

Bijlage: Externe ontwikkelingen

Ten behoeve van het toezicht in 2013

Autoriteit Financiële Markten

De AFM bevordert eerlijke en transparante financiële markten. Wij zijn de onafhankelijke gedragstoezichthouder op de markten van sparen, lenen, beleggen en verzekeren. De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening aan consumenten en ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van kapitaalmarkten. Ons streven is het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de financiële markten te versterken, ook internationaal. Op deze manier draagt de AFM bij aan de welvaart en de economische reputatie van Nederland.

Inhoudsopgave

Inleiding	5
1 Internationale ontwikkelingen	6
2 Relevante ontwikkelingen doelstelling 1: De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening	7
2.1 <i>Problemen in de woningmarkt</i>	7
2.2 <i>Consumenten beleggen meer in complexe (gestructureerde) producten</i>	8
2.3 <i>Retail-regelgeving wordt meer Europees bepaald</i>	8
2.4 <i>Marktpartijen veranderen bedrijfs- en verdienmodellen als gevolg van crisis en wetgeving</i>	9
2.5 <i>Pensioensector onder druk</i>	10
2.6 <i>Financiële debacles in de publieke en/of professionele sector</i>	11
3 Relevante ontwikkelingen voor doelstelling 2: De AFM ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van de kapitaalmarkten	12
3.1 <i>Nadrukkelijk in beweging zijnde wet- en regelgeving voor accountantsorganisaties</i>	12
3.2 <i>Alsmaar groeiende technologisering in en complexiteit van de handel in financiële instrumenten</i>	12
3.3 <i>EMIR</i>	13
3.4 <i>AIFM</i>	14
3.5 <i>CRA's blijven belangrijk</i>	14
3.6 <i>Financiële verslaggeving</i>	15
4 Relevante ontwikkelingen voor doelstelling 3: De AFM draagt bij aan de stabiliteit van de financiële markten	16
4.1 <i>Nederlandse sector raakt meer geconcentreerd</i>	16
4.2 <i>Schaduwbankieren</i>	16

4.3	<i>Nieuwe marktinitiatieven om liquiditeit te creëren</i>	17
4.4	<i>Nieuwe eisen in wet- en regelgeving leiden tot specifieke risico's in de kapitaalmarkt</i>	18

Inleiding

Deze bijlage bij de Agenda 2013 geeft de belangrijkste externe ontwikkelingen weer die de AFM signaleert in haar toezicht en die impact zullen hebben op de keuzes en prioritering in het toezicht voor de komende periode. Met de uiteenzetting van deze ontwikkelingen is het mogelijk te bepalen welke focus de AFM kan formuleren voor het toezicht in 2013. De focus wordt geformuleerd in de vorm van thema's.

De ontwikkelingen zijn onderverdeeld naar de drie doelstellingen van de AFM en een introducerende beschouwing met belangrijke internationale ontwikkelingen die van belang zijn voor het toezicht:

1. Belangrijke internationale ontwikkelingen;
2. Relevante ontwikkelingen voor doelstelling 1: De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening;
3. Relevante ontwikkelingen voor doelstelling 2: De AFM ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van de kapitaalmarkten;
4. Relevante ontwikkelingen voor doelstelling 3: De AFM draagt bij aan de stabiliteit van het financiële stelsel.

Bronvermelding

De ontwikkelingen die zijn weergegeven in dit document, zijn gebaseerd op interne brainstorm-sessies en publicaties van financiële toezichthouders, denktanks en wetenschappers.

Leeswijzer

De ontwikkelingen zijn verdeeld langs belangrijke internationale ontwikkelingen en de drie doelstellingen van de AFM. Voor elke ontwikkeling is kort aangegeven wat de implicaties zijn voor de financiële sector en voor het toezicht.

1 Internationale ontwikkelingen

De verwachte vertraging van de wereldeconomie blijft zorgen voor onzekere tijden voor consumenten, beleggers en (financiële) ondernemingen. Versomberde vooruitzichten drukken het vertrouwen in de financiële markten. Ook blijft een structurele oplossing van de Europese schuldencrisis uit. En hiermee het herstel van het vertrouwen in Europese financiële markten. Of, en in welke vorm, de EMU en de euro zullen blijven bestaan is vooralsnog onduidelijk. Hoe langer een structurele oplossing zal uitblijven, des te doortastender lidstaten en Europese instituties en toezichthouders zullen moeten optreden en des te pijnlijker de maatregelen zullen zijn.

De sterke internationale verwevenheid in de financiële sector komt, wederom, tot uitdrukking in de schuldencrisis. Problemen in het ene land kunnen, via de financiële markten, snel overslaan op andere landen. De AFM besteedt samen met DNB en andere internationale toezichthouders aandacht aan het signaleren en verminderen van deze systeemrisico's.

De voortdurende schuldencrisis wakkert in ieder geval de discussie over Europees toezicht en de inrichting van de financiële sector wederom aan. Meest recentelijk mondde dit uit in het compromis van Europees banktoezicht gecombineerd met een Europese bankenunie. Vanzelfsprekend heeft een versnelde integratie door het invoeren van Europese bankenunie grote invloed op het Europese en Nederlandse toezicht op financiële instellingen. Als gevolg van het verschuiven van risico's in individuele lidstaten naar Europa moeten verschillende regels worden versterkt en geharmoniseerd die direct dan wel indirect de gezondheid van banken raken. Dit betreft niet alleen prudentiële regels; ook gedragsregels hebben indirect invloed op de gezondheid van banken.

De Nederlandse financiële instellingen opereren in een lastige internationale omgeving. Als gevolg van de crisis staan zij financieel onder druk, moeten zij zich voorbereiden op nieuwe wet- en regelgeving en dienen zij zich financieel te versterken. Ondertussen is het nog altijd van groot belang dat consumenten en beleggers het vertrouwen in de sector terugwinnen. Recent DNB-onderzoek¹ laat zien dat het vertrouwen van consumenten in financiële instellingen zich nog onder het pre-crisis niveau bevindt. Schandalen als de manipulatie van de LIBOR, één van de belangrijkste barometers van de financiële wereld, zullen dit vertrouwensherstel aanzienlijk bemoeilijken.

Tegen deze achtergrond houdt de AFM toezicht op financiële markten. Op vrijwel alle terreinen waarop de AFM actief is, spelen zich belangrijke ontwikkelingen af. Deze ontwikkelingen, naast de turbulente marktontwikkelingen zonder precedent en naast de omvangrijke herziening van wet- en regelgeving, vragen uiteraard veel van de markt, en van financieel toezichthouders. Onzekerheid over de richting waarin Europees toezicht, Europese regelgeving en de markt zich ontwikkelen, leidt ertoe dat de AFM rekening zal moeten houden met verschillende scenario's, waarbij met eerder gestelde prioriteiten gemakkelijk geschoven moet kunnen worden.

