

01

Trends



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





1.1 Macro-economisch klimaat

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

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

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

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

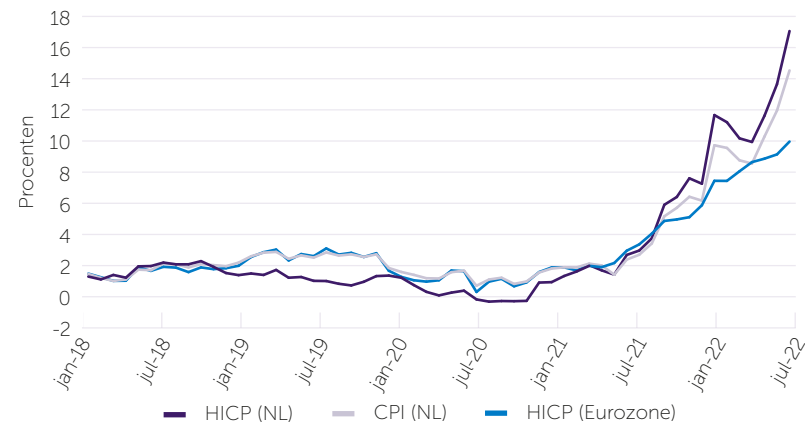
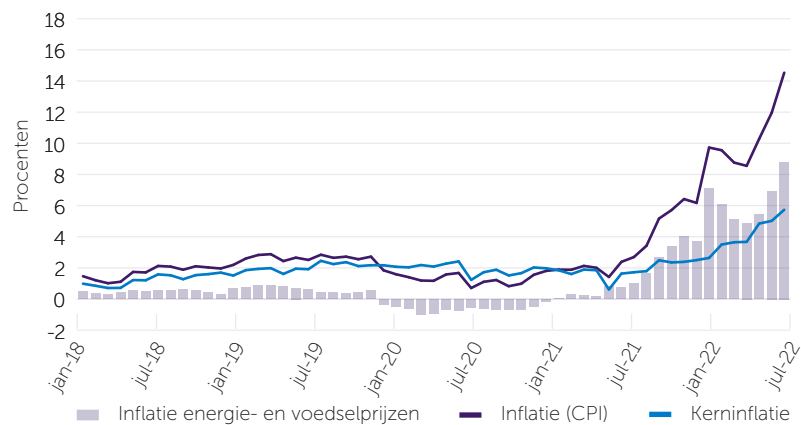
De geopolitieke spanningen en verslechterde macro-economische condities hebben grote impact op het vertrouwen van de consument in de economie. Het consumentenvertrouwen daalt dit jaar sterk, waarbij laagte-records uit het verleden worden verbroken. Momenteel schommelt het consumentenvertrouwen rond de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

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

² ['Consumptie huishoudens groeit met ruim 6 procent in juli'](#), CBS, september 2022.

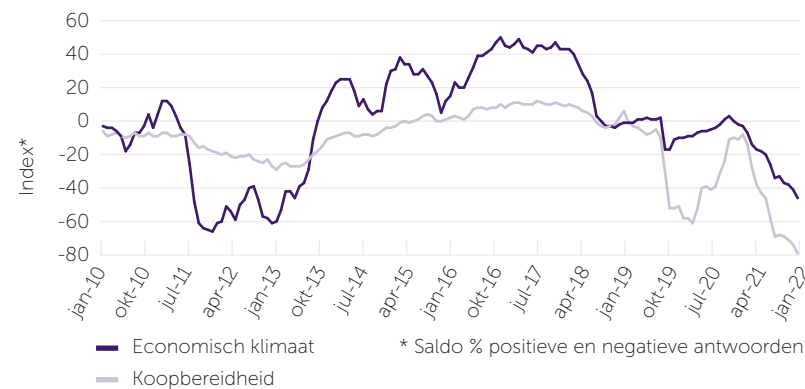
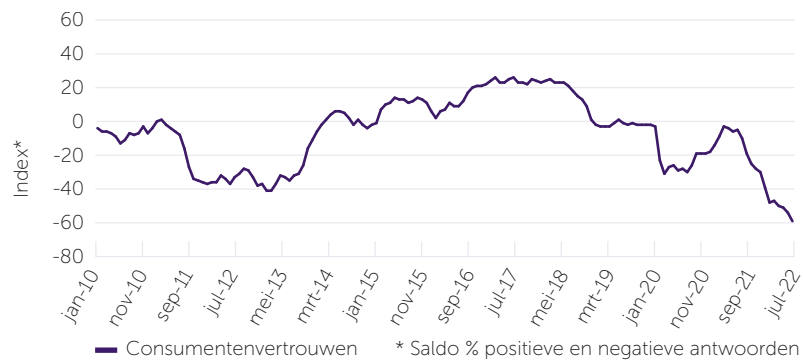


