's te dumpen (*pump en dump*).²³ De AFM zal zich inzetten voor het in kaart brengen en aanpakken van illegale cryptoactiviteiten en consumenten oproepen te controleren of de cryptodienstverlener waar zij gebruik van maken over de juiste vergunning beschikt.

Malafide financieel dienstverleners die betrokken zijn bij grootschalige hypotheekfraude benadelen consumenten en hypotheekaanbieders en schaden het vertrouwen in en de integriteit van de financiële sector. Financieel dienstverleners kunnen op verschillende manieren betrokken zijn bij hypotheekfraude: zelf frauderen, wegstijgen bij fraude, of aanzetten tot fraude (Box 1). Bij hypotheekfraude worden voornamelijk loonstroken, jaaropgaven of werkgeversverklaringen vervalst en gebruikt bij de aanvraag van een hypotheek. Doordat financieel dienstverleners toegang hebben tot aanbieders van krediet, kunnen zij hiermee ook criminelen toegang verlenen tot de vastgoedsector. Hoewel hypotheekfraude geen nieuw fenomeen is, is er sprake van een zorgelijke ontwikkeling in de (georganiseerde) samenwerkingen die financieel dienstverleners aangaan om crimineel gedrag te faciliteren.²⁴ Hypotheekfraude blijkt een relatief makkelijk verdienmodel. De AFM is derhalve bijzonder waakzaam op deze vorm van fraude, omdat het uiteindelijk het vertrouwen in en de integriteit van de financiële sector schaadt.

²³ 'AFM waarschuwt voor pump en dump met crypto's', AFM, september 2024.

²⁴ 'Tien aanhoudingen voor grootschalige hypotheekfraude', Politie, mei 2024.

Box 1 Hypotheekfraude

Financieel dienstverleners kunnen op verschillende manieren betrokken zijn bij hypotheekfraude.

Ten eerste kunnen financieel dienstverleners een actieve rol bij hypotheekfraude aannemen. Financieel dienstverleners kunnen al dan niet in samenwerking met de klant werkgeversverklaringen of loonstroken aanpassen met als doel om (een hogere) hypotheekaire krediet te verkrijgen voor de klant. Het motief van de financieel dienstverlener kan zijn dat de financieel dienstverlener een vergoeding ontvangt bij het daadwerkelijk passeren van de hypotheek, waardoor er een belang is om een fictief hoger inkomen op te geven bij de hypotheekaanbieder.

Ten tweede kan een financieel dienstverlener actief samenwerken met derde partijen bij het plegen van fraude. Dit gebeurt vaak door administratiekantoren of zzp'ers die als onderbemiddelaar fungeren. Door vervalsing van verplichte documenten, zoals inkomensgegevens of werkgeversverklaringen, worden hypotheekaanbieders misleid. Door deze samenwerking met derde partijen is het voor hypotheekaanbieders lastig fraude te detecteren. Daarbij vallen bijvoorbeeld administratiekantoren niet onder toezicht van de AFM waardoor deze vorm van fraude lastiger is aan te pakken. Samenwerking tussen de AFM en ketenpartners moet dit toezicht versterken.

Ten slotte kan een financieel dienstverlener een passievere rol innemen bij het plegen van hypotheekfraude. Een financieel dienstverlener kan bewust wegstijgen of de bedrijfsvoering met onvoldoende waarborgen inrichten, waardoor er via de financieel dienstverlener hypotheekaanvragen met valse stukken worden doorgezet naar de hypotheekaanbieder(s). Hierbij verricht de financieel dienstverlener bijvoorbeeld weinig tot geen onderzoek naar de aanvrager, de herkomst van de gelden, de gegevens in brondata zoals jaaropgaven of IB-aangiften of de financiële kennis, positie doelstellingen en risicobereidheid van de klant. Dit werkt

bijvoorbeeld katvangerconstructies in de hand. In dit scenario minimaliseert de financieel dienstverlener zijn eigen rol en voldoet hij niet aan de onderzoeksplicht welke in redelijkheid mag worden verwacht van een financieel dienstverlener.

Wanneer een financiële dienstverlener bewust of onbewust betrokken is bij fraude, schaadt dit het vertrouwen in en de integriteit van de financiële sector. Als is gefraudeerd bij de hypotheekaanvraag dan is het zeer waarschijnlijk dat de hypotheeknemer de lasten van de hypotheek niet kan dragen. De hypotheek is namelijk verkregen op basis van verkeerde gegevens. Hierdoor loopt de hypotheekverstrekker een verhoogd kredietrisico en de hypotheeknemer een grotere kans op financiële problemen. Bij een achterstand op betaling kan een hypotheekverstrekker overgaan tot executie van het onderpand, waarbij zowel de hypotheekverstrekker als hypotheeknemer kunnen achterblijven met een restschuld. Hiernaast creëert hypotheekfraude een oneerlijk speelveld voor andere (bonafide) kopers. Dit schaadt het vertrouwen in de financiële sector. Hypotheekfraude kan bovendien witwassen faciliteren, wat het financiële systeem ondermijnt.

Risicokaart Financiële dienstverlening

Inschatting risico's

- Hoog
- Verhoogd
- Zeer hoog

Toename

- Gelijkblijvend
- Afname

Met de risicokaarten beschrijven we risico's die mogelijk voortkomen of versnellen als gevolg van de beschreven trends en ontwikkelingen.

Trefwoord	Specifiek risico	Drijvers	Belang
Pensioentransitie	De pensioentransitie wekt onrealistische verwachtingen over het pensioen wanneer de informatie niet correct, duidelijk, tijdig en evenwichtig is. De pensioenregeling sluit niet aan bij de risico's die pensioendeelnemers kunnen dragen en/of willen nemen. Daarnaast overzien pensioendeelnemers niet het belang en de impact van beslissingen die zij nemen. Door toegenomen werkdruk en vernieuwde bedrijfsvoering bij pensioenuitvoerders vinden pensioendeelnemers onvoldoende gehoor bij vragen en klachten.	Wet- en regelgeving	
Risicovolle beleggingsproducten	Consumenten kopen risicovolle beleggingsproducten zonder zich bewust te zijn van de risico's of na te gaan of deze producten passend zijn bij hun situatie. Risicovolle beleggingsproducten zijn onder andere crypto's, CFDs of andere beleggingsproducten waarin gebruikt wordt gemaakt van hefboomfinanciering. Gerichte en agressieve marketing, bijvoorbeeld via social media (influencers) of in beleggingsapps, wordt ingezet om de handelsfrequentie en risicobereidheid van de consument te vergroten.	- Digitalisering - Internationalisering - Wet- en regelgeving	
Embedded financiële producten en diensten	De laagdrempeligheid van embedded financiële producten en diensten leidt tot misselling, onder- of juist oververzekering, overkreditering, of ongewenst of onjuist financieel advies, omdat informatie over het financiële product (o.a. prijs, voorwaarden, dekking) op de achtergrond raakt. Daarnaast is de distributie van embedded financiële producten en diensten complexer en minder transparant, waardoor consumentenbescherming minder kan worden gewaarborgd.	- Digitalisering - Internationalisering	
AI in financieel advies en producten	De inzet van AI binnen financieel advies, verzekeringsproducten en kredietacceptatie leidt tot risico's voor het klantbelang, van risicoselectie en premiedifferentiatie tot uitsluiting. Bij onbeheerst gebruik van AI bestaat het risico op een 'blackbox', wat leidt tot intransparant en minder geschikt financieel advies. Door toenemende automatisering, uitbesteding en digitale (externe) bronontsluitingen ontstaan fouten in beslisregels of algoritmes met nadelige gevolgen voor consumenten rondom advies en distributie.	Digitalisering	
Uitsluiting betaaldiensten	Digitalisering beperkt de toegang tot en het gebruik van basisbetaaldiensten voor bepaalde klantgroepen, zoals consumenten met beperkte digitale vaardigheden. Dit terwijl het beschikken over een (basis)betaalrekening een voorwaarde is voor deelname aan het maatschappelijk verkeer.	Digitalisering	
Overkreditering	Consumenten met hoge leningen bewegen naar alternatieve, meer risicovolle manieren van financiering van aankopen, zoals flitskrediet, buy-now-pay-later, vormen van (private) lease, of financiering op basis van koopsomtaxatie. Te hoge, of een stapeling van, leningen maken consumenten kwetsbaar in geval van koopkrachtdaling, verandering van persoonlijke omstandigheden of rentestijging. Hypothecaire overkreditering kan bovendien ontstaan bij een (forse) daling van de woningwaarde door klimaatrisico's.	Marco-economische ontwikkelingen	
Hypotheekfraude	Malafide financieel dienstverleners faciliteren actief of passief hypotheekfraude, wat het vertrouwen in en de integriteit van de financiële sector schaadt. Bovendien loopt door hypotheekfraude de hypotheekverstrekker een verhoogd kredietrisico en de hypotheeknemer een grotere kans op financiële problemen. Met name wanneer financieel dienstverleners samenwerken met derde partijen is het voor hypotheekaanbieders lastig fraude te detecteren.	- Marco-economische ontwikkelingen - Wet- en regelgeving	

2. Kapitaalmarkten

DIT HOOFDSTUK IN 1 MINUUT

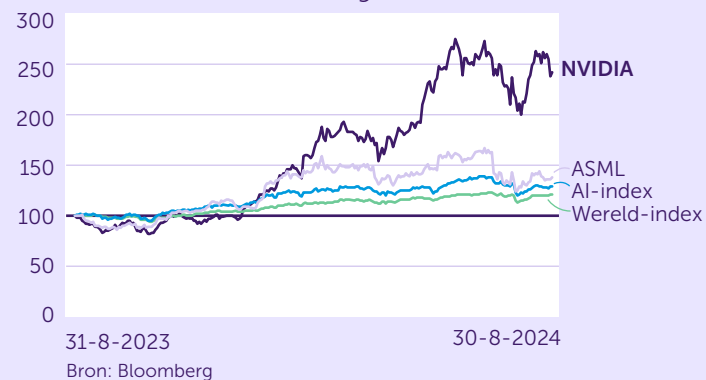


- Op kapitaalmarkten bestaan **hoge verwachtingen ten aanzien van AI**.
- Marktpartijen maken steeds nadrukkelijker gebruik van **digitalisering in hun bedrijfsvoering**. Dit leidt er onder andere toe dat de markt steeds meer verweven raakt.
- Beperkte beschikbaarheid van **duurzaamheidsdata** verzwakt de informatiepositie van beleggers en vermindert daarmee de efficiëntie van beleggingsbeslissingen.
- Het is belangrijk dat vaart wordt gemaakt met het realiseren van een **krachtige Europese kapitaalmarktunie**.

De rendementen van AI worden vooral gedreven door specifieke bedrijven zoals Nvidia.

Aandelenkoersen werden dit jaar gedreven door de torenhoge verwachtingen rondom AI. Opnieuw zijn wereldwijde records verbroken.

Geïndexeerde koersontwikkeling

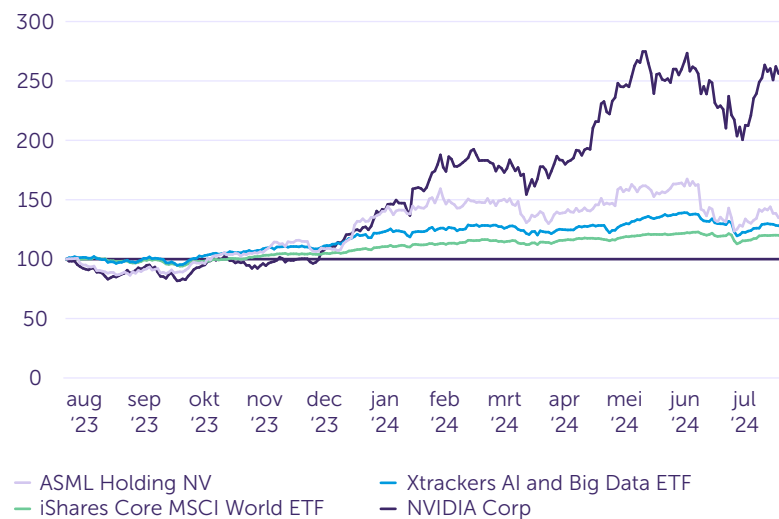


Algemene ontwikkelingen

Op kapitaalmarkten bestaan hoge verwachtingen ten aanzien van AI. Waar de afgelopen jaren het monetaire beleid om de inflatie te beteugelen een belangrijke drijver op kapitaalmarkten was, worden met name aandelenkoersen dit jaar gedreven door de torenhoge verwachtingen rondom AI (Figuur 5). Grotendeels door deze verwachtingen zijn dit jaar, opnieuw, wereldwijde records op aandelenmarkten verbroken. De waarderingen van AI-gerelateerde bedrijven zijn grotendeels gebaseerd op ongerealiseerd potentieel. Op het moment dat de ontwikkeling afwijkt van de hooggespannen verwachtingen, kan dit een weerslag hebben op de koersen. Hoewel historische parallellen met voorgaande bubbels zoals de dot-com bubbel niet zonder meer op gaan, blijft het risico bestaan dat beleggers onrealistische verwachtingen hebben van de toekomst, wat kenmerkend is voor een bubbel.

Figuur 5 De hoge AI-waarderingen worden met name gedreven door enkele AI-gerelateerde bedrijven zoals Nvidia.

Geïndexeerde koersontwikkeling (augustus 2023 = 100)



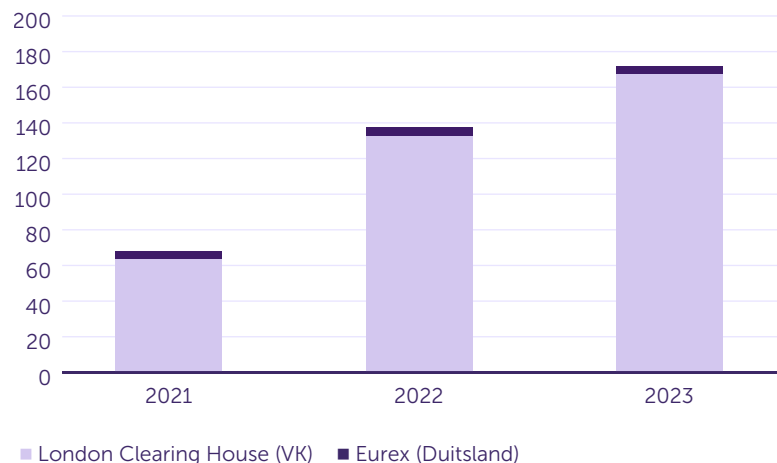
Bron: Bloomberg

²⁵ 'EU scales back ambitions for post-Brexit clearing land grab', FT, februari 2024.

Kapitaalmarkten in de EU zijn kwetsbaar door afhankelijkheden van landen buiten de EU. Ondanks de verhuizing van een significant aantal partijen vanuit het Verenigd Koninkrijk (VK) naar de Europese Unie (EU) na brexit zijn Europese kapitaalmarkten sterk afhankelijk van het VK. Met name in diensten op het gebied van handel en clearing van valuta- en euro-gedeneerde derivaten is het VK dominant. Ter illustratie, meer dan 90% van de euro-gedeneerde rentederivaten wordt gecleared in het VK (Figuur 6).²⁵ Een verklaring hiervoor zijn netwerkeffecten en kostenefficiëntie. Zo wordt clearing goedkoper en efficiënter wanneer zo veel mogelijk producten door zo veel mogelijk partijen bij een enkele CCP worden gecleared. Deze concentratie kan echter leiden tot marktmacht en ten koste gaan van concurrentie en innovatie. Daarnaast is ook de (digitale) infrastructuur van kapitaalmarkten sterk afhankelijk van, met name Amerikaanse, bigtech bedrijven. Denk aan de wereldwijde afhankelijkheid van vier grote bedrijven voor cloudcomputing: Amazon Web Services, Microsoft Azure, Google Cloud en Alibaba Cloud. Zij zijn gezamenlijk goed voor 70% van de markt (Figuur 7). Ongeveer 80% van de Europese financiële instellingen maakt op een of andere manier gebruik van de cloud voor hun dienstverlening. Door deze concentratie van spelers van buiten de EU ontstaan er strategische afhankelijkheden die de Europese Unie en Europese kapitaalmarkten kwetsbaar maken voor geopolitieke en economische schokken.

Figuur 6 Het grootste deel van euro-gedenomineerde rentederivaten wordt gecleared in het VK.

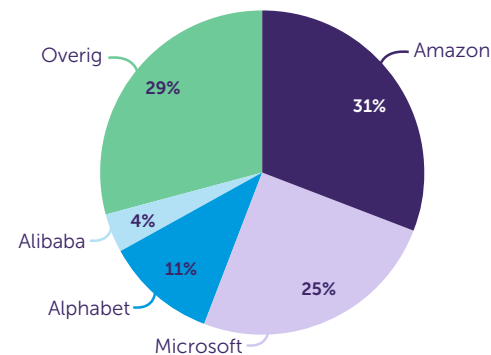
Jaarlijks gecleared volume in euro-renteswaps en overnight index kortetermijnrenteswaps, in USD (miljoenen)



Bron: Clarus²⁶

Figuur 7 De markt voor het leveren van clouddiensten is sterk geconcentreerd.