¹ Zie <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2012/dnb274509.jsp>

2 Relevante ontwikkelingen doelstelling 1: De AFM bevordert zorgvuldige financiële dienstverlening

2.1 Problemen in de woningmarkt

Met de aankondiging dat de hypotheekrenteaf trek per 1 januari 2013 wordt beperkt² is er meer duidelijkheid over de noodzakelijke veranderingen, maar staat de woningmarkt tegelijkertijd verder onder druk. Banken en verzekeraars verstrekken minder gemakkelijk hypotheekleningen mede door strengere kapitaalvereisten en de schulden crisis. Tevens hebben banken een funding gap doordat er meer kredietvraag is dan spaargeld ('retail funding gap'). De banken bevinden zich daarnaast in een markt met oligopolistische trekken – mede door een gebrek aan buitenlandse hypotheekverstrekkers – en staan daardoor minder onder druk om prijsconcurrentie aan te gaan.

Bovenstaande problemen betekenen dat de kosten van hypotheekleningen hoger worden en de consument minder makkelijk een relatief hoge hypotheek kan afsluiten. De woningmarkt wordt gekenmerkt door hoge leningen ten opzichte van de waarde van de woning. Dit, gecombineerd met de woningprijsdalingen van de afgelopen 5 jaar, maakt dat veel huishoudens kampen met negatieve overwaarde. Huisbezitters hebben een hoge hypotheekschuld mede als gevolg van fiscale regels die het aangaan van een maximale hypotheekschuld stimuleerden en bevinden zich nu in een huizenmarkt met substantiële prijsdalingen. Vooral relatief jonge huishoudens blijken kwetsbaar omdat zij hoge hypotheekleningen hebben afgesloten ten opzichte van het inkomen, spaargeld en de huidige waarde van de woning. De kwetsbaarheid van deze groep betekent ook dat de roep om aflossing – en meer in het algemeen het afbouwen van schulden – groter wordt.

De ontwikkelingen zoals hierboven geschetst belemmeren het functioneren van de woningmarkt. Op zich kan de hervorming van de fiscale regels een gunstig effect hebben (minder schuld, minder risico en eenvoudige producten). Beperkte afschaffing van de hypotheekrenteaf trek zal de banken ook dwingen om nieuwe producten te ontwikkelen; de markt zal inventiever worden met nieuwe hypotheekvormen. Het blijft echter belangrijk om de nieuwe situatie aandachtig te volgen om potentiële risico's snel te signaleren en mitigeren, zoals risico's op het gebied van transparantie over kosten.³ Voorbeelden hiervan zijn het verbergen van kosten of de renteopslag die banken in rekening brengen bij hypotheekleningen. Hoewel transparant, blijft het voor de consument onduidelijk waar deze kosten vandaan komen. Daarnaast betekent de introductie van strengere regels voor hypotheekverstrekking dat (sommige) marktpartijen alternatieve producten kunnen adviseren die voor de consument slechter of meer risicovol zijn.⁴ Ook zijn er problemen gesignaleerd bij het oversluiten van bestaande contracten, waarbij het in het bijzonder voor huishoudens met hoger risico of overwaarde in de woning overstappen soms moeilijk of onmogelijk kan zijn.

De AFM zal in haar toezicht hierop belangrijke keuzes moeten maken. Er zal ook extra aandacht moeten komen voor de risico's waaraan consumenten bloot komen te staan. In 2013, is de verwachting, zal deze problematiek in ieder geval tijdig extra aandacht nodig hebben.

² Hypotheekrente is bij nieuwe hypotheekcontracten enkel aftrekbaar indien volgens tenminste een annuïtair schema wordt afgelost.

³ In het Verenigd Koninkrijk is ook geconstateerd dat de markt inventiever wordt met nieuwe hypotheekvormen en kosten die daarin worden verborgen.

⁴ Dit risico wordt ook door de Financial Services Authority (FSA) gesignaleerd.

2.2 Consumenten beleggen meer in complexe (gestructureerde) producten

In deze tijden zien we dat de rendementen voor de Nederlandse consument op de spaar-, obligatie- en aandelenmarkt relatief laag zijn, terwijl vermogensopbouw wel steeds belangrijker wordt voor Nederlandse huishoudens. Hierdoor sluiten de verwachtingen van de consument, die hetzelfde rendement wil behouden, niet aan bij het huidige aanbod in de markt. Consumenten beleggen daarom steeds meer in complexe financiële producten die een hoog rendement opleveren, waaronder *structured retail products*, ETP's, Turbo's, Speeders, Sprinters en CfD's. Ook ziet de AFM een toename in beleggen in edelmetaal, *forex* producten en vakantiehuisjes met 'gegarandeerd' rendement.

De complexe financiële producten kenmerken zich door risico's die onvoldoende transparant zijn. Zij hebben hoge (vaak verborgen) kosten. Dit schept verkeerde verwachtingen bij de consument. In het Verenigd Koninkrijk is geconstateerd dat het ook vaak gaat om gebundelde producten, wat meer complexiteit en intransparantie meebrengt. Voorbeelden zijn bankrekeningen en spaarrekeningen die met verzekerings- of beleggingsproducten worden afgesloten. Daarnaast is in het VK geconstateerd dat voorspellingen over het rendement van een beleggingsproduct niet doorlopend worden bijgesteld als gevolg van veranderende marktomstandigheden of verandering in de onderliggende waarde van het product. Daarnaast is ook in AFM toezicht gebleken dat de advisering over deze producten onder de maat is.

Door voornoemde kenmerken van complexe producten in combinatie met de slechte advisering is het risico op *mis-selling* groot. *Mis-selling* van deze producten kan het vermogen en vertrouwen van de consument in de financiële sector ernstig schaden, zoals we ook hebben gezien in de woekerpolisaffaire. Daarnaast leidt *mis-selling* mogelijk tot een ongewenste concentratie van complexe risico's in (retail)beleggingsportefeuilles. Dit kan op termijn leiden tot financiële instabiliteit.

In het kader van de nieuwe bevoegdheid op het gebied van toezicht op productontwikkeling zal het belangrijker worden om op dit onderwerp een bijdrage te leveren. Daarbij zal er ook een vertaling van deze risico's gemaakt moeten worden naar het toezicht op de kapitaalmarkt, waarbij in het kader van eerlijke en efficiënte kapitaalmarkten de verhandelbaarheid, de waardering, het zicht op verborgen risico's (staartrisiko's) en de impact op financiële stabiliteit van belang zijn.