Figuur 1. Links: Sterke stijging van de Nederlandse inflatie (CPI), voornamelijk gedreven door hoge energieprijsen. Rechts: Ook in de eurozone stijgt de inflatie, maar niet zo hard als in Nederland.³



Bron: CBS, Eurostat, Macrobond.

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



Bron: CBS, Eurostat, Macrobond.

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



Stijgende rente

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

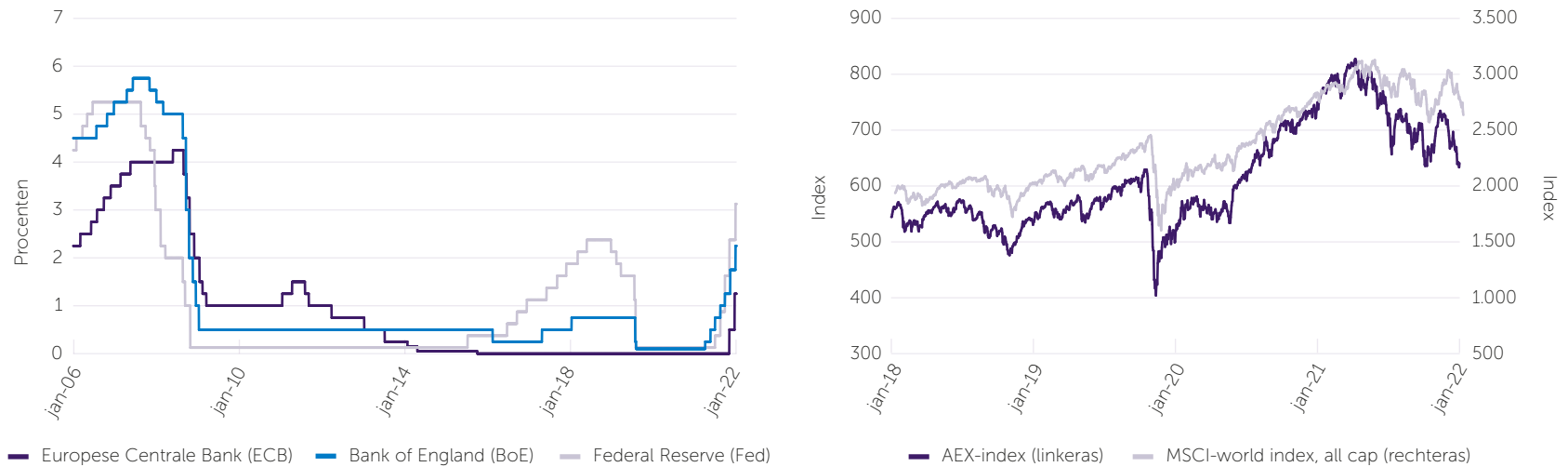
Voor centrale banken is de aanhoudend hoge inflatie aanleiding om de beleidsrente te verhogen. Een aantal centrale banken, waaronder de ECB, de Fed en de Bank of England hebben als doel om prijsstabiliteit te handhaven. Zij streven daarbij naar een inflatie van 2% op middellange termijn. Op deze manier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