Percentage marktaandeel van wereldwijde uitgaven aan cloudinfrastructuurdiensten



Bron: Synergy Research Group²⁷

Internationale politieke ontwikkelingen zorgen voor onzekerheid op kapitaalmarkten over mogelijke beleidswijzigingen en hun economische impact. De huidige geopolitieke omgeving is uitdagend geworden onder meer door diverse verkiezingen die dit jaar in tal van landen worden gehouden. Financiële markten vertonen traditioneel volatiliteit tijdens verkiezingen vanwege de onzekerheid over mogelijke beleidswijzigingen en hun economische impact. Voor de verkiezingen in de VS geldt bijvoorbeeld dat er een risico is op (verhoging van) invoertarieven op goederen uit China en Europa, evenals potentiële belastingverlagingen in de VS. Daarnaast is er onzekerheid over de toekomst van cryptoactiva en hoe beleidswijzigingen tot divergentie in regelgeving tussen de VS en de EU kan leiden. Deze onzekerheid resulteert doorgaans in korte termijn fluctuaties, maar de impact van beleidswijzigingen heeft juist op lange termijn grote impact op kapitaalmarkten.

²⁶ 'CCP Volumes and Share in IRD', Clarus, januari 2024.

²⁷ 'Huge Cloud Market Sees a Strong Bounce in Growth Rate for the Second Consecutive Quarter', Synergy Research Group, april 2024.

Digitalisering

Marktpartijen maken in toenemende mate gebruik van digitalisering in hun bedrijfsvoering waardoor de markt steeds meer verweven raakt. Door de inzet van nieuwe technologieën wijzigt naast de marktinfrastructuur (bijvoorbeeld door de inzet van algoritmes) ook de bedrijfsvoering. Zo is een groot deel van de IT in de financiële sector uitbesteed aan derde partijen, voornamelijk grote of specialistische (tech) bedrijven uit het buitenland. Hoewel er via allerlei Europese wet- en regelgeving eisen worden gesteld aan outsourcing, is er in de praktijk minder directe controle (mogelijk) op buitenlandse IT-bedrijven. Enerzijds is het risico hiervan dat marktpartijen onvoldoende begrip van en grip op hun gewijzigde bedrijfsvoering hebben en door regelgeving beoogde waarborgen niet langer worden gerealiseerd. Anderzijds ontstaan er concentratierisico's rondom belangrijke ketenpartijen. Door verwevenheid rondom deze partijen, kan één cruciale partij de gehele markt ontregelen wanneer deze omvalt.

Box 2 Digitalisering leidt tot RegTech en SupTech

Technologische innovaties in de financiële sector worden steeds vaker ingezet voor het verbeteren van naleving van regelgeving en het versterken van toezicht door automatisering en data-analyse. Door digitalisering kijken marktpartijen hoe zij efficiënter invulling kunnen geven aan de wetgevingsvereisten (Regtech). Tegelijkertijd zien toezichthouders in het algemeen en de AFM specifiek kansen voor effectiever digitaal toezicht (Suptech). Het feit dat er twee termen zijn suggereert (mogelijk terecht) dat de huidige toepassingen grotendeels geïsoleerd tot stand komen, terwijl er voldoende kansen zijn om middels samenwerking een gemeenschappelijk doel te bereiken.

Regulatory technology, ook wel RegTech genoemd, staat voor technologie die financiële instellingen ondersteunt bij het voldoen aan wet- en regelgeving. Het betreft elk type toepassing van door technologie mogelijk gemaakte innovatie voor regelgevings-, nalevings- en rapportagevereisten die door een regulerende finan-

ciële instelling met of zonder de hulp van een RegTech-aanbieder worden geïmplementeerd.²⁸ Het momentum voor RegTech is ontstaan door (i) de toegenomen regeldruk op de financiële sector (vooral in de nasleep van de financiële crisis van 2007 – 2011) en (ii) digitalisering van de financiële sector die ertoe geleid heeft dat technologische oplossingen beschikbaar zijn gekomen om compliance processen effectiever en efficiënter in te richten.

Supervisory technology, ook wel SupTech genoemd, is technologie die toezichthouders ondersteunt bij het monitoren en handhaven op (financiële) wet- en regelgeving. Het momentum voor SupTech is net als voor RegTech ontstaan door verbeterde technologie. De digitalisering van de financiële sector heeft ertoe geleid dat technologische oplossingen beschikbaar zijn gekomen om compliance processen effectiever en efficiënter in te richten. Wanneer RegTech goed werkt, dan zou SupTech slechts een verificatie kunnen zijn van hetgeen RegTech aanlevert. Als toezichthouder kunnen we ons proactief opstellen, onder toezicht staande ondernemingen ondersteunen, en meedenken en helpen bij het ontwikkelen van gedeelde technologische oplossingen die de werkzaamheden van zowel ondernemingen als toezichthouders kunnen vereenvoudigen en verbeteren.

De toepassingsgebieden van Sup-/RegTech richten zich voornamelijk op compliance, risicomanagement, anti-witwascontroles, fraudedetectie, klantonderzoeken (KYC) en transactie-monitoring. Dit leidt tot lagere kosten, een stabiel systeem en verminderde risico's omdat geavanceerde monitoring en datagebreven analyses risico's sneller kunnen identificeren en mitigeren.

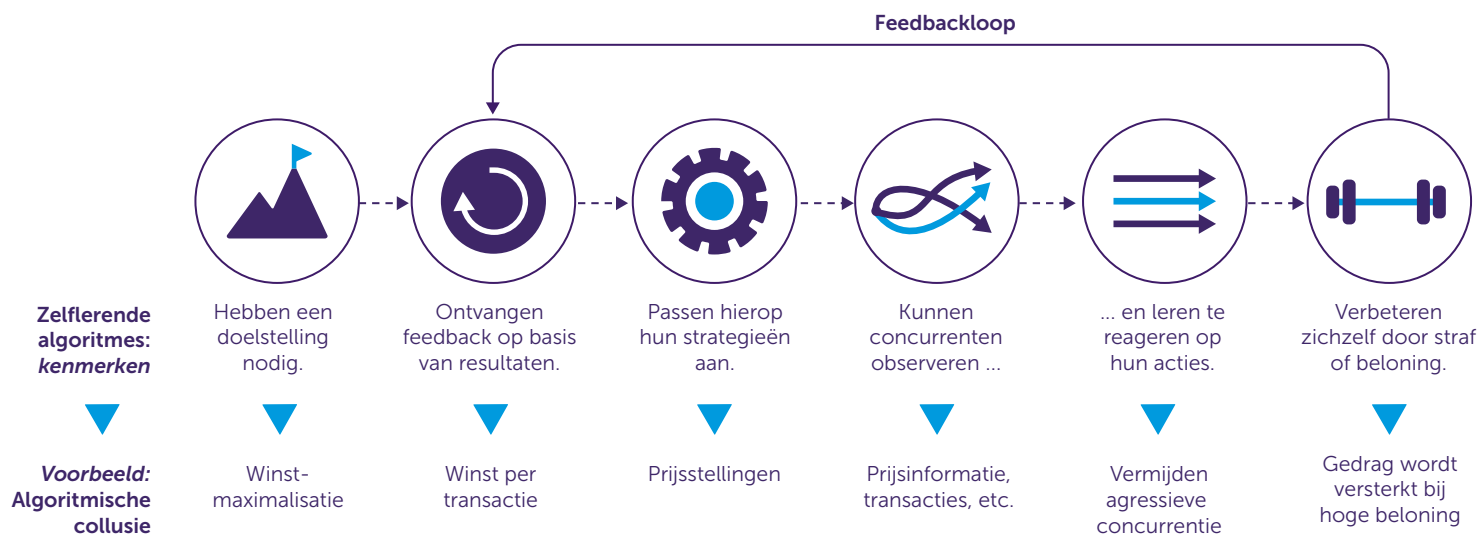
Hoewel de voordelen om gezamenlijk op te trekken evident lijken, is de praktijk weerbarstiger. Wat hier bij een leidende rol speelt is de relatie tussen toezichthouder en onder toezicht staande ondernemingen. Onder specifieke condities, zoals bijvoorbeeld bij een gedeelde ambitie of juridisch draagvlak en voor bepaalde casuïstiek (zoals exploratie of standaardisatie) kan samenwerking worden onderzocht.

²⁸ 'EBA Analysis of RegTech in the EU financial sector', EBA, juni 2021.

Kapitaalmarkten worden op verschillende manier beïnvloed door AI-ontwikkelingen met verschillende nieuwe en bestaande risico's tot gevolg. Voor de inzet van AI zijn veel investeringen nodig in zowel mens als kapitaal. Dit betekent dat kapitaalkrachtige bedrijven een voordeel hebben ten opzichte van kleine(re), minder kapitaalkrachtige partijen. Bovendien kan de verzameling van (big) data en expertise in AI-technologieën/modellen een hoge toetredingsdrempel creëren voor nieuwe spelers. Hierdoor wordt concurrentie verder beperkt en de marktmacht van gevestigde bigtech spelers versterkt. Ook betekent de populariteit van AI dat financiële stabiliteitsrisico kunnen ontstaan wanneer de hype rondom AI niet kan worden waargemaakt. Bedrijfswaarderingen, en dus aandelenkoersen, kunnen dan dalen. Daarnaast ontstaan er ook nieuwe risico's zoals AI-washing. Hierbij worden op vergelijkbare wijze als greenwashing beleggers misleid rondom de inzet en de positieve impact van AI bij de verdienmodellen van bedrijven.

De inzet van machine learning technieken (zoals *reinforcement learning*)²⁹ kan leiden tot nieuwe klasse van algoritmes die bewust of stilzwijgend met elkaar samenwerken.³⁰ Dit noemen we algoritmische collusie (kartelvorming) en zorgt ervoor dat eindgebruikers van kapitaalmarkten niet de beste uitkomst krijgen of in gevallen zelfs kunnen worden misleid (Figuur 8). Om deze vormen van marktmisbruik tegen te gaan, verwachten we in de eerste plaats van marktpartijen die geavanceerde handelsalgoritmes gebruiken dat ze oog hebben voor het risico van algoritmische collusie en ernaar handelen om dit risico uit te sluiten. Daarnaast moet nadere samenwerking tussen nationale en internationale mededingingstoezichthouders, toezichthouders op de kapitaalmarkten en toezichthouders op AI-gebruik leiden tot een beter begrip en effectievere opsporing. Ook kan het zijn dat afhankelijk van de ontwikkelingen en gedragingen in de markt ook wet- en regelgeving op dit terrein aanscherping behoeft.

Figuur 8 Algoritmische collusie: hoe algoritmes leren samenwerken.



²⁹ Algoritmes die gebaseerd zijn op reinforcement learning zijn in staat om door *trial and error* te leren van hun eigen gedragingen en de beste actie te bepalen in een bepaalde situatie.

³⁰ 'Trendzicht 2024: Algoritmische collusie op kapitaalmarkten', AFM, november 2024.

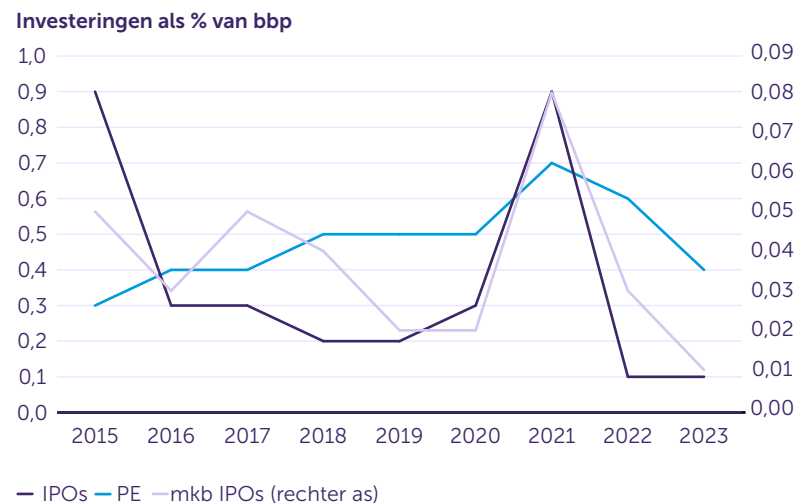
Cyberberrisico's zullen blijvend relevant zijn, ook met de komst van DORA. Kapitaalmarkten zijn sterk gedigitaliseerd en marktpartijen die actief zijn op kapitaalmarkten, zijn dat doorgaans ook. Kapitaalmarktpartijen zijn een aantrekkelijk doelwit voor cyberaanvallen vanwege de cruciale rol die zijn hebben voor het goed functioneren van kapitaalmarkten. Denk aan handelsplatformen en CCPs. Naast financiële schade kan cybercriminaliteit leiden tot risico's voor financiële stabiliteit. Geopolitieke onrust, samenwerking tussen cybercriminelen en vijandige staatsactoren en vergaande specialisatie binnen de keten van cybercriminaliteit vergroten deze risico's. Aandacht voor cybersecurity als onderdeel van de beheerste en integere bedrijfsvoering is dan ook blijvend relevant. Een deel van de marktpartijen zal nog een aantal stappen moeten nemen om voldoende weerbaar te zijn tegen cyberberrisico's, waaronder het voldoen van de vereisten vanuit DORA.

Verduurzaming

Beperkte beschikbaarheid van duurzaamheidsdata verzwakt de informatiepositie van beleggers en vermindert daarmee de efficiëntie van beleggingsbeslissingen. Beursgenoteerde ondernemingen zijn druk bezig met het implementeren van de verschillende duurzaamheidseisen, zoals de rapportageverplichtingen vanuit de CSRD. Desondanks zien we dat zij duurzaamheid vaak nog als losstaand thema beschouwen. Hierdoor kunnen ze nog onvoldoende de vertaalslag maken tussen duurzaamheid en de impact van duurzaamheidsrisico's op hun bedrijfsvoering. Ook de publicatieverplichting die zij hebben om voorwetenschap te openbaren houdt hierdoor onvoldoende rekening met duurzaamheid en duurzaamheidsrisico's. Uiteindelijk ontstaat het risico dat beleggers niet over de juiste informatie beschikken. Dit schaadt het prijsvindingproces en uiteindelijk het vertrouwen in kapitaalmarkten.

Daarnaast zorgt regeldruk ervoor dat private markten aantrekkelijker worden ten opzichte van publieke markten wat ten koste gaat van de informatiepositie van beleggers. De kosten van duurzaamheidsrapportages zijn over het algemeen hoog. Om deze hoge kosten te vermijden zullen small- en midcap bedrijven zich voor financiering eerder wenden tot private markten (Figuur 9). Bepaalde wet- en regelgeving is daar minder streng. Daarnaast is de maatschappelijke druk en de korte termijn focus van beleggers groter bij publieke markten ten opzichte van private markten.³¹ Het risico van deze toenemende aantrekkelijkheid van private markten is dat beleggers zich genoodzaakt zien met minder transparantie genoeg te nemen wat de efficiëntie niet ten goede komt. Daar staat tegenover dat beleggers vaak meer zeggenschap hebben bij private investeringen, hetgeen mogelijk tot meer (duurzaam) rendement leidt.

Figuur 9 Investerings in IPOs en mkb IPOs nemen af, terwijl investeringen in private equity (PE) toenemen.



Bron: Europese Commissie

³¹ Zie bijvoorbeeld: 'Shaping the future of the Dutch capital market', Capital Amsterdam, mei 2024.

Internationalisering

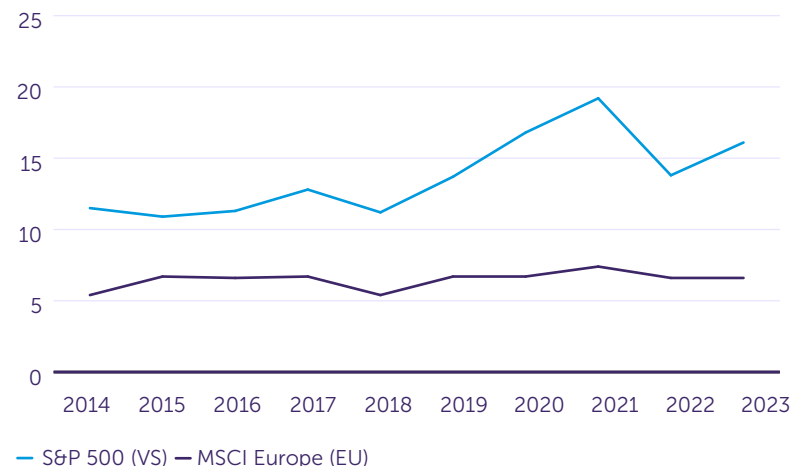
Europese kapitaalmarkten verliezen terrein ten opzichte van Amerikaanse kapitaalmarkten. Zo zorgt de relatief geringe liquiditeit op Europese kapitaalmarkten ervoor dat bedrijven in de VS makkelijker aan financiering via publieke markten kunnen komen dan in de EU. Ter illustratie, de totale marktwaarde van alle beursgenoteerde bedrijven in de EU was eind 2022 iets meer dan een kwart vergeleken met de totale marktwaarde van alle beursgenoteerde bedrijven in de VS (ter illustratie Figuur 10). Daarnaast zijn de handelsvolumes van Europese aandelen relatief gedaald ten opzichte van de handelsvolumes in de VS.³² Slechts 30 procent van de financiering van niet-financiële ondernemingen bestaat uit beursgenoteerde instrumenten in het eurogebied, tegenover ongeveer twee derde in de VS. Ook blijft het aantal IPO's in de EU achter ten opzichte van de VS en wijken steeds meer Europese bedrijven uit naar de VS om kapitaal op te halen.³³ Daarbij maakt strengere en gefragmenteerde regelgeving de Europese kapitaalmarkten eveneens minder aantrekkelijk. Dit zien we onder meer terug in uitgebreidere kapitaalvereisten (onder andere voor Handelaren voor Eigen Rekening), nationaal georganiseerd derdelandenbeleid en andere nationale uitzonderingen (gold plating). Tegelijkertijd zouden netwerk-effecten een grote rol kunnen spelen, waardoor sommige technische initiatieven om de Europese kapitaalmarkten te versterken mogelijk minder effectief en kansrijk zijn.