2.3 Retail-regelgeving wordt meer Europees bepaald

De wetgeving voor kapitaalmarkten werd al gedomineerd door Europese wet- en regelgeving; de komende jaren zal Europese wet- en regelgeving ook steeds meer consequenties hebben voor de nationale regulering van de *retail*-sector. Daarbij geldt dat harmonisatie van regelgeving veelal in het belang is van de financiële sector en de consument omdat het bijdraagt aan een gelijk speelveld voor marktpartijen.

De Commissie heeft een sterke voorkeur voor maximum harmonisatie van deze regelgeving, waardoor lidstaten niet kunnen afwijken van wat is bepaald in Europese regelgeving. Voor kapitaalmarkten is dit – gezien de internationale dimensies – van cruciaal belang. Voor de *retail* sector zal goed moeten worden bekeken op welke gebieden maximum-harmonisatie gewenst is. Daarnaast speelt dat Europese regelgeving niet specifiek zal kunnen ingaan op bepaalde kenmerken van deze sector van een lidstaat. Dit betekent dat Europese regelgeving soms slecht kan aansluiten

op de Nederlandse markt. Ook brengt Europese regelgeving interpretatievraagstukken met zich mee die met andere lidstaten zullen moeten worden beslecht.

Waar Nederland vooruitloopt op andere lidstaten wordt het des te belangrijker onze inzichten te delen en uit te dragen om op deze wijze bij te dragen aan goede Europese regelgeving. Daarnaast zal het van belang zijn dat Europese regelgeving minimaal gelijk is aan of in ieder geval niet tegenstrijdig is met de Nederlandse wet- en regelgeving.

2.4 Marktpartijen veranderen bedrijfs- en verdienmodellen als gevolg van crisis en wetgeving

De financiële crisis en de omvangrijke herziening en uitbreiding van financiële wet- en regelgeving brengen mee dat marktpartijen hun verdien- en bedrijfsmodellen zullen moeten aanpassen, omdat die niet langer acceptabel zijn in de huidige maatschappelijke context. Daarnaast geven digitalisering en technologische vooruitgang marktpartijen de mogelijkheid meer hybride vormen van bedieningsconcepten⁵ te ontwikkelen (bijvoorbeeld tussenvormen als *'execution only plus advies'*, of *'advies light'*). De ontwikkelingen geven de sector kansen om te groeien en zich te ontwikkelen en zullen belangrijke positieve effecten hebben voor consumenten en financiële stabiliteit. De aanpassingen in bedrijfs- en verdienmodellen kunnen echter ook ingrijpend zijn en samen met de crisis druk op de instellingen leggen. De sector staat daarom ook bloot aan nieuwe risico's en gedragingen die niet in het belang zijn van de klant.

Ten eerste zien we dat ondernemingen uit noodzaak kostenbesparingen doorvoeren als gevolg van de crisis. Het bedrijfsmodel waarbij verliezen van het ene product worden goedgehaakt met de winsten van een ander product, is door de crisis niet meer succesvol. Een te sterke focus op kosten kan hier leiden tot een *'race to the bottom'*, waarbij de nadruk komt te liggen op het halen van *targets* en agressieve verkoopstrategieën. Bij een *race to the bottom* zullen ondernemingen meer producten aan één klant slijten, wat de kans op *mis-selling* vergroot. De kostenbesparingen zullen ook ten koste gaan van de dienstverlening (denk aan advies op maat en afhandeling van bijvoorbeeld klachten).⁶ De focus van deze partijen kan verschuiven naar meer welvarende klanten of een kwetsbare groep.

Ten tweede zorgt nieuwe wet- en regelgeving ervoor dat ondernemingen hun bedrijfs- en verdienmodellen moeten aanpassen. Het gaat met name om wetgeving die ziet op het provisieverbod, de zorgplicht, productontwikkeling, beperkte hypotheekrenteaf trek maar ook Europese wetgeving zoals *Solvency II*. De wettelijke verankering van deze regels zal grote impact hebben op de verdienmodellen van ondernemingen. Producten die bijvoorbeeld voorheen waren gesubsidieerd door de hypotheekrenteaf trekregeling, moeten worden vervangen door nieuwe producten die het wegvallen van het fiscale voordeel moeten goedmaken.

Ook het provisieverbod heeft grote impact op het verdienmodel van financieel dienstverleners, (bank)beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen. Mogelijk gaat een groot aantal

⁵ In het bedieningsconcept staat hoe een organisatie klanten bedient. Dit in de breedste zin van de betekenis. Wanneer een bedrijf haar klanten anders wil bedienen, dan dient zij alle elementen uit het bedieningsconcept te evalueren.

⁶ In de VK is ook geconstateerd dat kleine dienstverleners en banken die kopje onder gaan worden overgenomen door grotere partijen en dat dit de dienstverlening aan de consument niet ten goede komt.

beleggingsondernemingen kopje onder door deze regelgeving en zullen de risico's op fraude bij financieel dienstverleners toenemen.

De komst van deze regelgeving zwengelt daarnaast een diepere discussie aan over de toekomst van de markt voor beleggingsdienstverlening en het nut en de noodzaak van nieuwe regels. Daarnaast betekent *Solvency II* dat verzekeraars hun bedrijfsmodellen moeten aanpassen en hun producten moeten aanpassen, vernieuwen en/of afbouwen. De aanpassingen hebben directe gevolgen voor de consument. Daarnaast is de consument in tijden van crisis gevoelig voor 'goedkope' alternatieven voor hun (afgesloten) verzekeringen. Zij kunnen ook gemakkelijker worden verleid tot het kopen van goedkope producten die weinig toegevoegde waarde bieden.⁷

Tot slot brengt de technologische vooruitgang nieuwe veranderingen met zich mee. Door concurrentie in de markt en de noodzaak tot kostenbesparingen zullen partijen technologie en hybride vormen van bedieningsconcepten inzetten om zich te onderscheiden en efficiënter te worden. Dit vraagt hoge kwaliteit van bijvoorbeeld geautomatiseerde modellen. In het VK is door de FSA gesignaleerd dat er bijvoorbeeld meer gebruik wordt gemaakt van geautomatiseerde modellen. Deze modellen roepen ook vragen op over belangenverstremming (wie heeft baat bij gebruik van het model?). Risico is dat een tunnelvisie ontstaat bij de adviseur, omdat hij niet verder kijkt dan het model. Ook hebben deze modellen verborgen kosten.