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

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



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



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

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

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

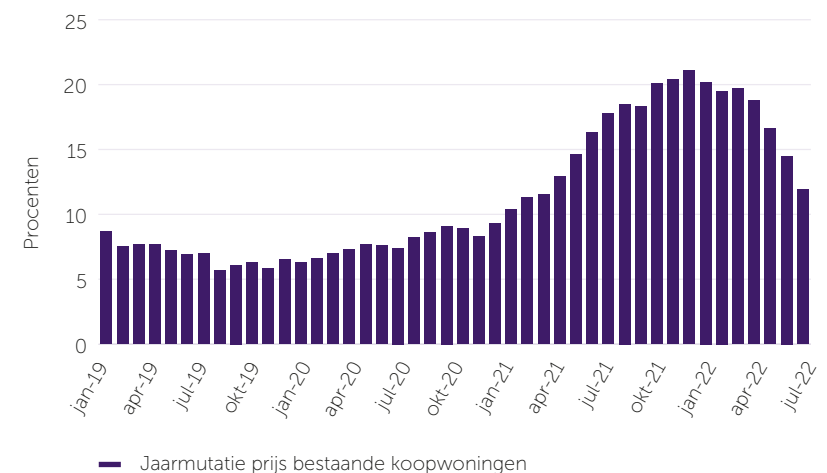
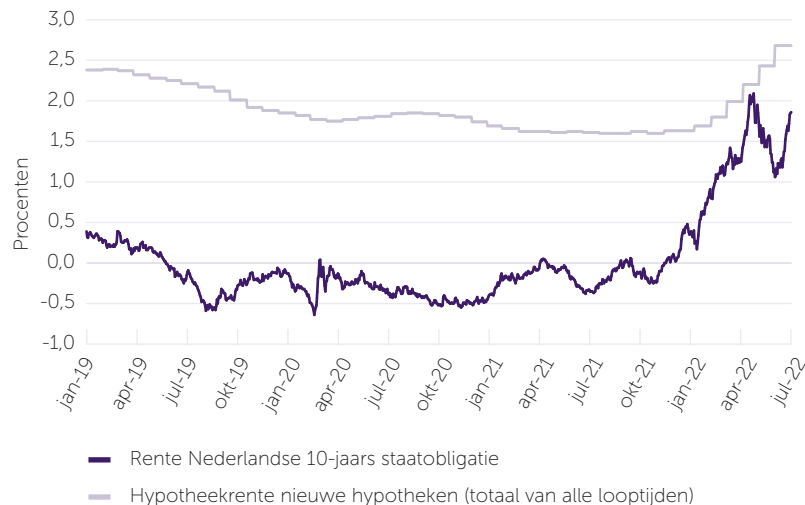
De stijgende rente leidt waarschijnlijk op termijn tot een vermindering van de druk op de woningmarkt. De opgelopen kapitaalmarktrente werkt door in onder andere de hypotheekrente (zie figuur 4, links). Waar de gemiddelde rente op een hypotheek met looptijd van 20 jaar eind 2021 rond de 1,8%



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

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

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



Bron: CBS, Macrobond.

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

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

⁷ 'Verkooprijzen bestaande koopwoningen', CBS StatLine.

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



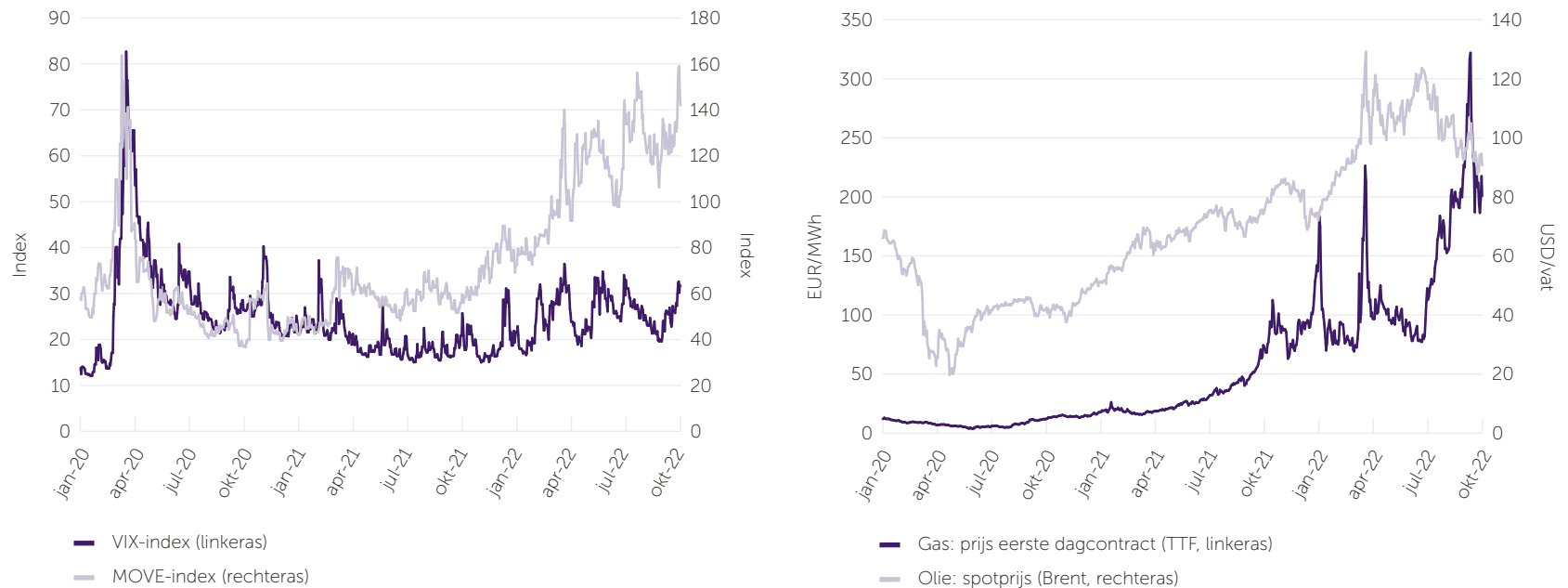
Waar de stijgende beleidsrente beperkt doorwerkt op de rente voor consumptief krediet, heeft de onderliggende oorzaak van de stijgende rente – de hoge inflatie – wel tweede orde effecten op consumptieve kredieten. De markt voor consumptief krediet bestaat tegenwoordig grotendeels uit aflopende kredieten,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