Door fragmentatie zijn Europese kapitaalmarkten onvoldoende in staat ondersteunend te zijn aan de reële economie en wordt een eventuele wens om meer strategische autonomie van de EU belemmerd. Sterke Europese kapitaalmarkten zijn van groot belang voor innovatieve groei, financiering van de duurzaamheidstransitie en een concurrerende Europese economie. Ook vanuit het oogpunt van een open strategische autonomie zijn zij belangrijk. De Europese kapitaalmarkten zijn echter gefragmenteerd wat druk zet op efficiënte kapitaalallocatie in de EU. Daarnaast bestaat de EU uit 27 jurisdicties met ieder een eigen wetgevend kader. Hierbinnen valt onder andere implementatie van Europese financiële wetgeving, maar bijvoorbeeld

ook andere relevante wetgeving voor de financiële sector zoals ondernemingsrecht en belastingwetgeving. Daarnaast is ook het toezichthouderlandschap gefragmenteerd, waarbij verschillen ontstaan in de uitvoering en interpretatie van beleid. Wetgeving die het makkelijk maakt om vanuit individuele lidstaten te opereren op de gehele Europese markt (passporting) leiden tot ongewenste bijeffecten, zoals de mogelijkheid van regelgeving- en toezichtarbitrage.

Figuur 10 Kapitaalmarkten in Europa en de VS lopen steeds verder uit elkaar.

Totale marktkapitalisatie als % van bbp



Bron: Bloomberg, IMF

Wet- en regelgeving tussen het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie dreigt de komende jaren verder uiteen te lopen. Hoewel de divergentie in de regelgeving tussen het VK en de EU op het gebied van kapitaalmarkten tot nu toe beperkt is gebleven, wordt de kans dat beide markten komende jaren verder uit elkaar gaan groeien groter. Dit heeft met name te maken met nieuwe wet- en regelgeving die in zowel het VK als de EU wordt verkend en ingevoerd. Zo heeft de Britse toezichthouder FCA een aantal consultaties gehouden die onder

³² 'Equity-Market Liquidity Is Leaving Europe', AFME, juni 2023.

³³ Zie bijvoorbeeld: 'Overcoming the European Tech IPO Challenge', McKinsey & Company, juli 2024.

andere het aantal uitgifteklimate moet versterken.³⁴ Ook in de EU is er een politiek akkoord over de Listing Act bereikt. Hierin zijn richtlijnen en verordeningen opgenomen voor eenvoudigere en flexibelere regels voor beursnoteringen van met name het mkb. Het risico van toenemende divergentie zijn bijvoorbeeld marktverstoringen door regelgeving- en toezichtarbitrage en hogere kosten voor betrokken participanten.

Het is belangrijk dat er vaart wordt gemaakt met een krachtige Europese kapitaalmarktunie. Een omvangrijke en aantrekkelijke Europese kapitaalmarktunie (Capital Markets Union of CMU) bevordert economische groei en versterkt de financiële stabiliteit. In aanvulling op de eerder plannen van de Europese Commissie heeft een commissie onder leiding van oud ECB-voorzitter Mario Draghi onlangs gepleit voor een versnelling van de plannen.³⁵ Ook de AFM, samen met DNB, roept beleidsmakers op om lopende initiatieven af te ronden en ambitie te tonen om zo een ware Europese kapitaalmarkt te realiseren. Een concrete stap op korte termijn kan de centralisatie van toezichtdata van kapitaalmarkten zijn. Daarnaast biedt ook het stimuleren van onder andere participatie van retailbeleggers en (Europese) pensioenproducten goede kansen. Ten slotte zijn Europese beleidsplannen om de concurrentie en toegang tot kapitaalmarkten te vergroten veelbelovend.³⁶

Integriteit en crimineel gedrag

Sociale media en de verspreiding van nepnieuws hebben in toenemende mate effect op kapitaalmarkten. Het aantal mensen dat nieuws via traditionele media verkrijgt, neemt af. Het aantal mensen dat informatie verkrijgt via sociale media neemt juist sterk toe. Ook het aantal mensen dat voor beleggingsbeslissingen op sociale media vertrouwt, neemt toe. Het risico hiervan is dat partijen nepnieuws de wereld in helpen om zichzelf te verrijken of de politiek en de financiële sector te beïnvloeden. Denk aan *deepfake* video's die beleggers proberen te misleiden, of aan finfluencers die zonder kennis van zaken, laat

staan een vergunning, financieel advies geven en individuele aandelen aanprijzen bij hun volgers.³⁷ Ook hypes worden via sociale media makkelijker (bewust) aangewakkerd, zoals rondom het aandeel Gamestop dat ook afgelopen jaar weer in het nieuws kwam door enorme koersschommelingen (Figuur 11). De groeiende beschikbaarheid en inzet van AI-modellen versterken deze risico's.

Figuur 11 Het aandeel Gamestop kreeg opnieuw te maken met geruchten op social media.³⁸



— Koersontwikkeling Gamestop Corp

Bron: Bloomberg

Internationalisering en fragmentatie van kapitaalmarkten vergroten de risico's van handel met voorwetenschap en marktmanipulatie.

Voorbeelden hiervan zijn cross-product en cross-platform handel met voorwetenschap, en koersmanipulatie in gecorreleerde grensoverschrijdende producten. Deze vormen van marktmisbruik zijn lastig te detecteren en aan te pakken. Er wordt op oneerlijke wijze geld verdiend ten koste van andere beleggers en het vertrouwen in de markt

³⁴ 'Proposed new rules to encourage companies to list in the UK and other market improvements set out by financial watchdog', FCA, december 2023.

³⁵ 'The future of European competitiveness', EC, september 2024.

³⁶ 'Next steps for the European Capital Markets Union', AFM, DNB, februari 2024.

³⁷ 'Beware of deepfake of CEO recommending stocks, says India's National Stock Exchange', Reuters, april 2024.

³⁸ 'GameStop shares soar again as 'Roaring Kitty' brings back meme stock mania', Reuters, mei 2024.

wordt geschaad. Daarnaast belemmeren de beperkte beschikbaarheid van data en wisselende datapositie van nationale en internationale toezichthouders effectief toezicht. De risico's op deze vormen van marktmisbruik worden vergroot door beperkt zicht op partijen buiten lokaal toezicht. Ook hiervoor geldt dat in de Europese context een krachtige kapitaalmarktunie met centraal Europees toezicht noodzakelijk is om deze risico's gerichter tegen te gaan.

Met MiCAR is een eerste stap gezet voor de regulering van crypto's, maar het kan tot te hoge verwachtingen leiden bij beleggers. Beleggers moeten zich bewust zijn dat, hoewel MiCAR bijdraagt aan de bescherming van beleggers, ook onder MiCAR de nodige risico's in de cryptosector blijven bestaan. Er is een grote diversiteit aan cryptoactiva en cryptodiensten. Het is van belang dat investeerders weloverwogen keuzes maken, zich goed informeren en daarvoor door cryptodienstverleners in de gelegenheid worden gesteld. Daarnaast is het belangrijk dat investeerders zich beseffen dat een deel van de cryptosector, ondanks MiCAR, niet onder toezicht staat. Zoals decentrale handelsplatformen (DeFi) of zogenaamde *non-fungible tokens* (NFTs). Ook geldt dat er onder MiCAR toezicht komt op marktmanipulatie in crypto's. Vanwege het decentrale karakter van crypto's is de aanpak van marktmisbruik in cryptomarkten echter lastig.

Risicokaart Kapitaalmarkten

Inschatting
risico's

Hoog
Verhoogd
Zeer hoog

↗ Toename
→ Gelijkblijvend
↘ Afname

Met de risicokaarten beschrijven we risico's die mogelijk voortkomen of versnellen als gevolg van de beschreven trends en ontwikkelingen.

Trefwoord	Specifiek risico	Drijvers	Belang
Markt- en grensoverschrijdend marktmisbruik	Internationalisering en fragmentatie van kapitaalmarkten leiden mogelijk tot nieuwe vormen van marktmisbruik die lastig aan te pakken zijn. Voorbeelden zijn cross-product en cross-platform handel met voorwetenschap en koersmanipulatie in gecorreleerde grensoverschrijdende producten. Er wordt op oneerlijke wijze geld verdiend ten koste van andere beleggers en het vertrouwen in de markt wordt geschaad. Beperkt(e) beschikbaarheid van data en zicht op partijen buiten nationaal toezicht vergroten deze risico's.	- Digitalisering - Internationalisering	→
Beheersing van algoritmes	Onbeheerst gebruik van (AI in) handelsalgoritmes zorgt voor druk op de ordelijke werking van kapitaalmarkten. Gebrekkige beheersing leidt tot fouten in individuele algoritmes, zoals programmeerfouten of datafouten. Daarnaast leiden de inzet van zelflerende handelsalgoritmes en de interferentie tussen verschillende handelsalgoritmes voor nieuwe vormen van marktmanipulatie die zeer lastig te detecteren of aan te pakken zijn. Deze worden onder andere veroorzaakt door tekortschietende wet- en regelgeving.	- Digitalisering - Wet- en regelgeving	↗
Digitale operationele weerbaarheid	De beheerste bedrijfsvoering van marktpartijen op het gebied van cybersecurity blijft achter bij de eisen die horen bij vergaande digitalisering enerzijds en een toename van cyberaanvallen anderzijds. Dit leidt tot financiële schade, verlies van (gevoelige) data en risico's voor financiële stabiliteit.	- Digitalisering - Geopolitieke ontwikkelingen	↗
Ketenafhankelijkheid infrastructuur	Kapitaalmarkten zijn kwetsbaar voor het uitvallen van een enkele speler in de infrastructuur waardoor de handelsketen ernstig wordt verstoord. Onder andere digitalisering en toenemende wet- en regelgeving verhogen toetredingsdrempels waardoor er enkele spelers in de handelsketen overblijven. Dit zet druk op de robuustheid van markten en financiële instabiliteit.	- Digitalisering - Internationalisering - Wet- en regelgeving	↗
Afnemende efficiëntie van het prijsvormingsproces	Marktfragmentatie en toenemende concentratie van enkele marktpartijen op kapitaalmarkten zorgen voor een verstoring van efficiënte prijsvinding op kapitaalmarkten. Een afnemend vertrouwen in prijsvinding op kapitaalmarkten zorgt voor verminderde liquiditeit tijdens normale handelsuren en een concentratie van de handel rond de slotveiling. Wanneer liquiditeit zich verplaatst naar niet-gereguleerde handelsplatformen schaadt dit het vertrouwen in kapitaalmarkten.	- Digitalisering - Internationalisering - Wet- en regelgeving	↗
Consolidatie en marktmacht	In delen van de markt blijft een beperkt aantal spelers met aanzienlijke marktmacht over waardoor klanten en eindgebruikers niet altijd de beste uitkomst krijgen. Marktstructuur, zoals marktfragmentatie en hoge toetredingsdrempels, kunnen leiden tot <i>winner-takes-all</i> -uitkomsten. Dit geldt bijvoorbeeld voor HER's, handelsplatformen of andere partijen die cruciaal zijn voor de kapitaalmarktinfrastructuur. Uiteindelijk leidt dit tot een verlies van efficiëntie van kapitaalmarkten.	- Digitalisering - Internationalisering	→
Beperkte beschikbaarheid van data t.b.v. beleggersbeslissingen	Beperkte (centrale) duurzaamheids-, markt- en prijsinformatie verzwakt de informatiepositie van beleggers en vermindert daarmee de efficiëntie van beleggingsbeslissingen. Specifieke drijvers zoals greenwashing, maar ook (sterk) gestegen rentes en herfinanciering van complexe gestructureerde producten, zorgen voor afnemende transparantie en betrouwbaarheid voor beleggers.	- Digitalisering - Verduurzaming	→

3. Assetmanagement

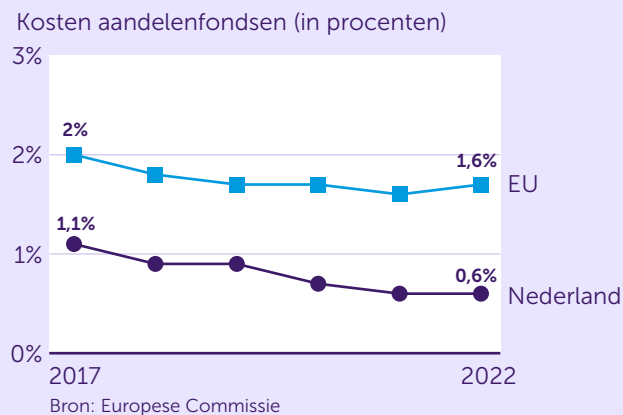
DIT HOOFDSTUK IN 1 MINUUT



- **Uitbesteding en consolidatie** in de assetmanagementsector zet door, mede versterkt door de pensioentransitie.
- Hoewel het **gebruik van AI** beleggingsstrategieën en klantendiensten kan verbeteren, brengt het ook **inherente risico's** met zich mee, waaronder vooroordelen (biases) in algoritmes, gebrekkige datakwaliteit en een potentieel gebrek aan transparantie en uitlegbaarheid.
- De **beheersing van duurzaamheidsrisico's** blijft aandacht vragen, met name wanneer de kwaliteit van duurzaamheidsdata beperkt is.
- De komende periode zal nieuwe Europese wet- en regelgeving en de verdere totstandkoming van de Europese kapitaalmarktunie impact hebben op het **speelveld en concurrentie(vermogen)** van de Europese assetmanagementsector.

➔ **Toenemende margedruk, onder andere door groei van passieve beleggingsinstrumenten, noodzaakt assetmanagers om zich strategisch te herpositioneren.**

Dit dwingt fondsbeheerders om hun kosten te verlagen om concurrerend te blijven. Aandelenfondsen (UCITS) worden voor steeds lagere kosten aangeboden aan beleggers:

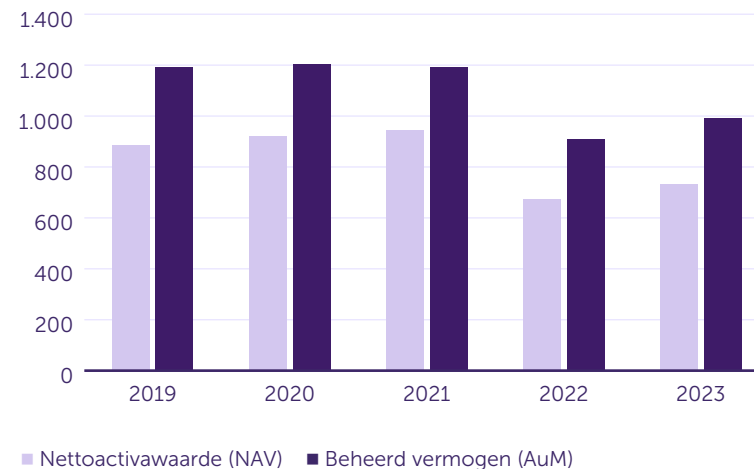


Algemene ontwikkelingen

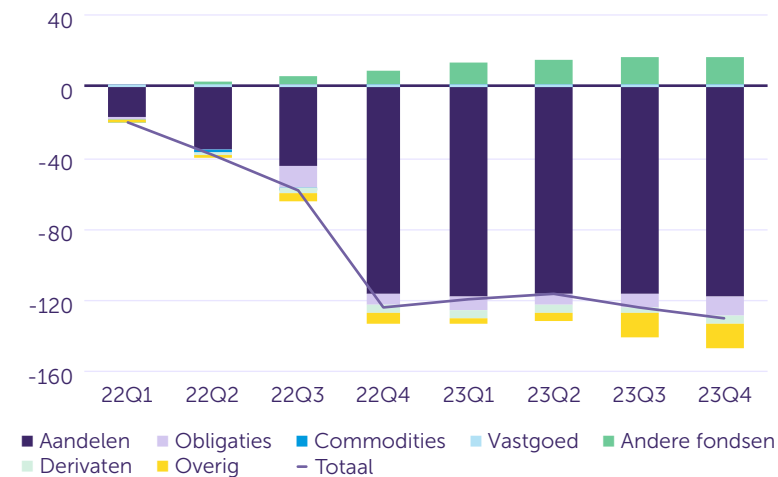
Het vermogen in Nederlandse beleggingsfondsen steeg vorig jaar tot ongeveer €990 miljard maar het is nog niet terug op het niveau van vóór 2022. In het afgelopen jaar stegen de aandelenkoersen hard, mede gedreven door hoge verwachtingen rondom AI. De hooggespannen AI-verwachtingen uiteten zich het meest in de waarderingen van technologiebedrijven. Beleggers zijn bereid veel te betalen voor bedrijven die goed gepositioneerd zijn om te profiteren van AI. De *Magnificent Seven* – bestaande uit Google, Meta, Amazon, Apple, Nvidia, Microsoft en Tesla – handelen tegen een forse premium ten opzichte van de rest van de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven. Ook Nederlandse, veelal technologie gedreven bedrijven zijn in trek bij beleggers. De stijging van het vermogen in Nederlandse beleggingsfondsen werd dan ook grotendeels gedreven door de positieve rendementen op beleggingen (Figuur 12, boven). Netto stroomde er in 2023 ongeveer €6 miljard uit Nederlandse beleggingsfondsen (Figuur 12, onder). Verreweg het grootste deel van het vermogen in beleggingsfondsen komt van pensioenfondsen, die vorig jaar een gemiddeld rendement behaalden van 8,7%.³⁹

Figuur 12 Boven: Het vermogen in Nederlandse beleggingsfondsen is in 2023 door positieve rendementen toegenomen. Onder: De cumulatieve netto inleg in Nederlandse beleggingsfondsen was in 2023 stabiel na forse daling in 2022.