Verschuivingen in de markt als gevolg van kostenbesparingen, regelgeving en technologie zullen goed in de gaten moeten worden. Het risico is groot dat bij prioritering het klantbelang onderop raakt. Het toezicht zal hierop moeten worden aangepast.

2.5 Pensioensector onder druk

De pensioensector staat onder druk door een combinatie van factoren. De levensverwachting neemt toe en tegelijkertijd worden pensioenfondsen geconfronteerd met dalende beleggingsresultaten en dekkinggraden. Pensioenopbouw wordt onvolledig of niet geïndexeerd, in veel gevallen wordt er zelfs gekort. Daardoor vangen deelnemers steeds vaker de tegenvallers op en worden zij geconfronteerd met een lager pensioeninkomen. Deelnemers daarentegen vertrouwen nog altijd op eerste en tweede pijler-pensioen. Zij hebben te hoge verwachtingen van het toekomstige pensioen. Wat betreft de derde pijler worden ook problemen gesignaleerd op het gebied van kostenefficiëntie en begrijpelijkheid van producten en bij advisering.

De pensioensector kampt daarnaast met structurele problemen in het stelsel. Het pensioenstelsel werkt onvoldoende efficiënt door de vele fondsen en de complexe regelingen. De *governance* bij pensioenuitvoerders en vereiste deskundigheid voor de uitvoering en het vermogensbeheer van complexe regelingen zijn vaak onder de maat. Het stelsel wordt gekenmerkt door hoge kosten die ten koste gaan van de pensioenopbouw. Veel pensioenfondsen zullen de verplichtingen op een of andere manier moeten herzien om de toekomstbestendigheid van het stelsel te borgen en daarbij de consument de gewenste transparantie te geven. De maatregelen om de problemen in de sector

⁷ Dit heeft de FSA geconstateerd bij verzekeraars. De FSA signaleert daarbij de volgende 3 specifieke risico's: Consumenten beoordelen verzekeringen op prijs, zonder rekening te houden met het verschil in kwaliteit, latere verborgen kosten en de dekking van de verzekering; Verzekeraars / dienstverleners verkopen verzekeringen die met andere producten kunnen worden gebundeld, maar die van weinig toegevoegde waarde zijn in combinatie met dit product en voor de consument. Kosten voor de consument zijn relatief laag, maar de *margins* hierop voor de aanbieder zijn hoog; Verzekeraars bieden meer algemene verzekeringen aan waar de consument niet veel aan heeft.

effectief te mitigeren en het stelsel toekomstbestendig te maken, zullen vele jaren in beslag gaan nemen. De politiek neemt een afwachterende houding aan en geeft nog geen antwoord op de grote problemen waar de sector voor staat.

Deze ontwikkelingen brengen veel onrust in de markt. Het draagvlak voor de pensioensector staat onder druk. Dit raakt het vertrouwen in verschillende spelers en in het systeem als geheel. Samenleving en toezichthouders kijken kritischer naar de manier waarop de tweede pijler pensioensector functioneert. Consumenten zullen breder moeten kijken naar mogelijkheden om hun oude dag te plannen. Daar horen ook vragen bij over de aflossing van de hypotheek en het beleid dat de overheid daarvoor maakt.

Bovenstaande vraagt om een actieve rol van de AFM in de discussie over het pensioenstelsel, het tweede en derde pijler-stelsel. Daarbij zal de focus zijn op eerlijke uitkomsten voor deelnemers, transparantie in het algemeen en eigen verantwoordelijkheid van de deelnemer.

2.6 Financiële debacles in de publieke en/of professionele sector

Recent is de dienstverlening aan – en de professionaliteit van – de professionele belegger onder de aandacht gekomen door financiële debacles in de (semi-)publieke sector. Gebleken is dat er een grote diversiteit aan publieke en andere ‘professionele’ beleggers is die bereid zijn geweest om in complexe financiële producten te stappen. Daarbij is het de vraag of deze partijen in staat zijn geweest de risico's te voorzien. Onder professionele beleggers die complexe producten of diensten hebben afgenomen is een groot verschil in de mate van professionaliteit op het gebied van *governance*, kennis, expertise en ervaring met deze producten. Het publieke debat over de recente schandalen heeft enerzijds draagvlak gecreëerd voor bescherming van bepaalde professionele instellingen (waaronder publieke). Anderzijds heeft het de verwachting gecreëerd dat de AFM hier een rol zal moeten innemen. Een herziening van de rol van de AFM en een toezichtstrategie zijn daarbij onvermijdelijk.

3 Relevante ontwikkelingen voor doelstelling 2: De AFM ziet toe op een eerlijke en efficiënte werking van de kapitaalmarkten

3.1 Nadrukkelijk in beweging zijnde wet- en regelgeving voor accountantsorganisaties

De wet- en regelgeving voor accountantsorganisaties en externe accountants is nadrukkelijk in beweging. Eind 2011 heeft de Europese Commissie wetgevingsvoorstellen gepubliceerd voor de hervorming van het accountantsberoep. De nieuwe regels beogen vooral een versteviging van de onafhankelijke positie van de accountants(organisaties) die OOB's controleren. Deze herstructurering komt voornamelijk voort uit de zorg dat de kwaliteit van de accountantscontrole vaak onvoldoende is, en dat de accountant mede daardoor zijn rol in het maatschappelijk verkeer niet kan waarmaken. De in de afgelopen jaren gesignaleerde problemen en risico's ten aanzien van de kwaliteit van wettelijke controles zijn nog niet weggenomen. Er zal een gedragsverandering bij bestuurders van accountantsorganisaties en individuele accountants moeten worden bewerkstelligd, zodat de accountant zijn belangrijke 'poortwachterrol' kan waarmaken. Immers, hoe beter de accountant zijn werk doet, hoe beter de kwaliteit van financiële informatie is.

Tot de risico's dat de accountant zijn poortwachterrol niet kan waarmaken, behoren de onvoldoende professioneel-kritische houding en het onvoldoende oppakken van de rol in het management van risico's. Het toezicht op accountants zal de reeds ingezette lijn moeten doorzetten om de professioneel-kritische houding van de accountant te verbeteren, zodat de kwaliteit van de kerntaak, het uitvoeren van de wettelijke controles, omhoog gaat. Hier zal de benodigde deskundigheid van de accountant en de diepgang van controles moeten verbeteren. Ook zal de accountant zijn rol anders moeten gaan opvatten. Hieraan draagt de onafhankelijkheid van de accountant bij, net als het informeren van het publiek over risico's in de financiële sector en de transparantie over de controle en de uitkomst van de controle door de accountant. Aan de basis van deze veranderingen staat een verandering in de bereidheid van accountantsorganisaties om het *business model* daarop aan te passen.