EUR (miljarden)



Cumulatieve netto inleg in Nederlandse beleggingsfondsen EUR (miljarden)



Bron: AFM-bewerkingen o.b.v. AIFMD-data

³⁹ '8,7% rendement voor pensioenfondsen in 2023', PensioenPro, april 2024.

Vooraf beleggingsfondsen die in illiquide activa investeren worden blootgesteld aan verhoogde liquiditeits- en waarderingsrisico's. Dit speelt bijvoorbeeld bij (open-end) vastgoedfondsen en fondsen die in bedrijfsobligaties beleggen. Wanneer beleggingsfondsen op grote schaal worden gedwongen om activa te verkopen, kan dit nadelige prijseffecten veroorzaken en daarmee mogelijk impact hebben op de financiële stabiliteit. Nederlandse vastgoedfondsen beheren ongeveer €119 miljard (eind 2023), waarvan €75 miljard in open-end fondsen is belegd. Het liquiditeitsrisico van Nederlandse vastgoedfondsen wordt echter ten dele beperkt door de structuur en karakter van dit marktsegment. Zo wordt er grotendeels indirect belegd in vastgoed, wat liquiditeitsrisico's vermindert. Daarnaast is ongeveer 80% van het vermogen in Nederlandse vastgoedfondsen afkomstig van pensioenfondsen. Zij zijn minder snel geneigd zijn om in één keer hun vermogen te onttrekken bij directe liquiditeitsbehoeftes. Tot slot hebben de meeste vastgoedfondsen meerdere Liquidity Management Tools (LMT's)⁴⁰ beschikbaar om grote uitstroom te managen. Ondanks het beperkte liquiditeitsrisico van vastgoedfondsen, blijft de druk op de commerciële vastgoedmarkt voor sommige individuele beleggingsfondsen risicovol. Het is belangrijk dat beleggingsfondsen altijd op een goede en eerlijke manier aan uittreedverzoeken van beleggers kunnen voldoen.

De markt voor private credit is de afgelopen jaren sterk gegroeid en wordt een steeds meer verweven onderdeel in het financiële systeem. Private credit bestaat uit leningen aan relatief risicovolle bedrijven die zijn verstrekt door niet-bancaire financiële instellingen. Private credit is aantrekkelijk voor investeerders vanwege de potentiële hogere rendementen. Dit hogere rendement is te danken aan het feit dat de bedrijven die deze financiering gebruiken, vaak als risicovol worden beschouwd en meestal een relatief hoge schuldenlast hebben. De private creditmarkt is wereldwijd toegenomen tot een omvang van ongeveer 2100 miljard dollar. Het is met name groot in de Verenigde

Staten en in mindere mate in Europa. Vooral pensioenfondsen en verzekeraars zijn grote investeerders in private credit. Dit leidt tot een verwevenheid van private kredieten en institutioneel geld.⁴¹

Beleggingen in private credit bieden voordelen, maar kennen ook risico's voor in eerste instantie investeerders maar in potentie ook voor de stabiliteit van het financiële stelsel. Een toename van beleggingen in private credit kan ervoor zorgen dat de markt minder afhankelijk is van bancaire financiering en dit draagt bij aan een meer diverse en concurrerende kredietmarkt. Tegelijkertijd zijn de kredietrisico's bij private credit relatief hoog, onder andere door de variabele rente en het gebruik van maatwerk bij terugbetaalschema's en onderpandvereisten. Daarnaast brengt het illiquide karakter van private credit, samen met het ontbreken van een publieke of secundaire markt, extra liquiditeitsrisico's met zich mee. Het risico op gecorrigeerde prijsdalingen neemt toe omdat investeerders afhankelijk zijn van derden voor de waardering van de onderliggende bedrijven. Tot slot zorgt de groeiende verwevenheid met het financiële systeem tot een dreiging voor de financiële stabiliteit. Gezien de beperkte omvang van Nederlandse private credit beleggingsfondsen⁴², lijken financiële stabiliteitsrisico's in Nederland vooralsnog beheersbaar. De private creditmarkt is echter intransparant door een gebrek aan (betrouwbare) data. Dit kan mogelijk worden verbeterd bij de uitwerking van de AIFMD-rapportageverplichtingen.

Stabiliteitsrisico's kunnen ontstaan door verwevenheid van crypto-assets met het financiële stelsel, maar deze verwevenheid is vooralsnog beperkt. Zo heeft de Europese Autoriteit voor effecten en markten (ESMA) in maart 2024 in totaal 77 Europese beleggingsfondsen geïdentificeerd die blootgesteld zijn aan crypto-activa. Deze fondsen hadden samen een geschat nettovermogen (NAV) van twee tot vier miljard euro, wat slechts een klein deel is (0,02% in omvang) van het totale

40 Liquidity Management Tools (LMT's) zijn instrumenten die beheerders van beleggingsfondsen kunnen inzetten om hun liquiditeit te managen, vooral in stresssituaties. Het gaat daarbij om instrumenten die de beheerder flexibiliteit geven in het voldoen aan uittreedverzoeken, zoals het tijdelijk op slot zetten van een beleggingsfonds voor onttrekkingen (suspensions). Of het kan gaan om het voorkomen dat kosten voor uittreding worden gedragen door beleggers die niet uittreden, bijvoorbeeld door het doorberekenen van een extra fee (redemption fees).

41 'The Rise and Risks of Private Credit', IMF, april 2024.

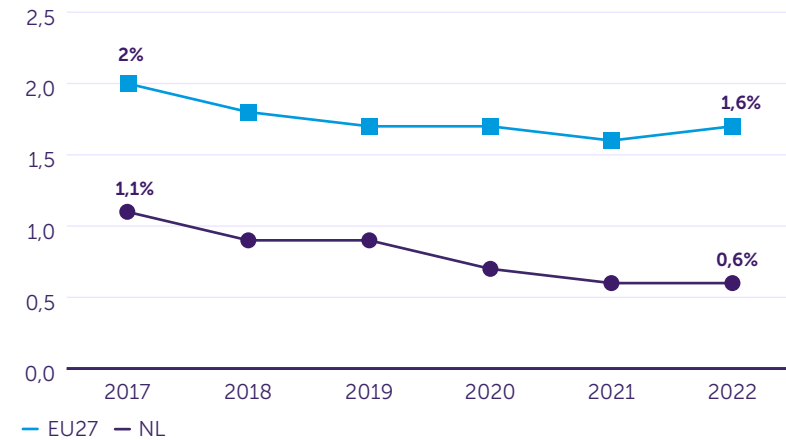
42 De omvang van de Nederlandse private credit beleggingsfondsen bedraagt naar schatting 7 miljard euro, zie 'Overzicht Financiële Stabiliteit', DNB, juni 2024.

aanbod van Europese beleggingsfondsen.⁴³ Daarnaast zien we dat crypto's met name onderling zijn verweven en in mindere mate met de traditionele financiële sector. Die verwevenheid ontstaat bijvoorbeeld wanneer financiële instellingen blootgesteld zijn naar cryptoassets. Of via stablecoins die gekoppeld zijn aan fiatvaluta, zoals Tether, en gedekt worden door een mandje van financiële instrumenten. Door de beperkte verwevenheid vormen crypto's in beperkte mate een risico voor de financiële stabiliteit, maar vanwege de grote volatiliteit en kwetsbaarheid voor fraude wel een risico voor beleggers. Verdere groei van de cryptomarkt kan tot grotere verwevenheid en daarmee stabiliteitsrisico's leiden.⁴⁴

Uitbesteding en consolidatie in de assetmanagementsector zet door en wordt versterkt door de pensioentransitie. Margedruk, toenemende wet- en regelgeving en digitalisering noodzaakt assetmanagers om zich strategisch te herpositioneren. Met name de margedruk is de afgelopen jaren sterk toegenomen, mede door de groei van passieve beleggingsinstrumenten. Dit heeft actieve fondsbeheerders ertoe gedwongen hun kosten te verlagen om concurrerend te blijven (Figuur 13). Schaalvergroting wordt gezien als oplossing voor deze uitdagingen, onder andere in de vorm van consolidatie (overnames) en uitbesteding naar derde partijen. Assetmanagers besteden niet alleen (beleggings)administratie en IT uit, maar ook vergunningplichtige activiteiten, zoals portefeuille- en vermogensbeheer.⁴⁵ De pensioentransitie jaagt dit verder aan, omdat dit voor met name de kleinere pensioenfondsen een administratieve uitdaging is. Indien uitbesteding en consolidatie blijft groeien, kan dit leiden tot concentratierisico's wanneer veel assetmanagers afhankelijk worden van een beperkt aantal derde partijen of wanneer er slechts enkele grote assetmanagers met dominante marktpositie over blijven.

Figuur 13 Aandelenfondsen (UCITS) worden voor steeds lagere kosten aangeboden aan beleggers.⁴⁶

Kosten van aandelenfondsen (UCITS) in procenten



Bron: Europese Commissie

⁴³ 'TRV Risk Monitor', ESMA, augustus 2024.

⁴⁴ 'Rapportage Financiële Stabiliteit 2024', AFM, juni 2024.

⁴⁵ De AFM heeft onderzoek gedaan naar uitbesteding in de assetmanagementsector en constateert dat de monitoring op uitbesteding op een aantal punten verbeterd kan worden. De AFM geeft aanbevelingen die zien op de kwalificatie, de inrichting, de monitoringsactiviteiten zelf en de monitoring in geval van uitbesteding binnen een groep en uitbesteding van ICT. Zie 'AFM deelt aanbevelingen over uitbestedingsmonitoring', AFM, oktober 2024.

⁴⁶ Totale lopende kostenratio plus instap- en uitstapkosten, gemiddeld over beleggingshorizonten van 1, 3 en 7 jaar (1 jaar en 5 jaar vanaf 2022).

Digitalisering

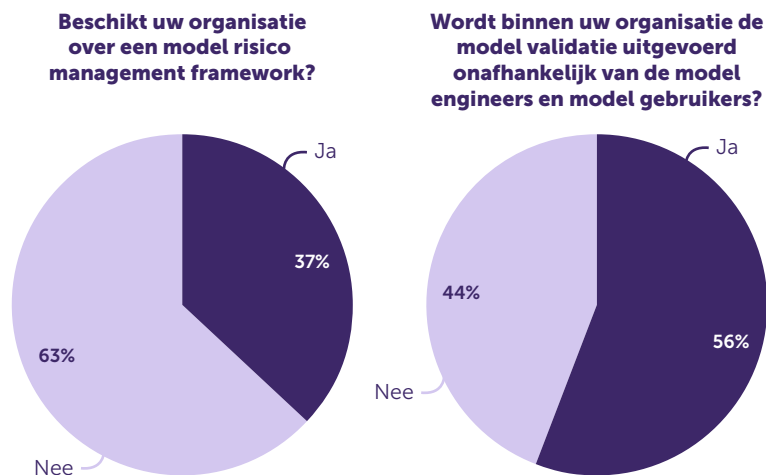
Assetmanagers maken in toenemende mate gebruik van op kunstmatige intelligentie (AI) gebaseerde toepassingen in portefeuille-beheer, operationele processen en beleggingsbeleid. Op dit moment lijkt AI door assetmanagers met name te worden ingezet om informatie en data te verzamelen en te analyseren. Hierbij kan AI leiden tot efficiëntere processen en lagere kosten voor instellingen. Daarnaast kan AI assetmanagers helpen om risico's beter en consistent in te schatten, mits zij beschikken over kwalitatief goede en complete data en modellen die uitlegbaar en controleerbaar zijn. Naar verwachting zal het gebruik van (generatieve) AI-toepassingen door assetmanagers in de toekomst verder toenemen. Met behulp van AI zullen dan met name portefeuilleallocaties en marktanalyses worden verbeterd en zal het in mindere mate worden ingezet om definitieve investeringsbeslissingen te maken. Het is hierbij belangrijk dat assetmanagers transparant zijn naar hun klanten over hoe groot de rol is van AI in hun beleggingsbeleid of -portefeuille.

Hoewel het gebruik van AI de beleggingsstrategieën en klantendiensten kan verbeteren, brengt het ook inherente risico's met zich mee. Deze risico's omvatten onder meer vooroordelen (biases) in algoritmes, gebrekkige datakwaliteit en een potentieel gebrek aan transparantie en uitlegbaarheid. Geavanceerde AI-modellen kunnen immers complexe beslissingen nemen die niet duidelijk te verklaren zijn, waardoor de uitlegbaarheid en transparantie van financiële uitkomsten kan worden ondermijnd. Verder kan het gebruik van AI door assetmanagers leiden tot afhankelijkheidsrisico's, mede omdat er vooralsnog slechts een beperkte groep (vooral niet-Europese) technologiepartijen is die AI-technologie kan leveren. Daarnaast speelt mogelijk waarderingsproblematiek een rol, met name bij kleinere AI-gerelateerde bedrijven en startups.

Risicobeheer rondom de ontwikkeling, implementatie en het gebruik van modellen binnen de assetmanagementsector wordt gezien de toenemende complexiteit van deze modellen steeds belangrijker.

Door de groeiende beschikbaarheid van data en de toegevoegde waarde van data-analyse maken assetmanagers in toenemende mate gebruik van (AI-) modellen ter ondersteuning van portefeuillemanagement- en risicobeheerbeslissingen. Dankzij nieuwe technieken zoals Machine Learning (ML) worden deze modellen steeds geavanceerder. Het toenemende gebruik en de complexiteit van deze modellen vergroten het risico dat assetmanagers verkeerde modellen gebruiken of modellen verkeerd gebruiken, ofwel het modelrisico neemt toe. Om dit risico te verminderen is het belangrijk dat assetmanagers de juiste beheersmaatregelen nemen. Uit een inventarisatie onder beleggingsondernemingen blijkt dat 37% van de instellingen een modelrisico-management framework heeft geïmplementeerd om modelrisico te adresseren. Van deze instellingen heeft 56% vervolgens aangegeven dat zij hun modellen onafhankelijk laten valideren (Figuur 14). Hoewel op basis van deze cijfers geen dekkende conclusies voor de hele assetmanagement populatie getrokken kunnen worden, kan hieruit wel worden afgeleid dat er op het gebied van model risicomanagement nog werk te verzetten is door assetmanagers als zij in de toekomst vaker gebruik gaan maken van (complexe) modellen.

Figuur 14 Modelrisicomanagement zal meer aandacht vragen van assetmanagers.



Bron: AFM SREP-uitvraag onder beleggingsondernemingen (Q3 2023)

Assetmanagementpartijen zijn vaker doelwit van cyberaanvallen, en de ernst van de aanvallen neemt toe. Het toenemende gebruik en de groeiende afhankelijkheid van IT-systemen maakt assetmanagers steeds kwetsbaarder voor cyberaanvallen en andere IT-gerelateerde incidenten. Dit risico neemt toe naarmate assetmanagers steeds meer bedrijfsprocessen uitbesteden aan grote serviceproviders, zoals cloudplatforms. Assetmanagers moeten robuuste maatregelen treffen om hun digitale operationele weerbaarheid te versterken, ook wanneer zij IT-taken uitbesteden. Dit omvat onder andere het implementeren van geavanceerde beveiligingsprotocollen, het regelmatig uitvoeren van risicoanalyses en het waarborgen van strenge naleving van beveiligingsnormen door hun serviceproviders. Met het nemen van dergelijke voorzorgsmaatregelen kunnen assetmanagers de risico's van cyberbedreigingen effectief beheersen en de continuïteit van hun diensten waarborgen. Nu DORA in werking is getreden, worden ook de eerste thema-onderzoeken uitgevoerd om inzicht te krijgen in hoe verre instellingen voldoen aan de DORA-vereisten.

⁴⁷ 'Help de belegger in zoektocht naar duurzame beleggingen', AFM, mei 2024.

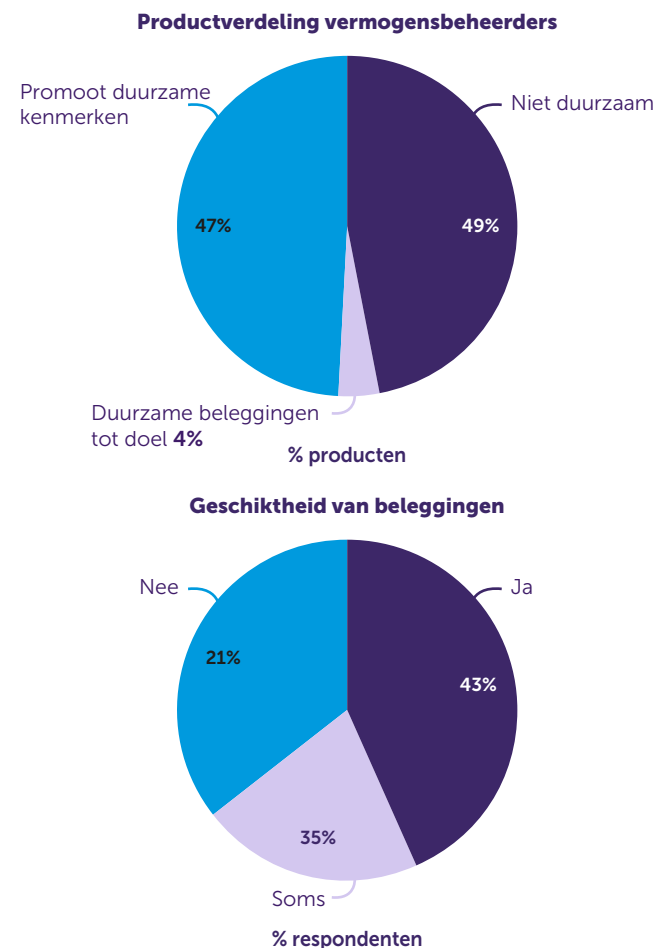
Verduurzaming

De assetmanagementsector speelt een belangrijke rol in het vervullen van de vraag van klanten naar duurzame beleggingen.

Assetmanagers hebben impact op de klimaattransitie via hun beleggingen. We zien dan ook dat assetmanagers steeds vaker duurzame producten aanbieden. Uit een AFM-onderzoek naar 233 vermogensbeheerportefeuilles bleek dat over iets meer dan de helft van deze portefeuilles gerapporteerd wordt over duurzaamheid (Figuur 15, boven).⁴⁷ Beleggingsondernemingen die de dienst vermogensbeheer en/of -advies aanbieden, zijn verplicht om bij hun nieuwe en bestaande klanten informatie in te winnen over hun duurzaamheidsvoorkeuren. De zorgvuldigheid en nauwkeurigheid van informatieverzameling is echter nog niet op het gewenste niveau. Ook zien we dat een behoorlijke groep beleggingsondernemingen aangeeft dat ze hun klanten niet kunnen voorzien van geschikte beleggingen passend bij de duurzaamheidsvoorkeuren van die klanten (Figuur 15, onder). De AFM roept daarom beleggingsondernemingen op te investeren in het uitbreiden van hun beleggingsaanbod, zodat dit aanbod beter aansluit op de duurzaamheidsvoorkeuren van klanten.

Een groeiend aanbod beleggingsproducten met duurzame kenmerken betekent niet per definitie dat er duurzamer wordt belegd. Ondernemingen mogen binnen de kaders van de SFDR zelf criteria vaststellen aan de hand waarvan zij beoordelen of een investering kan worden aangemerkt als ‘duurzame belegging’. In de precontractuele informatie van een product met duurzame kenmerken of met duurzame beleggingen tot doel moeten ondernemingen opnemen welk minimaal percentage beleggingen zij volgens deze criteria duurzaam zullen gaan beleggen. Uit AFM-onderzoek blijkt dat van de producten die duurzame kenmerken promoten een aanzienlijk deel zich niet committeert aan het doen van duurzame beleggingen.⁴⁸ Bovendien was het aandeel beleggingen in lijn met de EU Taxonomie criteria voor duurzame beleggingen in 2023 nog beperkt. De verwachting is dat dit aandeel groter zal worden naarmate bedrijven meer gaan rapporteren over hun duurzaamheidsprestaties. De richtlijn van ESMA over naamgeving voor duurzame beleggingsfondsen helpt mogelijk de transparantie te bevorderen.⁴⁹

Figuur 15 Hoewel iets meer dan de helft van de beleggingsportefeuilles rapporteert over duurzaamheid, geeft nog een aanzienlijk deel van de beleggingsondernemingen aan dat ze hun klanten niet kunnen voorzien van geschikte beleggingen passend bij de duurzaamheidsvoorkeuren van die klanten.



Bron: AFM

⁴⁸ 'Duidelijke templates nodig voor duurzaam beleggen', AFM, mei 2024.

⁴⁹ 'Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms', ESMA, augustus 2024.

De beheersing van duurzaamheidsrisico's vraagt blijvende aandacht, met name wanneer de kwaliteit van ESG-data beperkt is.

Duurzaamheidsrisico's – gebeurtenissen die mogelijk een negatieve impact kunnen hebben op de waarde van de beleggingen – kunnen zich op allerlei gebieden voordoen en zijn de afgelopen periode steeds belangrijker geworden. Met duurzaamheidsrisico's worden niet alleen fysieke klimaat- en milieurisico's bedoeld maar ook transitierisico's en risico's ten aanzien van sociale factoren en governance. Het niet of onvoldoende integreren van duurzaamheidsrisico's in portefeuillemanagement en risicobeheer kan onvoorziene waardedalingen tot gevolg hebben voor beleggers, die gezamenlijk impact kunnen hebben op de financiële stabiliteit. Voor het juist kunnen inschatten van duurzaamheidsrisico's is juiste, tijdige en volledige ESG-data nodig. Vooralsnog is de kwaliteit van ESG-data nog niet op het gewenste niveau. Dit komt onder andere omdat veel (fysieke) duurzaamheidsrisico's uit de waardeketen volgen, waar minder zicht op is. Verdere uitwerking van de regelgeving zal bijdragen aan verbetering van de datakwaliteit.

Natuurrisico's vragen specifieke aandacht binnen het risicobeheer.

Er is toenemend bewijs en steeds meer aandacht voor het feit dat natuurverlies – naast en in relatie tot klimaatverandering – belangrijke risico's opwerpt voor ondernemingen, kapitaalverschaffers, financiële systemen en de economie. Deze natuurrisico's zijn niet in één indicator te vangen en zijn nog lastiger te kwantificeren dan klimaatrisico's. Ook is de databeschikbaarheid voor natuurrisico's lager dan bij klimaatrisico's. Voor asset managers bemoeilijkt dit adequaat beheer van deze risico's: een in de kern kwantitatief financieel risicobeheer kan immers niet eenvoudig worden uitgebreid met één of enkele

indicatoren voor natuurrisico's. Omdat biodiversiteitsverlies en andere natuurrisico's spelen in het hier en nu en voor veel beleggingen materieel zijn, is wachten op betere data en meetmethoden geen optie. Dat betekent dat er in het risicobeheer van assetmanagers meer nadruk moet komen te liggen op alternatieve, kwalitatieve manieren om natuurrisico's in kaart te brengen en te beheersen, zoals andersoortige analyses (heat map of scenario analyses), en moet de governance een adequate besluitvorming hierover ondersteunen.

Internationalisering

Onder meer door de groei van passief beleggen maken in de wereldwijde assetmanagementsector enkele grote, vooral Amerikaanse partijen de dienst uit.

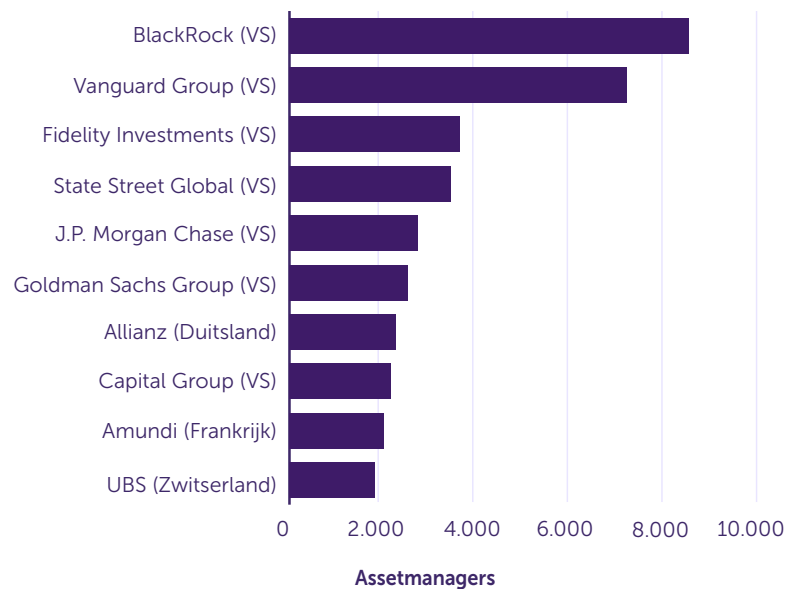
Wereldwijd zien we de laatste jaren een uitstroom van belegd vermogen in actief beheerde fondsen en een instroom naar passieve fondsen, meestal in de vorm van ETF's. Inmiddels is wereldwijd meer vermogen passief belegd dan actief belegd.⁵⁰ Omdat passieve fondsen weinig differentiatie bieden in portefeuilles en beheerderskwaliteit, zijn beleggers geneigd te kiezen voor fondsen met de laagste kosten. Het zijn de grote assetmanagers die deze lage kosten kunnen bieden doordat zij optimaal gebruikmaken van schaalvoordelen. Wereldwijd wordt de assetmanagementsector dan ook gedomineerd door enkele grote, veelal Amerikaanse, assetmanagers (Figuur 16). Deze toenemende concentratie vormt een risico voor de financiële stabiliteit, omdat een (externe) schok bij een dominante speler kan leiden tot grootschalige liquidaties uit hun fondsen waardoor ook andere spelers in financiële problemen kunnen komen.⁵¹

⁵⁰ 'Global passive equity funds' assets eclipsed active in 2023 for first time', Reuters, februari 2024.

⁵¹ 'The Shift from Active to Passive Investing: Risks to Financial Stability?', Federal Reserve Bank of Boston, mei 2020.

Figuur 16 In de wereldwijde assetmanagementsector enkele grote, vooral Amerikaanse partijen de dienst uit.

Beheerd vermogen (USD miljarden)



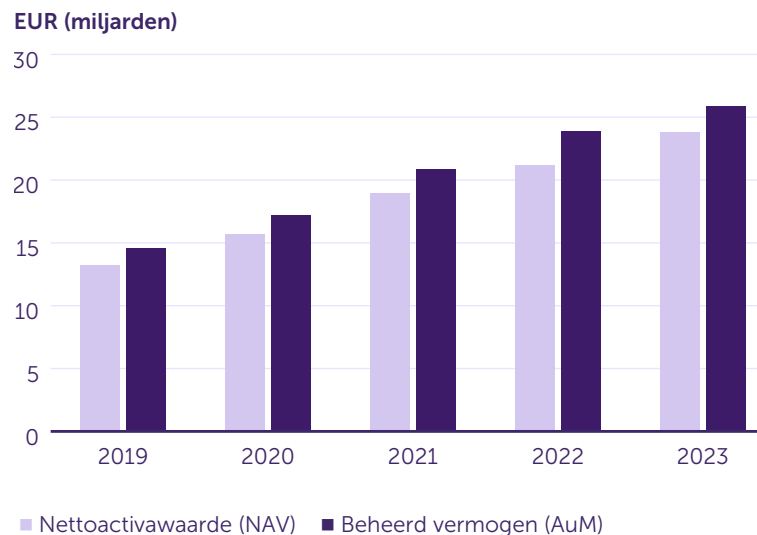
Bron: Thinking Ahead Institute

De komende periode zal nieuwe Europese wet- en regelgeving en de verdere totstandkoming van de Europese kapitaalmarktunie impact hebben op het speelveld en concurrentie(vermogen) van de Europese assetmanagementsector. Het speelveld en concurrentiepositie van de assetmanagementsector wordt grotendeels bepaald door Europese wet- en regelgeving. Een belangrijke ontwikkeling hierbij is de verdere totstandkoming van een Europese kapitaalmarktunie (CMU). Een CMU zal meer buitenlandse investeringen naar de EU aantrekken, wat de concurrentiekracht van Europese bedrijven en de liquiditeit van beleggingen verder kan vergroten. Daarnaast zal mogelijk centralisering van toezichtdata en toezicht vanuit Europa de efficiëntie van toezicht voor internationale assetmanagers bevorderen. Een belangrijk onderdeel van de plannen voor een Europese kapitaalmarktunie is harmonisering van Europese wet- en regelgeving. Dit zien we ook terug in herziening van huidige wet- en regelgeving, zoals de AIFMD. Deze herziening moet zorgen voor geharmoniseerde regels op het gebied van liquidity management tools, een specifiek raamwerk voor schuldfondsen en meer transparantie op het gebied van uitbesteding.

Integriteit en crimineel gedrag

Er is een toename van assetmanagers die zonder vergunning fondsen mogen aanbieden en dit verhoogt het risico op fraude en criminaliteit. De AFM ziet het aantal zogeheten AIFMD-light beheerders in Nederland, alsook het door hen beheerd vermogen, al jaren sterk groeien.⁵² Eind 2023 bedroeg het beheerd vermogen (AuM) bijna €26 miljard (Figuur 17). Deze light-beheerders mogen hun fondsen (onder bepaalde voorwaarden) ook aanbieden aan niet-professionele beleggers,⁵³ zonder dat zij een AFM-vergunning hebben en moeten voldoen aan de eisen die gelden voor vergunning houdende beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (vergunninghouders). Eind 2023 was 42% van de nettoactivawarde (NAV)⁵⁴ van light-beheerders afkomstig van niet-professionele beleggers. In vele andere Europese landen is het juist verboden om aan niet-professionele beleggers aan te bieden, of gelden daarvoor strengere voorwaarden. De AFM onderzoekt of, en in hoeverre, binnen deze populatie sprake is van een verhoogd risico op crimineel gedrag. Zo bestaat het risico dat light-beheerders misleidende informatie verstrekken aan beleggers of hun eigen belang of dat van gelieerde bedrijf of personen centraal stellen, met schade bij beleggers tot gevolg. Daarnaast bestaat het risico dat light-beheerders zich schuldig maken aan fraude of oplichting en het witwassen van criminele (buitenlandse) gelden.

Figuur 17 Het beheerd vermogen door AIFMD-light beheerders neemt gestaag toe.



Bron: AFM

⁵² 'AIFM-light Marktbeeld', AFM, november 2024.

⁵³ Onder 'niet-professionele beleggers' wordt verstaan: beleggers die niet voldoen aan de criteria in Bijlage II van Richtlijn 2014/65 (de MiFID II-richtlijn).

⁵⁴ De Net Asset Value van een fonds is de waarde van alle activa van een fonds minus de schulden.

Risicokaart Assetmanagement

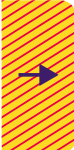
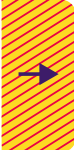
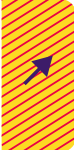
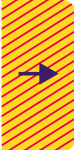
Inschatting risico's

- Hoog
- Verhoogd
- Zeer hoog

Toename

- ↗ Toename
- Gelijkblijvend
- ↘ Afname

Met de risicokaarten beschrijven we risico's die mogelijk voortkomen of versnellen als gevolg van de beschreven trends en ontwikkelingen.