Bestaande Europese regelgeving schrijft in het kader van de garantie van een *level playing field* tussen vergunninghouders voor dat eens per zes jaar er een verplichte controle van niet-OOB-vergunninghouders moet plaatsvinden. In Nederland zal deze controle in 2013 plaatsvinden.

Vaststaat dat het toezicht op accountants onder invloed van nieuwe regelgeving zal veranderen. Enerzijds gebeurt dit door nieuwe Europese regels en mogelijk dat hier met Nederlandse wetgeving op vooruit wordt gelopen. Dit zal ook van invloed zijn op onze toezichtstrategie.

3.2 Alsmaar groeiende technologisering in en complexiteit van de handel in financiële instrumenten

De handel in financiële instrumenten wordt gekenmerkt door groeiende complexiteit en een toenemend belang van technologie, met handelsnelheid als onderscheidende factor. Complexiteit onderscheidt zich in een grote verknoptheid van markten en handelsplatformen, het toenemende belang van technologie in de handel, de fragmentering van handelsplatformen en een blijvend groot aandeel van OTC-transacties buiten het blikveld van de toezichthouder. De groei van algoritme-handel (*algorithmic trading*, AT) en *high frequency trading* (HFT) in het bijzonder, laat zien dat

handelsnelheid nog altijd belangrijk is. Hiermee samenhangend vindt een verschuiving plaats van fundamentele naar kwantitatieve beleggingsstrategieën.

De technologische innovaties die AT en HFT hebben geïntroduceerd, stellen toezichthouders voor de uitdaging om nieuwe en complexe handelspatronen in kaart te brengen en te analyseren, evenals algoritmes te ontleden en de eigenschappen ervan te kwalificeren. Door de technologische en kennisasymmetrie tussen toezichthouder en markt is het vooralsnog lastig marktmisbruik en/of marktmanipulatie door HFT'ers te kunnen vaststellen. Dit brengt het risico met zich mee van het ongestraft kunnen manipuleren van de markt. De kennis van de interactie tussen verschillende algoritmes en van de mogelijk versterkende rol van HFT'ers in het verspreiden van prijs- of liquiditeitsschokken, is relatief beperkt. De schade van programmeerfouten in geautomatiseerde handelsstrategieën is in potentie enorm. Om het toezicht toekomstbestendig te maken is het van belang dat de kenniskloof met de markt wordt verkleind.

Het groeiend aandeel van AT en HFT heeft ook invloed op de liquiditeit. Er worden tenminste drie effecten onderscheiden. Ten eerste verkleint HFT de *spreads*. In de tweede plaats kan het de traditionele *market makers* op de beurs en handelsplatformen verdrijven, waardoor het karakter van de liquiditeit verandert. Daarnaast is een vaak gehoorde bijkomstigheid van HFT'ers dat zij *ghost liquidity* verschaffen. Hiermee wordt bedoeld dat door HFT'ers ingelegde orders een onduidelijk beeld geven van de werkelijke diepte van het orderboek. Het effect van *ghost liquidity* op marktcondities is niet helder, evenals of en hoe de AFM hierop zal moeten ingrijpen.

3.3 EMIR

Op 27 juli 2012 is de Verordening inzake de *European Market Infrastructure Regulation* (EMIR) in het Publicatieblad van de EU gepubliceerd. Uiterlijk september 2012 zal ESMA de Europese Commissie adviseren over de inhoud van technische standaarden (die uitwerking geven aan een groot aantal onderwerpen) die nodig zijn voor de inwerkingtreding van deze regels. Vanaf 2013 gaat de AFM (deels) toezicht houden op *Central Counter Parties*, de (bilaterale) afwikkeling van derivatentransacties en de meldplicht daarvan. De AFM bereidt thans de inrichting van deze uitbreiding van het toezicht voor.

Via EMIR wordt het centraal afwikkelen (*clearen*) van gestandaardiseerde derivaten verplicht gesteld, waarmee tegenpartijrisico's worden verminderd. Ook wordt de *post-trading* infrastructuur versterkt door harmonisatie en uitbreiding van regels voor centrale tegenpartijen (CCP's), met het oog op versterking van het risico-management.

Harmonisatie van toezichteisen staat ook centraal bij een verordening op het gebied van centrale effectenbewaarinstellingen (*Central Securities Depositories*, ofwel CSD's). Deze zal naar verwachting niet eerder dan 2014 in werking treden. Op dat moment zal de gehele keten van handel (MiFID), *clearing* (EMIR) en *settlement* (CSD) worden bestreken door Europese regelgevende kaders.

De risico's van de handel die buiten de beurzen om gaat (de zogenoemde *over the counter*, OTC handel) blijken voor beleggers, marktpartijen en toezichthouders niet inzichtelijk genoeg, zo is bij aanvang van de financiële crisis in 2007 gebleken. Het is niet helder waar de risico's zitten. Ook de omvang van producten en posities is onduidelijk. Via de EMIR-regelgeving wordt voorgeschreven dat gegevens over transacties in OTC-derivatencontracten aan zogenoemde *trade repositories* (ofwel

‘data-pakhuizen’) moeten worden gerapporteerd. Deze *trade repositories* zullen onder toezicht van ESMA komen. Toezichthouders zullen, waar relevant, toegang krijgen tot de opgeslagen data.

3.4 AIFM

Halverwege 2013 treedt de richtlijn voor *Alternative Investment Fund Managers* (AIFM) in werking. Hiermee zullen (professionele) marktpartijen onder AFM-toezicht komen die nu nog niet onder toezicht zijn gesteld. Denk bijvoorbeeld aan *hedge funds* en *private equity* fondsen. Vanuit de zorg voor systeemrisico's die kunnen worden verspreid en verstrekt door grote beleggingsfondsen, heeft de Europese Commissie besloten deze instellingen te reguleren en de beleggers beter te beschermen.

De nieuwe richtlijn stelt eisen aan de beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen. Zij moeten een vergunning aanvragen en voldoen aan eisen aan het minimumkapitaal en de betrouwbaarheid en deskundigheid van de dagelijks-beleidsbepalers. Daarnaast zijn er regels voor het hebben van een adequaat activiteitenprogramma, de AO/IC en het beloningsbeleid. Ook zal informatie moeten worden verschaft over de beleggingsstrategieën, de eigenschappen van de beheerde beleggingsinstellingen, eventuele uitbesteding. Daarnaast zal een onafhankelijke bewaarder moeten worden aangesteld.