Trefwoord	Specifiek risico	Drijvers	Belang
Consolidatie en marktmacht	De veranderende omgeving – o.a. schaal- en margedruk, opkomst (online) passief beleggen en toenemende wet- en regelgeving – leidt tot strategische herpositionering van assetmanagers in de vorm van (grensoverschrijdende) fusies en overnames. Hierdoor blijven zowel in de markt als de handelsketen enkele spelers met dominante marktpositie over. Dit leidt mogelijk niet tot de beste uitkomst voor beleggers.	• Digitalisering • Internationalisering • Wet- en regelgeving	
Liquiditeitsrisico	Forse uitstroom van vermogen of het gebruik van te hoge leverage zorgen voor liquiditeitsproblemen bij beleggingsfondsen. Dit speelt vooral in tijden van marktstress bij open-end fondsen die in illiquide activa beleggen of fondsen die veel gebruik maken van derivaten. Een discrepantie tussen boekwaarde en marktwaarde van beleggingen kan het liquiditeitsrisico versterken. Dit speelt met name bij commercieel vastgoed of privacy equity fondsen waar waardering bemoeilijkt wordt door onvoldoende markttransacties.	• Macro-economische ontwikkelingen • Geopolitieke ontwikkelingen	
Ketenafhankelijkheid	Uitbesteding van werkzaamheden, zoals portefeuillebeheer, (beleggings)administratie en IT aan derde partijen leidt tot ketenafhankelijkheid. Wanneer veel assetmanagementpartijen afhankelijk worden van een beperkt aantal derde partijen leidt het tot concentratie- en/of systeemrisico's (domino-effect). Assetmanagers blijven zelf verantwoordelijk voor de activiteiten die zij uitbesteden aan derde partijen en moeten daarom voldoende beheersmaatregelen nemen om dienstverlening aan klanten te waarborgen.	• Digitalisering • Internationalisering	
Digitale operationele weerbaarheid	Toenemend gebruik en afhankelijkheid van IT-systemen maakt assetmanagers kwetsbaar voor cyberaanvallen en andere IT-incidenten. De toenemende uitbesteding van bedrijfsprocessen naar grote serviceproviders (zoals cloudplatforms) maakt de gehele assetmanagementsector bovendien kwetsbaar voor cyberincidenten bij dergelijke 'knooppunten'. Assetmanagers moeten voldoende maatregelen nemen voor een sterke digitale operationele weerbaarheid, ook wanneer zij IT uitbesteden.	• Digitalisering	
ESG-integratie, beheersing en communicatie	Het niet of onvoldoende integreren van duurzaamheidsrisico's in portefeuillemanagement en risicobeheer kan onvoorziene waardedalingen tot gevolg hebben voor beleggers, die gezamenlijk impact kunnen hebben op de financiële stabiliteit. Bovendien bestaat het risico op greenwashing indien assetmanagers in hun communicatie richting beleggers op een onduidelijke en of onjuiste manier communiceren over de duurzame kenmerken van een product. Beide risico's worden vergroot indien juiste, tijdige en volledige ESG-data ontbreekt.	• Verduurzaming • Wet- en regelgeving	
AI in beleggingsbeleid en bedrijfsvoering	Onbeheerst gebruik van AI in zowel portefeuillebeheer als interne operationele processen brengt risico's met zich mee, zoals mogelijke vooroordelen (biases) en verminderde transparantie en uitlegbaarheid. In extreme gevallen kunnen fouten in algoritmes of gebrekkige beheersing van deze risico's leiden tot financiële instabiliteit. Bovendien vergroot het toenemende gebruik en de complexiteit van AI-modellen de blootstelling van assetmanagers aan modelrisico.	• Digitalisering	
Toename AIFMD-light beheerders	Een toenemend aantal AIFMD-light beheerders mag zonder AFM-vergunning hun fondsen aanbieden aan niet-professionele beleggers wat het risico verhoogd op crimineel gedrag, zoals het verstrekken van misleidende informatie, het centraal stellen van het eigen belang ten koste van beleggers, of zich schuldig maken aan fraude, oplichting of het witwassen van criminele (buitenlandse) gelden. Hierdoor worden beleggers gedupeerd en de maatschappij ondermijnd.	• Wet- en regelgeving • Digitalisering	

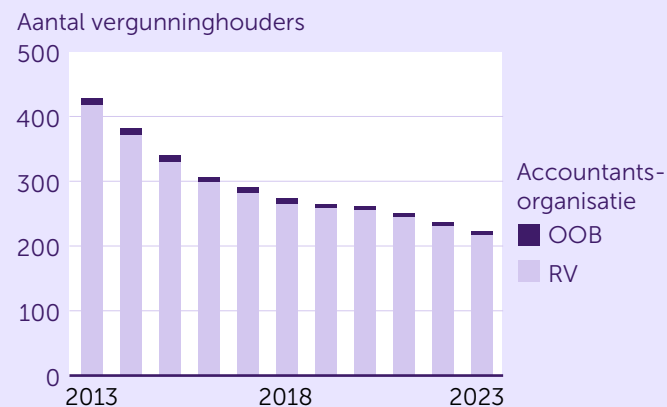
4. Accountancy en verslaggeving

DIT HOOFDSTUK IN 1 MINUUT



- De accountancysector heeft te maken met een **stijgende vraag naar controle- en assurancediensten** tegen de achtergrond van personeelskrapte.
- Het is de verwachting dat accountantsorganisaties een inhaalslag gaan maken met het gebruik van innovaties op gebied van **digitalisering en data-analyse**, waaronder AI-toepassingen.
- De eerste verslaggeving volgens de CSRD wordt in 2025 opgeleverd. Het is voor uitgevende instellingen een grote uitdaging **transparant en betrouwbaar over duurzaamheidsprestaties te rapporteren** en voor accountantsorganisaties om daar (limited) assurance bij te verlenen.
- Accountantsorganisaties **besteden** in toenemende mate controlewerkzaamheden **uit aan buitenlandse entiteiten**. Het is belangrijk dat zij de risico's hiervan beheersen.
- **Examenfraude** in de accountancysector raakt aan de **integriteit van accountants**.

Het aantal vergunninghouders vertoont een dalende trend, terwijl de vraag naar verslaggeving toeneemt.

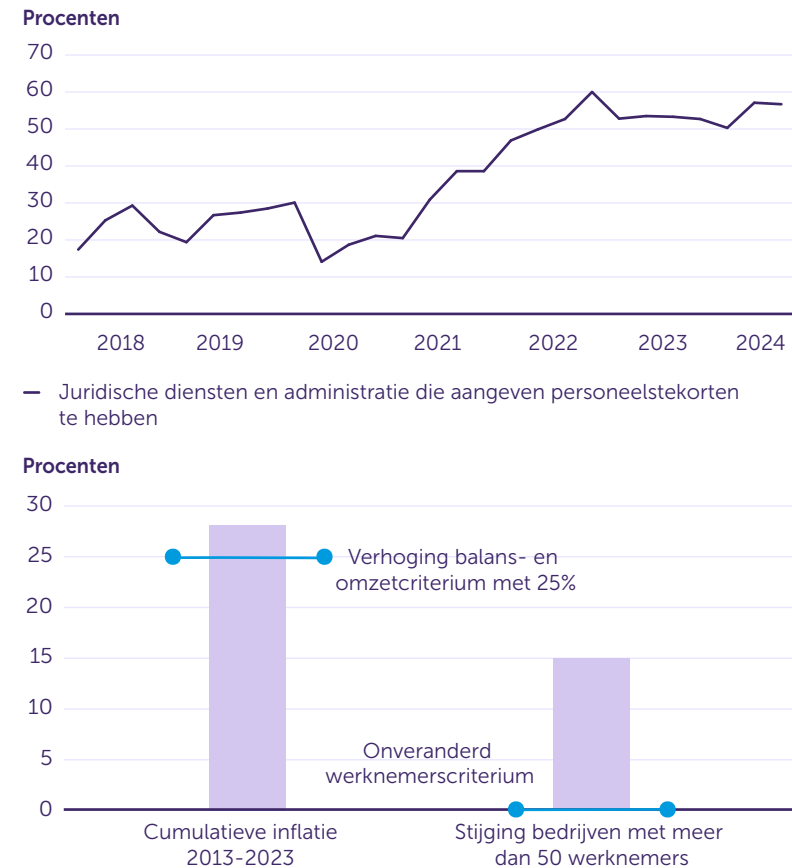


Bron: Marktmonitor 2013-2021; Data RV- en OOB-accountantsorganisaties 2022-2024

Algemene ontwikkelingen

De accountancysector wordt gekenmerkt door een stijgende vraag naar controle- en assurancewerkzaamheden tegen de achtergrond van personeelstekorten.⁵⁵ Ruim de helft van de accountantsorganisaties geeft aan te maken te hebben met personeelstekorten. Tegelijkertijd neemt de vraag naar controle- en assurancewerkzaamheden toe, onder meer door de implementatie van de CSRD en de groeiende behoefte aan IT-assurance. Ook de toenemende maatschappelijke verwachtingen met betrekking tot de rol van de accountant bij het tijdig signaleren van fraude- en discontinuïteitsrisico's vragen om extra tijd en aandacht van accountantsorganisaties. De recente verhoging van het omzet- en balanscriterium met 25% voor de wettelijke verplichting tot het uitvoeren van een wettelijke controle biedt daarin slechts beperkt verlichting.⁵⁶ De verhoging is grofweg in lijn met de inflatie sinds 2013 (Figuur 18), toen het vorige criterium werd vastgesteld.⁵⁷ Het criterium voor aantal werknemers is echter niet aangepast, terwijl het aantal ondernemingen met meer dan 50 werknemers is gestegen. Deze ontwikkelingen – in combinatie met al langer lopende trends, zoals de dalende belangstelling voor een accountancyopleiding – maken dan ook dat de verwachting is dat het tekort aan personeel de komende jaren zal aanhouden.⁵⁸

Figuur 18 De accountancysector heeft naar verwachting te maken met personeelstekorten, het verhogen van de criteria voor een wettelijke controle bieden hiervoor beperkt verlichting.



Bron: CBS

⁵⁵ 'CBS conjunctuurmonitor', CBS, april 2024. De cijfers hebben betrekking op juridische diensten en administratie, waar ook advocatenkantoren onder vallen.

⁵⁶ Een wettelijke controle is van toepassing als een onderneming twee opeenvolgende jaren voldoet aan twee van de drie criteria: €15 miljoen omzet (was €12 miljoen), €7,5 miljoen balanstotaal (was €6 miljoen) en meer dan 50 werknemers (onveranderd).

⁵⁷ Merk op dat de inflatie met name sinds de coronapandemie sterk is gestegen en daarvoor juist relatief laag was. Deze stijging heeft zich daarom nog niet noodzakelijkerwijs vertaald in een stijging van het aantal wettelijke controles. De AFM heeft eerder geschat dat het aantal wettelijke controles als gevolg van het verhogen van de criteria daalt met ongeveer 5% (zie 'Sector in Beeld 2023', AFM, november 2023).

⁵⁸ 'Sector in Beeld 2022', AFM, november 2022.

De consolidatie in de accountancysector zet zich voort. Het aantal accountantsorganisaties met een vergunning toont een dalende trend als gevolg van fusies, overnames en accountantsorganisaties die ermee stoppen (Figuur 19).⁵⁹ Gegeven een ongeveer gelijkblijvend aantal wettelijke controles, impliceert deze daling een groter aantal wettelijke controles per accountantsorganisatie.⁶⁰ De hogere wettelijke eisen voor en de gestegen maatschappelijke verwachtingen ten aanzien van een wettelijke controle, evenals een toename van de benodigde expertise bij de accountant, maken het lastiger voor kleinere organisaties om winstgevend te opereren. De verwachting is dat de consolidatie van de sector zich de komende jaren gestaag zal voortzetten.⁶¹

Private equity speelt een prominente rol in de consolidatiegolf.

Private equity is een financieringsvorm waarbij investeerders buiten de aandelenbeurs om in ondernemingen investeren. In de accountancysector neemt het belang van private equity partijen toe. Stabiele omzetcijfers, aantrekkelijke winstgevendheid en behoefte aan investeringen in innovatie maken de accountancysector gewild bij private equity partijen. Hoewel het aandeel van deze partijen in de accountancysector als geheel nog beperkt is, is de verwachting dat het aandeel zal groeien. In het segment van accountantsorganisaties met een reguliere vergunning zien we al tekenen van een sterke toename. Het is nog onduidelijk in welke mate deze groei zal doorzetten. Grove schattingen geven aan dat op termijn tot een derde van de markt in handen kan zijn van private equity partijen.⁶² De opkomst van private equity in de accountancysector brengt risico's met zich mee, indien de nadruk op financiële prestaties ten koste gaat van de controlekwaliteit.⁶³ De AFM verwacht dat accountantsorganisaties die een private-equitydeelneming overwegen dergelijke risico's goed afwegen en beheersen.

⁵⁹ 'Sector in beeld 2023', AFM, november 2023.

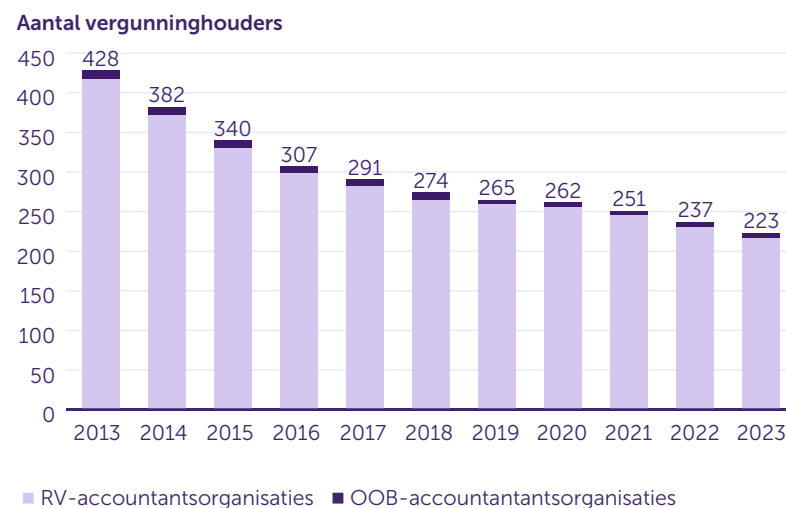
⁶⁰ 'Sector in beeld 2023', AFM, november 2023.

⁶¹ 'Groot potentieel voor AI in de accountancy', ING, augustus 2024, en 'Accountancy wacht 'grote veranderingen', consolidatie in een dip', FD, januari 2024.

⁶² 'Accountantskantoren lopen het risico terecht te komen in een commerciële draaikolk', FD, juni 2024.

⁶³ 'Private-equity-investeringen in accountancysector: houd oog voor de risico's', AFM, april 2023.

Figuur 19 Het aantal vergunninghouders vertoont een dalende trend.



Bron: Marktmonitor 2013-2021; Data RV- en OOB-accountantsorganisaties 2022-2024. Noot: In Sector in Beeld 2023 werd voor deze grafiek het 'monitorjaar' gebruikt. Dit jaar is gekozen om de data te verdelen per boekjaar. Daarnaast heeft een correctie plaatsgevonden in het boekjaar van enkele accountantsorganisaties. Hierdoor zijn in sommige jaren kleine verschillen te zien in het aantal accountantsorganisaties.

De accountancysector heeft bovendien te maken met een hervormingstraject om de kwaliteit van de wettelijke controle duurzaam te verbeteren. De Wijzigingswet accountancysector is eind 2023 ingediend bij de Tweede Kamer en is momenteel in behandeling.⁶⁴ In het wetsvoorstel worden onder andere voorgesteld: de invoering van audit quality indicators, een aanwijzingsbevoegdheid in geval bedrijven geen accountantsorganisatie kunnen vinden, governancevereisten voor de grootste reguliere accountantsorganisaties (intern toezicht-houdend orgaan en geschiktheidsvereiste beleidsbepalers) en een verduidelijking van de verantwoordelijkheid van accountantsorganisaties voor de kwaliteit van hun wettelijke controles. Daarnaast noemen de Kwartiermakers Toekomst Accountancy (KTA) in hun eindrapport het herzien van de opleiding tot accountant als een van de belangrijkste vervolgacties om mee aan de slag te gaan.⁶⁵

Digitalisering

Digitalisering raakt de accountancysector langs drie assen: de gecontroleerde onderneming, de wettelijke controle en de accountancyorganisatie zelf. Digitalisering verandert de processen, diensten en producten van de gecontroleerde onderneming. Organisaties adopteren nieuwe technologieën in hun processen, diensten en producten. Naast deze automatiseringsslag ontstaan nieuwe bedrijfsmodellen die vaak sterk afhankelijk zijn van digitalisering. De sprong die AI-modellen de afgelopen periode gemaakt hebben, geeft digitalisering een verdere impuls met nieuwe automatiseringsmogelijkheden en het ontstaan van nieuwe verdienmodellen. De (materiële) risico's die hiermee gepaard gaan, moeten terugkomen in de verslaggeving. Voor de accountant betekent dit dat de uitvoering van de wettelijke controle, de benodigde expertise en de eigen bedrijfsvoering zich daaraan tijdig moet aanpassen.

De verwachting is dat accountsorganisaties een inhaalslag gaan maken in het gebruik van data-analyse, waaronder bij wettelijke controles. Digitalisering, data-analyse en innovaties rond AI lijken zich goed te lenen voor de accountancysector.⁶⁶ Recent onderzoek van de PCAOB wijst uit dat Amerikaanse accountantsorganisaties (generatieve) AI-toepassingen gebruiken voor bijvoorbeeld administratieve taken en het zoeken naar informatie.⁶⁷ In de Nederlandse accountancysector lijkt de inzet van digitalisering echter lastig te realiseren.⁶⁸ Tegelijkertijd kunnen juist innovaties als AI-toepassingen – gegeven het personeels-tekort – zowel de productiviteit als de kwaliteit van het controlewerk verhogen. De verwachting is dan ook dat Nederlandse accountantsorganisaties dit in toenemende mate zullen doen. Een goede beheersing van de bijkomende risico's is hierbij van groot belang.⁶⁹

Accountantsorganisaties zijn een interessant doelwit voor cybercriminelen, terwijl tegelijkertijd het zicht op de cyberweerbaarheid beperkt is. Cyberrisico's winnen de afgelopen jaren sterk aan belang. Accountantsorganisaties lijken op basis van hun kenmerken een aantrekkelijke target te zijn voor cybercriminelen (Figuur 20).⁷⁰ Ze beschikken over veel gevoelige informatie en zeker de grotere accountantsorganisaties zijn doorgaans omvangrijke, complexe en internationale organisaties. Accountantsorganisaties zijn echter uitgesloten van DORA, waar de meeste financiële instellingen wel onder vallen. Deze uitsluiting is daarom opvallend en beperkt het zicht op de cyberweerbaarheid van accountantsorganisaties.

⁶⁴ Zie [Wijzigingswet accountancysector](#).

⁶⁵ 'Druk en tegendruk', slotrapportage Kwartiermakers toekomst accountancy, november 2023.

⁶⁶ 'Groot potentieel voor AI in de accountancy', ING, augustus 2024.

⁶⁷ 'Staff Update on Outreach Activities Related to the Integration of Generative Artificial Intelligence in Audits and Financial Reporting', PCAOB, juli 2024.

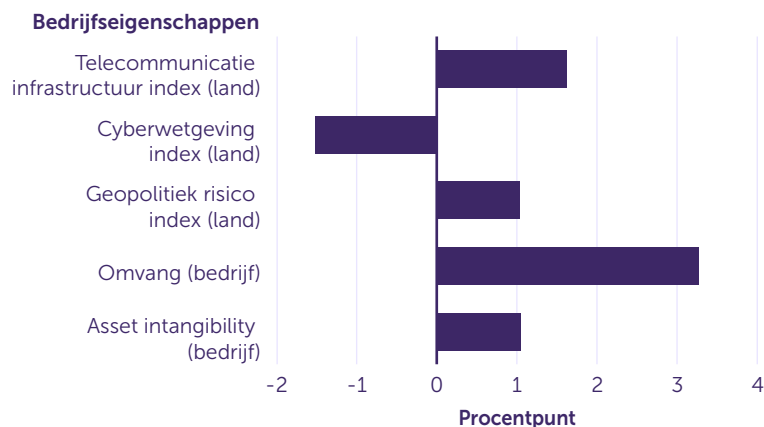
⁶⁸ 'Druk en tegendruk', slotrapportage Kwartiermakers toekomst accountancy, november 2023.

⁶⁹ 'De impact van AI op de financiële sector en het toezicht', AFM en DNB, april 2024.

⁷⁰ 'Global financial stability report', IMF, april 2024.

Figuur 20 Grote organisaties hebben een grotere kans op een cyberincident.

Verskil in kans cyberincident (verschil tussen 10e en 90e percentiel)



Bron: IMF

Verduurzaming

Het komende jaar staat in het teken van implementatie van de CSRD en het opleveren van de eerste jaarverslagen volgens deze standaard. De invoering van de richtlijn duurzaamheidsverslaggeving, de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) al enige tijd in voorbereiding.⁷¹ Begin 2025 zullen de eerste jaarverslagen volgens deze standaard verschijnen. De dubbele materialiteitsanalyse speelt een sleutelrol bij de CSRD. Deze geeft gebruikers van jaarverslagen inzicht in de impact, kansen en risico's op het gebied van duurzaamheid en kan input bieden voor de strategische koers van een onderneming.⁷²

De zorg bestaat of accountantsorganisaties tijdig over juiste en voldoende capaciteit en expertise beschikken om (limited) assurance te verlenen bij duurzaamheidsinformatie.

Het verstrekken van (limited) assurance bij duurzaamheidsinformatie is een belangrijke nieuwe taak voor accountantsorganisaties. Het verstrekken van deze (limited) assurance vraagt om nieuwe expertise en om aanpassing van het stelsel van kwaliteitsbeheersing om deze expertise te integreren. Dit kost tijd en aandacht en veroorzaakt mogelijk spanning met de andere werkzaamheden voor wettelijke controles van jaarrekeningen. Het risico voor de kwaliteit van de wettelijke controles wordt enigszins ondervangen doordat op duurzaamheidsinformatie in eerste instantie een beperkte mate van zekerheid wordt geboden (limited assurance), in plaats van een redelijke mate van zekerheid (reasonable assurance). Tegelijkertijd lijkt er bij sommige ondernemingen juist behoefte te zijn aan een hogere mate van zekerheid en ook maatschappelijk gezien liggen de verwachtingen mogelijk hoger. Bovendien is vooralsnog geen gebruik gemaakt van de optie om onafhankelijke assuranceproviders toe te staan duurzaamheidsinformatie te controleren, waardoor de (maatschappelijke) druk bij de accountantsorganisaties blijft.

Ook kleinere ondernemingen worden door de rapportageverplichtingen geraakt en het is de vraag in hoeverre zij zijn toegerust hier invulling aan te geven. Hoewel kleinere ondernemingen niet direct onder de CSRD vallen, maken zij wel onderdeel uit van de waardeketen van grotere ondernemingen die mogelijk wel onder de CSRD vallen.⁷³ Deze grotere ondernemingen zullen ook van de kleinere ondernemingen in hun waardeketen in kaart gaan brengen wat de duurzaamheidsrisico's en -impact zijn. Kleinere ondernemingen krijgen hierdoor indirect ook te maken met de rapportageverplichtingen. Voor kleinere ondernemingen kan dit zorgen voor een relatief groot beslag op tijd en capaciteit waardoor het kostbaar is, zeker als ze bij meerdere grote ondernemingen in de waardeketen zitten. Het is belangrijk dat deze ondernemingen hierbij waar nodig geadviseerd en begeleid worden. Uniformering van rapportages kan waar mogelijk hierbij helpen.

⁷¹ De formele implementatie van de CSRD in Nederlandse wetgeving is vertraagd. Het implementatiebesluit is op 12 juni 2024 aangeboden aan de Tweede Kamer, waarna de Raad van State advies moet uitbrengen.

⁷² 'Tien navigatiepunten voor goede toepassing CSRD', AFM, juli 2024.

⁷³ 'Tandarts en andere mkb'ers wacht nog een berg bureaucratie', FD, april 2024.

Een bredere vraag is in hoeverre de rapportageverplichtingen gaan bijdragen aan daadwerkelijk duurzamer gedrag. De CSRD is gericht op het verstrekken van transparantie van duurzaamheidsinformatie. De informatie die vanuit de CSRD-rapportages beschikbaar komt, moet leiden tot beter beheer van duurzaamheidsrisico's en investeerders en andere stakeholders meer inzicht bieden in de duurzame prestaties van ondernemingen. Het achterliggende doel is dat dit leidt tot duurzaam gedrag. Het is nog een open vraag in hoeverre dat in de praktijk het geval is. Het is tegen deze achtergrond opvallend dat meerdere ondernemingen, overigens ook buiten Europa, in meer of mindere mate terugkomen op eerder gestelde duurzaamheidsdoelen.⁷⁴ Het is nog te vroeg om op conclusies vooruit te lopen – de CSRD-rapportages zijn immers nog niet opgeleverd – maar het is belangrijk om de wisselwerking tussen rapportage en duurzaam gedrag te blijven monitoren. Daarnaast roept de AFM op om realistische doelen te stellen om zo een mogelijke verwachtingskloof te voorkomen tussen wat de maatschappij verwacht van duurzaamheidsrapportage en wat ondernemingen en accountantsorganisaties kunnen waarmaken.

Internationalisering

Accountantsorganisaties besteden in toenemende mate controlewerkzaamheden uit. Het gaat hierbij doorgaans om het uitbesteden van niet-complexe en routinematige werkzaamheden, zoals routine-matige controles, reguliere beoordelingen van beleid of het uitvoeren van standaardanalyses. Deze werkzaamheden worden uitbesteed aan Shared Service Centers (SSC),⁷⁵ die deze werkzaamheden voor meerdere accountantsorganisaties uitvoeren en al dan niet in het buitenland gevestigd zijn. Het uitbesteden van controlewerkzaamheden kan leiden tot een toename van de kwaliteit van de wettelijke controle, doordat meer focus kan worden gelegd op complexe onderdelen. Het uitbesteden van controlewerkzaamheden leidt echter ook tot meer afstand en coördinatie tussen het SSC, de controleclient en het controleteam, wat een risico vormt voor de kwaliteit van de wettelijke controle. Bij uitbesteding aan buitenlandse entiteiten ontstaat bovendien het risico dat zij onvoldoende kennis hebben over Nederlandse context en de specifieke context waarin de cliënt zich begeeft.

Dienstverlening door auditkantoren uit andere EU-lidstaten blijft een aandachtspunt. Nederlandse ondernemingen kunnen gebruik maken van auditkantoren uit andere lidstaten mits zij geregistreerd staan bij de AFM. De toetreding van auditkantoren uit andere lidstaten kan helpen om het capaciteitsprobleem in de sector te ondervangen. Een aandachtspunt is wel dat de AFM dan geen toezicht kan houden op kwaliteitsbeheersing en integere bedrijfsvoering. Door dit beperkte mandaat kan de AFM beperkter handhaven en minder impact maken.

⁷⁴ 'How companies are starting to back away from green targets', FT, juni 2024.

⁷⁵ Volgens de PCAOB is een Shared Service Center "een verbonden entiteit, opgericht door een netwerk van accountantsorganisaties, die, naast andere organisaties, aan deze accountantsorganisaties personeel levert om te helpen bij de uitvoering van controles zonder dat deze verbonden entiteit zelf een accountantsorganisatie is." In de literatuur kunnen deze uitbestedingsrelaties overigens ook worden beschreven als 'offshoring', 'nearshoring' of 'onshoring'.

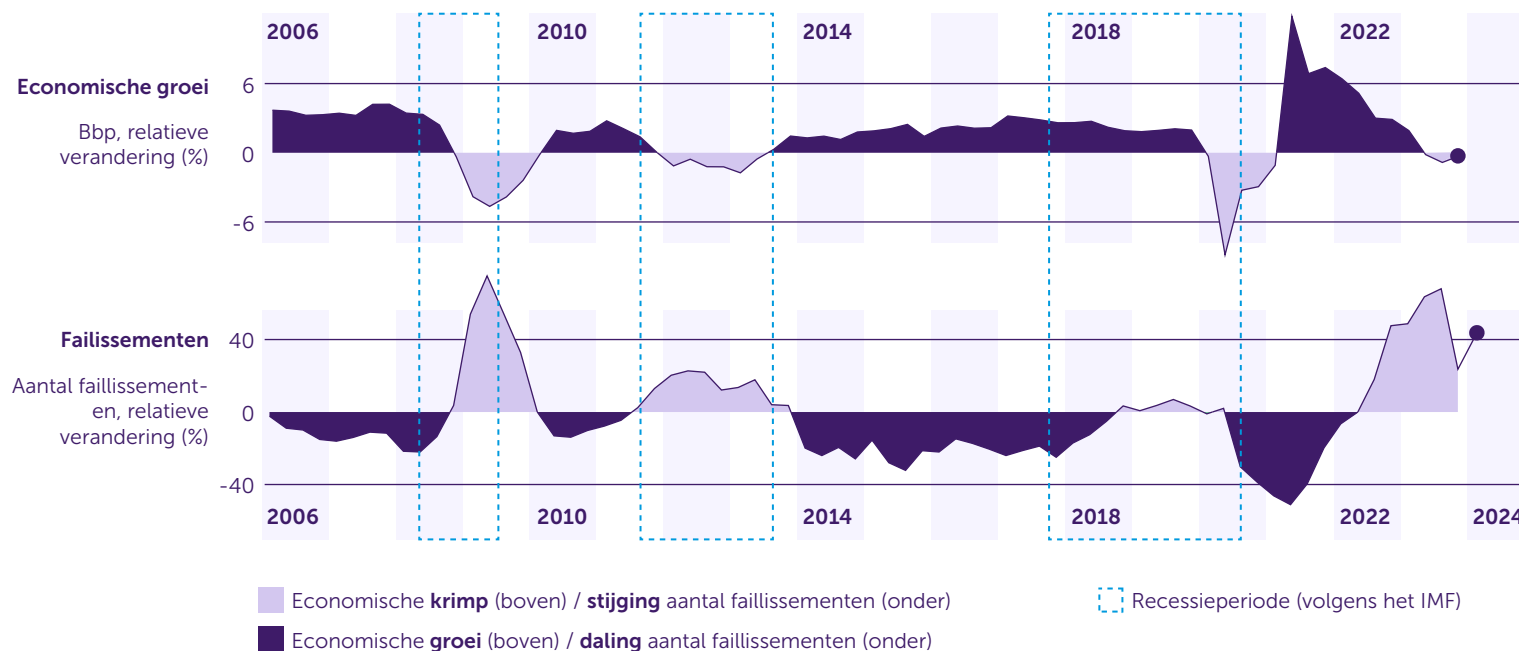
Integriteit en crimineel gedrag

Het aantal faillissementen in Nederland loopt verder op, waarmee aandacht voor discontinuïteitsrisico's belangrijk blijft. Het aantal faillissementen in Nederland steeg vorig jaar met 50% (Figuur 21), zij het van een historisch gezien laag aantal. Faillissementen zijn een betrouwbare conjunctuurindicator en we observeren op dit moment een samenloop van drie factoren: zwakke economische groei, de afbouw van corona-ondersteuning en krappe financieringscondities. Dit suggereert dat het aantal faillissementen verder gaat oplopen, met toenemende financiële stress als gevolg. Aandacht voor discontinuïteitsrisico's door accountantsorganisaties is hiermee bijzonder belangrijk.

Aandacht voor frauderisico's bij gecontroleerde ondernemingen blijft belangrijk. Accountantsorganisaties hebben een belangrijke poortwachtersrol bij het detecteren van fraude. Fraude wordt hier in brede zin opgevat. Het gaat dus niet alleen om financiële fraude, maar bijvoorbeeld ook om *greenwashing*. Uit AFM-onderzoek blijkt dat hoe- wel accountants steeds meer aandacht hebben voor het onderwerp fraude, er nog stappen te maken zijn met de kwaliteit van de fraude- risicoanalyse.⁷⁶ Fraude bij een gecontroleerde onderneming die niet wordt opgemerkt of vermeld in de wettelijke controle kunnen leiden tot materiële verliezen bij aandeelhouders en een breder verlies aan vertrouwen in de financiële markten. De AFM roept daarom accountantsorganisaties op om scherp te blijven op het detecteren van fraude.

⁷⁶ 'Scherpere houding accountants nodig bij frauderisicoanalyse', AFM, juni 2023.

Figuur 21 Het aantal faillissementen is sterk gestegen.



Bron: CBS

Examenfraude in de accountancysector raakt aan de integriteit

van accountants. Zowel nationaal als internationaal zijn binnen de accountancysector inmiddels verschillende gevallen bekend van examenfraude. De AFM heeft alle grote accountantsorganisaties met een OOB-vergunning daarom uitdrukkelijk verzocht om binnen hun organisatieonderzoek te doen naar dit onderwerp, want voor twijfel aan de integriteit en vakbekwaamheid van accountants is geen ruimte. Deze onderzoeken zijn nog in volle gang. Het is daarnaast belangrijk om echt te begrijpen hoe examenfraude heeft kunnen ontstaan. Het is aan de accountantsorganisaties zelf om examenfraude te voorkomen, eventuele misstanden op te sporen en aan te pakken. De AFM houdt hier toezicht op.

Daarnaast kunnen accountantsorganisaties hun poortwachtersrol

misbruiken door bewust fraude te faciliteren. Gecontroleerde ondernemingen kunnen accountantsorganisaties inzetten om beleggingsfraude, witwassen of fiscale fraude te maskeren door jaarrekeningen onterecht goed te laten keuren en advies te krijgen met betrekking tot het omzeilen van toezicht. Als accountantsorganisaties de poortwachtersrol niet voldoende waarborgen kan dit negatieve gevolgen hebben voor het vertrouwen in de accountancysector en de financiële sector als geheel.

Risicokaart Accountancy en verslaggeving

Inschatting risico's

- Hoog
- Verhoogd
- Zeer hoog

Trend

- ↗ Toename
- Gelijkblijvend
- ↘ Afname

Met de risicokaarten beschrijven we risico's die mogelijk voortkomen of versnellen als gevolg van de beschreven trends en ontwikkelingen.

Trefwoord	Specifiek risico	Drijvers	Belang
Kwaliteit duurzaamheids-verslaggeving en -assurance	De kwaliteit en betrouwbaarheid van het duurzaamheidsverslag staan onder druk. Het is voor ondernemingen een grote uitdaging om transparant en betrouwbaar over duurzaamheidprestaties te rapporteren en voor accountantsorganisaties om daar assurance bij te verlenen. Accountantsorganisaties beschikken over onvoldoende capaciteit en expertise om assurance te verlenen bij duurzaamheidsinformatie. Eindgebruikers beschikken daardoor over onvoldoende duurzaamheidsinformatie.	• Verduurzaming • Wet- en regelgeving	
Fraude en discontinuïteit bij gecontroleerde ondernemingen	Fraude (in brede zin, w.o. greenwashing, witwassen en corruptie) en discontinuïteit bij ondernemingen, die niet zijn gedetecteerd of waarvan het risico niet is vermeld in de wettelijke controle, leiden tot materiële verliezen bij eindgebruikers en tot breder verlies van vertrouwen in de financiële markten.	• Internationalisering • Ondernijning • Macro-economische ontwikkelingen	
Digitalisering en digitale operationele weerbaarheid	Onvoldoende inzet van data en technologie en gebrekkige beheersing van digitale operationele weerbaarheid doen afbreuk aan de kwaliteit van de wettelijke controle en leiden tot operationele risico's.	• Digitalisering	
Toegankelijkheid accountantscontrole	De toegankelijkheid van accountantscontroles staat onder druk door een toenemende vraag naar controles (toenemende scope en meer controleplichtige ondernemingen), terwijl het aanbod stagneert (personeelstekorten, verminderde populariteit opleiding). Ontwikkelingen zoals de instroom van private equity in het segment van accountantsorganisaties met een reguliere vergunning, en het uitbesteden van werkzaamheden kunnen een negatieve werking hebben op de kwaliteit van de wettelijke controle.	• Macro-economische ontwikkelingen • Wet- en regelgeving	
Integriteitsrisico's	Integriteitsincidenten bij meerdere accountantsorganisaties, zoals examenfraude, raken aan de integriteit van accountants. Onvoldoende waarborging van de poortwachtersrol kan eveneens negatieve gevolgen hebben voor het vertrouwen in de sector.	• Internationalisering • Ondernijning	

Bijlage

Regelgevingsagenda

Digitalisering

DORA (Digital Operational Resilience Act). DORA omvat een Europese richtlijn en verordening met als primair doel het beheersen van systeemrisico en het daaruit voortvloeiend consumenten- en beleggersrisico. DORA stelt uniforme eisen aan financiële instellingen op het gebied van onder meer ICT-risicomanagement, ICT-gerelateerde incidentmeldingen, beheersing van ICT-risico's bij uitbesteding aan derden en bevat een Europees toezichtraamwerk voor critical third-party providers, zoals grote cloud serviceproviders. DORA gaat gelden voor instellingen die Europees gereguleerd zijn, waaronder handelsplatformen, kredietinstellingen en beleggingsondernemingen. In januari 2023 is DORA in werking getreden. Vanaf januari 2025 moeten marktpartijen voldoen aan de betreffende bepalingen.