Naast de regels voor vergunningverlening stelt de richtlijn ook “doorlopende” eisen, over het voorkomen van belangenconflicten, een passend risico- en liquiditeitsbeheer, een onafhankelijke waardering van de activa, transparantieplichtingen, het gebruik van *leverage* en bepalingen over de verkrijging van zeggenschap.

De AIFM-richtlijn is in beginsel gericht op de professionele beleggers, maar er is ook ruimte om regels te stellen voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen die aan consumenten aanbieden. In Nederland hebben dergelijke beheerders momenteel al een vergunning op grond van de Wft. Het ministerie van Financiën heeft ervoor gekozen dat de beheerders van deze beleggingsinstellingen ook onder de AIFM-richtlijn gaan vallen. Zij zullen straks hun Wft-vergunning moeten omzetten in een AIFM vergunning. Voor deze instellingen zullen nog wat extra regels gaan gelden om de *retail* belegger voldoende te beschermen.

Na inwerkingtreding van de AIFM-richtlijn zullen daarmee verreweg de meeste beheerders van beleggingsinstellingen onder toezicht staan. Alleen wanneer het totaal beheerd vermogen klein blijft (afhankelijk van de *leverage* onder de 100 of 500 miljoen euro) en er niet aan consumenten wordt aangeboden (onder de 100.000 euro per deelneming) voldoet een registratie bij de AFM en zal er geen doorlopend toezicht zijn.

3.5 CRA's blijven belangrijk

In de kredietcrisis is bij *credit rating agencies* (CRA's) gebleken dat het beoordelingsproces niet transparant is, dat er een gebrek aan inzicht in de *performance* en betrouwbaarheid van *ratings* is en dat de gebruikte modellen gebrekkig zijn, mogelijk in combinatie met onvoldoende ervaren personeel. Daarnaast was en is de afhankelijkheid van en vertrouwen op *ratings* te groot gebleken. Geconcludeerd mag worden dat ratings door CRA's vaak geen volwaardig substituut zijn voor een gedegen eigen risicoanalyse.

Hierbij dient echter wel te worden opgemerkt dat voor marktpartijen die zelf geen gedegen risicoanalyse kunnen doen, zoals bijvoorbeeld kleine banken, er niet altijd substituten voor ratings voor handen zijn. Het toezicht is sinds 2011 bij ESMA belegd, maar het is van belang dat de AFM nauwkeurig de ontwikkelingen in deze deelmarkt en in bijbehorende regelgeving nauwkeurig blijft volgen. Net als accountants vervullen CRA's een belangrijke poortwachterfunctie in de financiële markten.

3.6 Financiële verslaggeving

Financiële verslaggeving van hoge kwaliteit verkleint de informatieasymmetrie tussen vragers en aanbieders van kapitaal, en verkleint daarbij in potentie de kapitaalkosten. Het is belangrijk dat een realistische afspiegeling van assets en verplichtingen van een (financiële) onderneming in de financiële verantwoording wordt opgenomen. De financiële crisis heeft laten zien dat meer eenduidigheid in de internationale boekhoudregels gewenst is.

Daarbij is het van belang dat de FASB (*US Gaap*) en de IASB (*IFRS*) met eenduidige verslaggevingregels komen. Het ziet er naar uit dat de verschillen in beide standaarden worden overbrugd, maar dit proces duurt langer dan wenselijk en laat eenduidige internationale verslaggevingregels langer op zich wachten. Hierbij kan in ieder geval worden geconstateerd dat de toepassing van verslaggevingstandaarden internationaal niet eenduidig is, los van de verschillende gebruikte standaarden. Oorzaken hiervan zijn cultuur-, interpretatie- en handhavingverschillen. In Europa is hier een belangrijke rol weggelegd voor ESMA.

Door de aanblijvende economische laagconjunctuur en de daarmee samenhangende stroef functionerende markt voor commercieel vastgoed is de betrouwbaarheid van de waardering van vastgoed in financiële verslaggeving een risico. Niet realistische waardering van vastgoed maakt bedrijfsresultaten met vastgoed op de balans niet volledig betrouwbaar. Ook wordt de financiële positie mogelijk gunstiger voorgesteld dan dat deze in werkelijkheid is. Het herstel van de markt wordt bemoeilijkt door oplopende en gedeeltelijk structurele leegstand, gestaag dalende vastgoedprijzen, verslechterde economische omstandigheden en gedeeltelijk structurele leegstand.

Hierbij bestaat ook nog het risico dat bij een dalende waarde van het onderpand een volledige terugbetaling van leningen in gevaar komt. Dit vormt een risico voor verzekeraars en pensioenfondsen die beleggen in vastgoed.

Voor 2013 zal de waardering van vastgoed en de bijbehorende toelichting van de onderneming, net als in 2012, een belangrijk onderwerp zijn in de financiële verslaggeving.

Een betrouwbaar inzicht in de activiteiten, de resultaten en de leningportefeuille is van belang in het kader van de mogelijke invoering van een Europese bankenunie, waarbij alle Eurolanden aansprakelijk zijn voor eventuele tekorten bij Europese banken en Europees toezicht op banken een voorwaarde lijkt te zijn. Tot nu toe lijkt de discussie over integraal Europees banktoezicht zich vooral te richten op de soliditeit van banken. Wij zien het risico dat gedragstoezicht voor een belangrijk deel langs nationale lijnen blijft georganiseerd. Ook daar zal een reuzensprong naar Europees gedragstoezicht nodig zijn.

De Europese banken dienen zich in deze mogelijke bankenunie te verantwoorden. Hiervoor is uniform toezicht nodig op de toepassing van verslaggevingstandaarden (IFRS) en de verantwoording door banken in Europa. Uniform en gecentraliseerd toezicht zijn dus ook nodig op de accountants van de banken. De AFM draagt ook bij aan de discussie vanuit het perspectief van het toezicht op financiële verslaggeving en accountants. .

4 Relevante ontwikkelingen voor doelstelling 3: De AFM draagt bij aan de stabiliteit van de financiële markten

4.1 Nederlandse sector raakt meer geconcentreerd

De uitwerking van nieuwe financiële regulering op (Nederlandse) marktpartijen zou onder meer kunnen leiden tot ongewenste marktconcentratie. De verwachting is dat kleine partijen niet kunnen voldoen aan de omvangrijke hoeveelheid strenge regels en eisen aan financiële ondernemingen. Deze (onbedoelde) indirecte effecten van nieuwe regulering leidt tot het creëren van *too big to fail* instellingen en bijbehorend *moral hazard*. Naast marktmacht kunnen daaruit ook systeemrisico's voortkomen.