MiCAR (Markets in Crypto-Assets Regulation). Dit is het eerste Europese wetgevingspakket dat crypto's en gerelateerde diensten reguleert. Deze wet- en regelgeving richt zich op zowel uitgevers van stablecoins en aanbieders van cryptodiensten en zorgt voor uniforme regels in de EU. MiCAR is in juni 2023 gepubliceerd en zal december 2024 in werking treden. De implementatiefase geeft marktpartijen en toezichthouders gelegenheid om zich voor te bereiden. Hoewel MiCAR II voorlopig niet op de planning staat zal veel werk moeten worden gedaan om convergent toezicht binnen de EU te bevorderen en veel praktische (interpretatie)vraagstukken te beantwoorden.

Artificial Intelligence Regulation. Deze verordening introduceert regels op verschillende risiconiveaus voor risicovolle toepassingen van kunstmatige intelligentie. De AI-Verordening ziet toe op toepassingen van kunstmatige intelligentie die een risico kunnen vormen wat betreft de fundamentele rechten van de mens en andere EU-waarden zoals veiligheid. De Verordening geldt EU-breed en heeft enkele specifieke

raakvlakken met de financiële sector. De volledige verordening is van toepassing vanaf augustus 2026, maar enkele bepalingen gelden al eerder. De verbodsbepalingen gelden per februari 2025. De bepalingen voor algemeen gebruik (General Purpose AI) gelden per augustus 2025 en bepalingen voor 'high risk toepassingen' gelden per augustus 2026. Deze laatste categorie is vooral van belang voor het toezicht van de AFM. AI-toepassingen die zijn aangewezen als hoog risico en de financiële sector raken betreffen toepassingen die worden gebruikt voor kredietwaardigheidsstoetsen, en premiebepaling en risicobepaling voor levens- en zorgverzekeringen.

FIDA (Financial Data Access Regulation). In juni 2023 is het voorstel van de Europese Commissie voor FIDA (open finance) gepubliceerd. De verwachting is dat deze in 2027 gefaseerd in werking treedt. Dit wetsvoorstel beoogt een kader vast te stellen voor de regulering van de toegang tot en het gebruik van klantgegevens in de financiële sector. Toegang tot financiële gegevens verwijst naar de toegang tot en verwerking van business-to-business en business-to-customer financiële gegevens op verzoek van de klant voor een breed scala aan financiële diensten, zoals verzekeringen en pensioenproducten. FIDA is om die reden van toepassing op een groot deel van de financiële dienstverleners en daarmee op het toezicht van de AFM. Data over betaalrekeningen vallen buiten scope, aangezien deze gereguleerd worden onder PSD3/ PSR. De verwachting is dat een Raadscompromis begin 2025 wordt bereikt, waarna de triloog start.

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, via centrale databases zichtbaarder gemaakt worden voor investeerders zodat toegang tot (grensoverschrijdende) kapitaalmarktfinanciering wordt vergemakkelijkt. De verordening is op 9 januari 2024 in werking getreden.

De eerste data zullen in 2027 voor het publiek beschikbaar zijn. Dit betreft data inzake prospectussen, transparantie vereisten en short-sell meldingen.

DMFSD (Distance Marketing on Financial Services Directive). Deze richtlijn heeft als doel het huidige wetgevingskader te vereenvoudigen en te moderniseren door de bestaande richtlijn voor de verkoop op afstand van financiële diensten in te trekken. De algemene doelstelling van de wetgeving is het bevorderen van het aanbieden van financiële diensten op de interne markt en tegelijkertijd zorgen voor een hoog niveau van consumentenbescherming. De richtlijn bepaalt ook de regels omtrent het gebruik van online interfaces door financiële dienstverleners. Verder ziet de DMFSD toe op aangepaste precontractuele informatie en herroepingsrecht. Aangezien de DMFSD als lex generalis van toepassing is op zo goed als alle financiële diensten, raakt het een groot deel van het AFM-toezicht. Hierbij valt te denken aan krediet, crowdfunding, verzekeringen, maar ook crypto's. De DMFSD treedt medio 2026 in werking. Het Ministerie van Financiën werkt aan de nationale implementatie.

Duurzaamheid

Herziening SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation). Deze regelgeving is sinds 2021 van toepassing. De lagere regelgeving is van toepassing vanaf januari 2023. Op basis van deze regelgeving moet op gestandaardiseerde wijze informatie over de negatieve duurzaamheidsimpact van de entiteit en van producten alsmede informatie over duurzaamheidskenmerken en -doelstellingen van producten worden verschaft. De SFDR heeft als doel om beleggers meer inzicht te geven in duurzaamheidsrisico's en de duurzaamheidsaspecten van financiële producten en deze beter vergelijkbaar te maken. Daarnaast is het bedoeld om greenwashing tegen te gaan. Voor een eenduidige Europese definitie van welke economische activiteiten duurzaam zijn, is een EU Taxonomie ontwikkeld. Hiervan is een deel sinds begin 2022 van toepassing. In de SFDR-informatie moet, waar van toepassing, ook worden aangegeven in welke mate beleggingen in lijn zijn met deze taxonomie. In 2023 is een uitgebreide beoordeling van het SFDR-

raamwerk gestart om eventuele tekortkomingen in kaart te brengen. De AFM heeft in november 2023 haar voorstellen voor verbetering van het raamwerk naar buiten gebracht.⁷⁷ Naar verwachting zal de Europese Commissie in 2025 met een concreet voorstel komen voor herziening van de SFDR.

CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive). Om de transparantie van ondernemingen over hun duurzaamheidsrisico's, -kansen en -impact te versterken is de Non-Financial Reporting Directive (NFRD) in 2023 herzien. De CSRD verbreedt de reikwijdte van de NFRD in sterke mate door duurzaamheid verslaggeving ook verplicht te stellen voor kleinere beursgenoteerde ondernemingen en voor alle grote niet-beursgenoteerde ondernemingen. Daarnaast schrijft de CSRD voor dat ondernemingen rapporteren volgens de ESRS, een eenduidige verslaggevingsstandaard voor duurzaamheidsverslaggeving die in Europa is opgesteld, en dat een externe accountant assurance geeft op de duurzaamheidsrapportage. Deze verplichtingen zijn voor de grotere beursgenoteerde ondernemingen die vallen onder de CSRD ingegaan vanaf boekjaar 2024. Vanaf boekjaar 2025 zijn de transparantieplichtingen van toepassing op alle grote bedrijven in de EU en vanaf boekjaar 2027 ook op beursgenoteerde mkb-ondernemingen.

Green Bonds Regulation. Deze nieuwe EU Verordening introduceert het label European Green Bond voor obligaties waarvan de opbrengsten worden ingezet voor activiteiten die onder de Taxonomieverordening kwalificeren als groen. Uitgevende instellingen van obligaties (of de initiatoren van gesecuritiseerde obligaties) die gebruik willen maken van dit label moeten additionele informatie opnemen in de prospectus, periodiek rapporteren over de besteding van de opbrengsten (of blootstellingen) van hun (gesecuritiseerde) obligatie, en vooraf het bestedingsplan aan de Taxonomiecriteria laten toetsen door een externe toetsingsinstantie. Deze externe toetsingsinstanties zullen onder direct toezicht staan van ESMA. De handhaving van de transparantie vereisten voor European Green Bonds zal worden uitgevoerd door de nationale markttoezichthouders. De verordening treedt op 21 december 2024 in werking.

⁷⁷ 'AFM position paper on improving the SFDR', AFM, november 2023.

Financiële dienstverlening

RIS (Retail Investment Strategy). De RIS bevindt zich momenteel in de trilogie en mogelijk wordt er een definitief akkoord bereikt medio 2025. Op dat moment worden de definitieve teksten gepubliceerd en start de deadline voor wettelijke implementatie in Nederlandse wetgeving en de uitwerking van een omvangrijk pakket aan lagere regelgeving door ESMA en EIOPA in samenwerking met de nationale toezichthouders. De RIS behelst belangrijke wijzigingen in MiFID II, IDD, PRIIPS, UCITS en AIFMD. Zo wordt het *Value for money*-concept geïntroduceerd, en komen er nieuwe bepalingen op gebied van marketing, communicatie en kostentransparantie. Ook krijgen toezichthouders additionele bevoegdheden.

PSD3/PSR (Payment Service Directive / Regulation). De Commissie beoogt met dit voorstel het vertrouwen in het betalingsverkeer te versterken, de concurrentiepositie van open banking-diensten te verbeteren, meer harmonisatie van toezicht en implementatie op Europees niveau te bewerkstelligen en de toegang tot betalings-systemen en betaalrekeningen voor niet-bancaire *Payment Service Providers* te verbeteren. De verwachting is dat PSD3/PSR in 2026 in werking treedt.

Herziening CCD (Consumer Credit Directive). De herziene CCD moderniseert en versterkt bescherming voor consumenten die gebruik maken van kredietproducten. Het promoot verantwoordelijke en transparante gedrag van alle spelers op de consumentenkrediet markt. Met de herziene CCD vallen BNPL-aanbieders en private lease aanbieders met de optie tot koop komen onder toezicht van de AFM. Bovendien beoogt het meer bevoegdheden voor het toezicht om te borgen dat kredietaanbieders bepaalde oplossingen aanbieden voor consumenten met financiële problemen. Dit ziet dan vooral toe op nieuwe bepalingen m.b.t. betalingsachterstanden en uitstelmaatregelen. Sinds november 2023 is de herziene CCD van kracht. Het ministerie van Financiën werkt aan de nationale implementatie en de uitwerking van de lidstaatoptie. De conceptwet wordt waarschijnlijk begin 2025 geconsulteerd.

AML/CFT (Anti Money Laundering / Countering of Financing Terrorism Regulation and Directive).

In mei 2024 heeft de Raad het AML/CFT pakket goedgekeurd, waaronder de oprichting van de Authority for Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism (AMLA) per 1 juli 2025. De EBA zal hierdoor haar AML/CFT mandaat (en haar mandaat m.b.t. beperkende maatregelen waar- onder sancties) overdragen aan AMLA. Andere onderdelen van het AML/CFT-pakket zijn het *single rule book* en de zesde anti-witwas richtlijn (AMLD) welke grotendeels gelden vanaf juli 2027. Het pakket van *Transfer-of-Funds*-verordening is naar voren geschoven en zal naar verwachting eind dit jaar in werking treden. Hierin worden (o.a.) crypto-activadienstverleners onder de werking van de EU AML/CFT regels gebracht en bepaalde reisinformatie ingeval van crypto-overboekingen verplicht gesteld. De komende tijd zal verdere uitwerking plaatsvinden in een groot aantal EU technische regulering normen. Ook zal nationale wetgeving worden aangepast.

Kapitaalmarkten

Listing Act. In februari 2024 is er een voorlopig akkoord bereikt over de Listing Act. De Act bestaat uit verschillende onderdelen en beoogt Europese kapitaalmarkten aantrekkelijker te maken voor ondernemingen en de toegang tot kapitaal voor kleine- en middelgrote ondernemingen te vergemakkelijken. De verwachting is dat definitieve voorstellen eind 2024 gepubliceerd zullen worden. De nieuwe regels zullen ook verschillende delegatiegrondslagen bevatten voor uitwerking in Level 2 en 3.

Herziening MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive)/ MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation).

De MiFIR-herziening is op 28 maart 2024 in werking getreden. De omzettingstermijn voor de wijzigingen van MiFID II in nationaal recht is 29 september 2025. De kern van de MiFIR-herziening omvat de oprichting van *consolidated tape* voor aandelen, ETF's, obligaties en derivaten. Een aanzienlijk aantal uitvoeringsmaatregelen moeten in 2024-2025 door ESMA en nationale toezichthouders worden ontwikkeld.

Herziening AIFMD/UCITS (Alternative Investment Fund Managers Directive/Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive). Enkele bepalingen uit de UCITS-richtlijn zijn aangepast om deze gelijk te trekken met wijzigingen in de AIFMD-richtlijn. Beide richtlijnen bevatten regels voor fondsen (AIFMD voor professionele beleggers en UCITS voor retailbeleggers). De herziening was beperkt tot de onderwerpen: delegatie, liquiditeitsmanagement, toezichtrapportage, bewaarneming en *loan origination* door AIFMD-fondsen. De nieuwe regels zijn in april 2024 in werking getreden en dienen uiterlijk in april 2026 geïmplementeerd te worden in nationale wet- en regelgeving. Ook zal op basis van de verschillende delegatiegrondslagen gestart worden met uitwerking van Level 2 en 3.

Herziening EMIR (European Market Infrastructure Regulation). Deze herziening waarover in april 2024 een voorlopig akkoord is bereikt, heeft tot doel clearing in de EU aantrekkelijker te maken, het stimuleren van meer clearing bij EU gevestigde CCP's, het verbeteren van de financiële stabiliteit in de EU en het verstevigen van het EU-toezicht op zowel EU en niet-EU CCP's. Zo is voor CCP's besloten om aanvragen van autorisatie voor nieuwe activiteiten, diensten, en modelwijzigingen te vereenvoudigen. Ook wil men de afhankelijkheid van clearing in derde landen verminderen door de invoering van een actieve account. De verwachting is dat deze herziening ergens in Q4 2024 in werking treedt. Een aantal bepalingen zullen hierna verder worden uitgewerkt op Level 2.

Box 3 Europese kapitaalmarktenunie (Capital Markets Union, CMU)

CMU is weliswaar geen formeel (regelgevings)traject maar wel een zeer belangrijk EU project met mogelijk verschillende regelgevingstrajecten in het verschiet. De ontwikkeling en integratie van kapitaalmarkten is al geruime tijd een kernambitie van de EU. Geconfronteerd met dringende financieringsbehoeften en de noodzaak om het concurrentievermogen van Europese bedrijven te versterken, is er een hernieuwde inspanning nodig om de EU kapitaalmarkten te versterken. Aangenomen wordt dat er onder de nieuwe Europese Commissie een nieuw actieplan zal worden geïnitieerd. De concrete voorstellen op dit gebied zijn nog onbekend, maar zullen het toezicht van de AFM zeker op vele manieren beïnvloeden.

Data centralisatie. In het verlengde van het CMU paper van AFM/DNB,⁷⁸ heeft de AFM een position paper⁷⁹ gepubliceerd over de wenselijkheid van centralisatie van kapitaalmarktdata. Het AFM-standpunt is gedeeld in internationaal verband, in ESMA-comités en bilateraal met andere toezichthouders. De eerste reacties zijn overwegend positief. Veel andere toezichthouders zouden voorstander zijn van een vergaande centralisatie van de ontvangst, bewaring en behandeling van kapitaalmarkt data.

T+1: kortere settlement periode. In de EU is de discussie gestart of een kortere settlement periode (van T+2 naar T+1) wenselijk en haalbaar is. Het is namelijk wenselijk om niet uit de pas te gaan lopen met de Britse en Amerikaanse markt. In de VS is al overgestapt op een kortere periode voor het afwickelen van effectentransacties, en het VK is hier mee bezig. Vanuit verschillende rondetafelgesprekken met marktpartijen en toezichthouders is de verwachting dat ook de EU zal overgaan naar T+1, maar de precieze uitwerking is nog niet bekend. Ook zijn stakeholders het eens dat voor deze aanpassing een wijziging van de Central Securities Depository Regulation (CSDR) nodig is.

Investment Firm Directive & Regulation (IFD/R). Dit betreft het prudentiële kader voor beleggingsondernemingen en wordt waarschijnlijk binnenkort heropent na vijf jaar in werking te zijn. Gelet op het grote belang van de verschillende soorten beleggingsondernemingen voor de CMU, is een passend raamwerk essentieel. Daarom heeft de AFM, samen met DNB en het ministerie van Financiën, hiervoor een position paper opgesteld.⁸⁰ In het bijzonder dient een herziening van de IFR/IFD ertoe te leiden dat de risico gebaseerde benadering van het raamwerk wordt verbeterd, een gelijk speelveld voor beleggingsondernemingen actief binnen en buiten de EU wordt geborgd, regelgevingsarbitrage wordt voorkomen, en de proportionaliteit en duidelijkheid van governance vereisten toenemen.

⁷⁸ 'Next steps for the European Capital Markets Union (CMU)', AFM en DNB, februari 2024.

⁷⁹ 'AFM position paper on centralisation of capital markets data in the EU', AFM, maart 2024.

⁸⁰ 'The Dutch Ministry of Finance, the AFM and DNB: recommendations for the review of the prudential framework for investment firms', AFM, DNB, Ministerie van Financiën.