Het financieringsgat bij Nederlandse banken is relatief groot; het opgehaalde spaargeld is niet toereikend om de Nederlandse hypotheek te kunnen financieren. Dit maakt banken afhankelijk van alternatieve financieringsbronnen. In het verleden was marktfinanciering met een korte looptijd een goedkope manier om dit gat te dichten. Basel III-regelgeving vereist dat het financieringsgat wordt gedicht met duurdere lange financiering, bijvoorbeeld via de uitgifte van gedekte obligaties. Anders gezegd, gegeven het financieringsgat maakt nieuwe regulering Nederlandse banken kwetsbaarder voor ontwikkelingen op de kapitaalmarkt. Ook is de gemiddelde hefboom van Nederlandse banken hoog in vergelijking met die van banken in andere landen. Ook vormt de omvang en de concentratie van de Nederlandse bancaire sector een systeemrisico voor de Nederlandse overheid. Gegeven de rol in het bevorderen van financiële stabiliteit en de grotere afhankelijkheid van de Nederlandse financiële sector van de kapitaalmarkt, zal de AFM gedwongen zijn na te denken over hoe om te gaan met *too big to fail* instellingen.

4.2 Schaduwbankieren

Schaduwbankieren is behoorlijk gegroeid tijdens de kredietcrisis en wordt door onder andere de Europese Commissie, de Financial Stability Board (FSB) en de internationale organisatie IOSCO gezien als een mogelijke bron voor het ontstaan van nieuwe crises.

Het begrip schaduwbankieren is nog relatief nieuw. Mede daardoor is er veel discussie of, en zo ja, hoe schaduwbankieren gereguleerd moet worden. Schaduwbankieren is een verzamelnaam voor een grote verscheidenheid aan diensten en producten. Per dienst of product is een specifieke benadering nodig. Voor de AFM relevante voorbeelden zijn *securities lending*, uitgifte van ETFs, securitisaties, *money market funds* en bepaalde typen *hedge funds*. Als gemene deler is aan te wijzen, dat dit bancaire activiteiten zijn die buiten het reguliere financiële systeem worden verricht en daarmee grotendeels buiten het (directe) blikveld van de toezichthouder vallen.

De omvang van het Nederlandse schaduwbankwezen is substantieel, maar minder groot dan de internationale statistieken doen suggereren. Een aanzienlijk deel van de Nederlandse schaduwbankieractiviteiten, zoals die verschijnen in de statistieken, is dan ook toe te schrijven aan kredietverlening binnen eenzelfde *holding*. Dit zijn vaak activiteiten die als minder risicovol benaderd kunnen worden door een relatief geringe verwevenheid met het financieel systeem en geringe informatieasymmetrie. Echter, ook buiten deze activiteiten heeft het Nederlandse financiële systeem belangrijke afhankelijkheden met het systeem van *shadow banking*. De specifieke structuur van vermogensopbouw van Nederlandse particulieren, bijvoorbeeld – waarbij potentieel spaargeld voor

een groot deel in pensioenfondsen wordt belegd – zorgt voor een verhoogde aandacht voor bepaalde schaduwbankieractiviteiten.

Voor goed toezicht op schaduwbankieren is meer samenwerking tussen prudentieel toezichthouders en markt- en gedragstoezichthouders nodig. Veel schaduwbanieractiviteiten zijn niet binnen een van beide toezichtsgebieden te plaatsen; zij vergen een gezamenlijke aanpak. Het ministerie van Financiën geeft in reactie op de consultatie van de Europese *Green Paper on Shadow Banking* aan dat er, naast het prudentieel toezicht, ook een belangrijke rol is voor het markt- en gedragstoezicht. Dit vloeit ook logisch voort uit de vier pijlers van het toezicht op de kapitaalmarkten, namelijk allocatie van kapitaal, herverdeling van financiële risico's, waardebeoordeling van financiële risico's en liquiditeitsverschaffing.

Producten worden steeds complexer gecompliceerder. Dit maakt het steeds lastiger de volledige risico's van producten transparant te maken. Beleggers lopen bijvoorbeeld soms een 'staartrisiko', dat zich pas uit bij een samenkomst van ongunstige factoren. Een dergelijke ontwikkeling kan met name worden versterkt wanneer klassieke *funding* van financiële partijen verschuift naar beleggers en er geen buffers zijn opgebouwd om de risico's op te vangen. Standaardisatie kan een oplossing zijn om producten eenvoudiger en transparanter te maken, maar alleen op voorwaarde dat hieraan een gedegen kwaliteitscontrole ten grondslag ligt. Daarom is het belangrijk dat de rol van de transparantietoezichthouder goed vervuld kan worden, ook binnen het domein van schaduwbankieren.

Voor de markttoezichthouder is ook een belangrijke rol bij het borgen van een goede prijsvorming van financiële instrumenten, bij de liquiditeitsverschaffing die daarbij hoort en bij het goed functioneren van financiële infrastructuur. Ook voor het toezicht op schaduwbankieren is de verhandelbaarheid en de waardebeoordeling van producten een belangrijk aandachtspunt.

4.3 Nieuwe marktinitiatieven om liquiditeit te creëren

Onder meer door verscherpte eisen aan de kapitaalbuffers van banken (Basel III) vindt er een verschuiving plaats van *bank-based funding* naar *market-based funding*. In voorbereiding op Basel III gaan banken *deleveragen*, hetgeen het vertrouwen in de banken kan laten toenemen. De andere kant van de medaille is dat banken terughoudender worden met het verstrekken van krediet, wat tot financieringsproblemen kan leiden voor bedrijven die op zoek zijn naar kapitaal, zoals het MKB.

De ECB heeft de *LTRO* in het leven geroepen om bankfinanciering te stimuleren en zo de economie draaiende te houden. Het is echter de vraag of banken deze fondsen daarvoor gebruiken. De markt zoekt ondertussen naar alternatieven voor bankfinanciering, waarbij de AFM zal moeten waken over de transparantie van de risico's die deze financiering met zich meebrengt.

Nederlandse financiële instellingen zullen moeten werken aan hun toekomstbestendigheid, waarbij zij rekening dienen te houden met een zwak economisch herstel. Marktfunding, belangrijk voor het Nederlandse bankwezen, zal door de financiële crisis en economische laagconjunctuur schaarser, duurder en onzekerder worden. Daarnaast zijn Nederlandse banken ook kwetsbaarder voor vertrouwensverlies. In hetzelfde daglicht staat ook de kapitaalspositie van de levensverzekering- en pensioensector al geruime tijd onder druk.

Als funding instrument zijn securitisaties belangrijk voor Nederlandse marktpartijen. Op zowel nationaal als Europees niveau zijn marktinitiatieven gestart om de securitisatie-markt, die door de

crisis een slecht imago heeft gekregen, nieuw leven in te blazen. Marktpartijen, en ook IOSCO, bekijken nu hoe deze markt transparanter en meer gestandaardiseerd kan worden. Daarbij wordt ook gekeken naar de *covered bonds* markt (gedekte obligaties): *Covered bonds* worden door beleggers (onterecht) als goede belegging gezien, terwijl deze markt niet-transparant is met betrekking tot de risico's. Binnen Europa bestaat geen consensus over hoe de markt van *covered bonds* transparanter kan worden gemaakt. Per individueel land worden verschillende initiatieven genomen om deze markt transparanter te maken. Daarnaast bepalen de Verenigde Staten hun eigen koers met betrekking tot deze producten zonder rekening te houden met de Europese markt.

Securities lending wordt intensief gebruikt door financiële instellingen zoals banken en beleggingsinstellingen. De prikkels voor de uitlenende partij is enerzijds het genereren van extra rendement op stukken die op de plank liggen, en anderzijds het ontwijken van dividendbelasting. Daarnaast zijn er effecten op de werking van de kapitaalmarkt. *Securities lending* helpt marktpartijen met hun risicomanagement, zorgt voor meer liquiditeit in de markt, biedt de mogelijkheid aan partijen om op kunstmatige wijze te voldoen aan wettelijke (prudentiële) regels, en om (speculatieve) shortposities in te nemen.

De AFM heeft in het kader van de schulden crisis een verkenning uitgevoerd, waarbij de transparantie van de risico's en kosten van *securities lending* richting de eindbelegger een belangrijk discussiepunt is geweest.

De belangrijkste risico's voor het eerlijk, efficiënt en stabiel functioneren van de markt zijn het failleren van de partij die de stukken inleent. Waarschijnlijk vallen de ingeleende stukken dan in de boedel, waardoor de uitlener (beheerder) het onderpand in bezit krijgt. Dit onderpand kan echter, zeker gezien de recente ontwikkelingen op de financiële markten, onvoldoende blijken of van slechte kwaliteit zijn. Veelal bestaat het onderpand uit staatobligaties. Wanneer de kredietwaardigheid naar beneden wordt bijgesteld door een *rating agency* leidt dit tot een waardedaling van het onderpand. Het is dus belangrijk voor de toezichhouder om te controleren in hoeverre beheerders deze risico's (o.a. door *real-time monitoring* van tegenpartij-risico, over *collateralization* en *monitoring* van marktprijzen) goed managen, zodat beleggers niet gedupeerd worden door het uitleengedrag van de beheerder.

De opbrengsten van het uitlenen van effecten komen vaak slechts ten dele ten gunste van beleggers. Beleggers lopen echter wel het volledige risico (zeker in de huidige volatiele markten), maar delen niet altijd voor 100% in de opbrengsten. Ook kan door *securities lending* de *leverage* op een beleggingsportefeuille (indirect) sterk toenemen. Dit kan ertoe leiden dat het oorspronkelijke risicoprofiel van beleggingsfondsen sterk (negatief) kan wijzigen (denatureren).

Beleggers zijn vaak niet op de hoogte van deze risico's omdat deze risico's niet transparant worden gemaakt. De AFM zal nauwlettend deze ontwikkelingen moeten blijven volgen. Op Europees niveau wordt nagedacht of een richtlijn dan wel een verordening uitkomst zou kunnen bieden voor het probleem. Waar nodig zal de AFM een bijdrage leveren. Daarbij proberen wij te voorkomen dat teveel met een *one-size-fits-all* benadering wordt gereageerd op deze ontwikkelingen.

4.4 Nieuwe eisen in wet- en regelgeving leiden tot specifieke risico's in de kapitaalmarkt

De verplichte centrale *clearing* van gestandaardiseerde OTC-derivatentransacties die per 2013 zal worden ingevoerd, kunnen gepaard gaan met de vorming van een systeemrisico. Deze 'onbedoelde' consequenties van regelgeving komen voort uit:

1) CCP's zijn *too big to fail* doordat ze grote volumes *clearen* en verknoopt zijn in het financiële systeem;

2) CCP's kennen door hun specialisatie en specifieke dienstverlening weinig concurrentie. De verknoptheid in het financiële systeem, alsook de *too big to fail* eigenschap, maken dat CCP's steeds belangrijker worden in de keten.

De krediet- en schulden crisis hebben wederom aangetoond dat er geen volledig risicovrije assets bestaan. Verhoogde onzekerheid in de financiële markten, de hervormingen in regelgeving en de crisis-gerelateerde reacties van overheden en centrale banken doen de vraag naar assets met een laag risicoprofiel, zoals sommige staatsobligaties, toenemen. Aan de aanbodzijde slinkt het aantal landen waarvan staatspapier als veilig wordt beschouwd. Er is daardoor een opwaartse druk op de prijzen van de overgebleven veilige assets. Nieuwe regelgeving moet flexibel worden ontworpen en gefaseerd worden ingevoerd om een ongebalanceerde en schokkerige transitie van prijzen van *safe assets* naar een nieuw (prijs)evenwicht te beperken, en zo onnodige welvaart verliezen te voorkomen.

Ook in deze context blijft het debat over het transparanter maken van de risico's en werking van *Credit Default Swaps*, van groot belang, vanuit zowel nationaal als internationaal perspectief. Het ontbreken van transparantie in de markt is een belangrijk *issue*, zoals de discussie rondom de Griekse *non-default* heeft aangetoond. Enerzijds blijkt het moeilijk vast te stellen, voor zowel marktpartijen als toezichhouders, welke partijen CDS posities hebben. Anderzijds is het proces van de vaststelling of sprake is van een *credit event* diffuus:

Het *credit event* comité van ISDA bepaalt wanneer een gebeurtenis een *credit event* is of niet. Dit comité heeft dus veel macht en is niet onomstotelijk onafhankelijk. Beter en onafhankelijk toezicht op dit proces zou gewenst zijn. Voor het efficiënt functioneren van de markt is een risico dat scheve *exposures*, waarbij de mogelijkheid bestaat dat beschikbaar onderpand kleiner is dan de waarde van uitstaande CDS-en, kan leiden tot marktverstoringen en financiële instabiliteit.

Tot slot, de extraterritoriale werking van nieuwe financiële wet- en regelgeving die wordt geïmplementeerd in zowel de Verenigde Staten als in Europa, sluit mogelijk onvoldoende op elkaar aan. Dit kan effect hebben op de concurrentiepositie van financiële ondernemingen die mondiaal actief zijn, maar ook op de concurrentiepositie van financiële ondernemingen in Nederland.