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

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



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



Bron: CBOE, ICE BofA, ICE, Macrobond.

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

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

⁹ ['Financial Stability Review'](#), ECB, mei 2022.



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

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



Bron: CoinGecko, CME Group, Macrobond.

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



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

Verzekeren & Pensioenen

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

Lenen & Sparen

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

Retailbeleggen

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

Overkoepelende trends...

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

Aandachtspunten AFM i.v.m. stijgende rente

Financiële dienstverleners

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

Institutioneel vermogensbeheer

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

Kapitaalmarkten

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



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

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



1.2 Verduurzaming

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

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

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

Invloed op financiële sector

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

Duurzaamheidsinformatie

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

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

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

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

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

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



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

Duurzaam beleggen

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

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

CO₂-markten

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

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

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

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

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

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

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



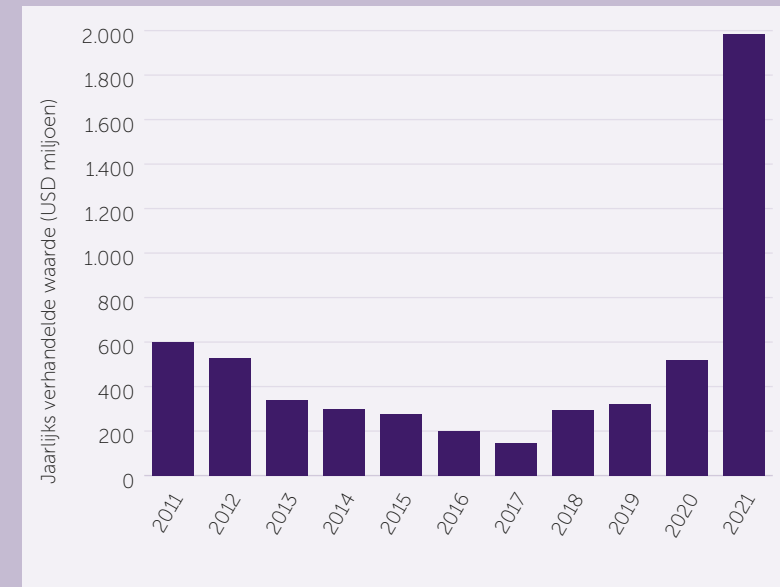
Deal wil de Europese Commissie onder meer het aantal sectoren dat via het Europese emissiehandelssysteem (ETS) moet betalen voor CO₂-uitstootrechten uitbreiden. Ook wil de Commissie minder uitstootrechten uitgeven, zodat deze schaarser en dus duurder worden. De AFM wil via haar toezicht op de markt voor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

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

Box 1. Carbon offset markten ontwikkelen zich snel

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

Figuur 8. Markt voor vrijwillige carbon credits groeit



Bron: Ecosystem Marketplace.²⁹

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

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



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

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

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

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

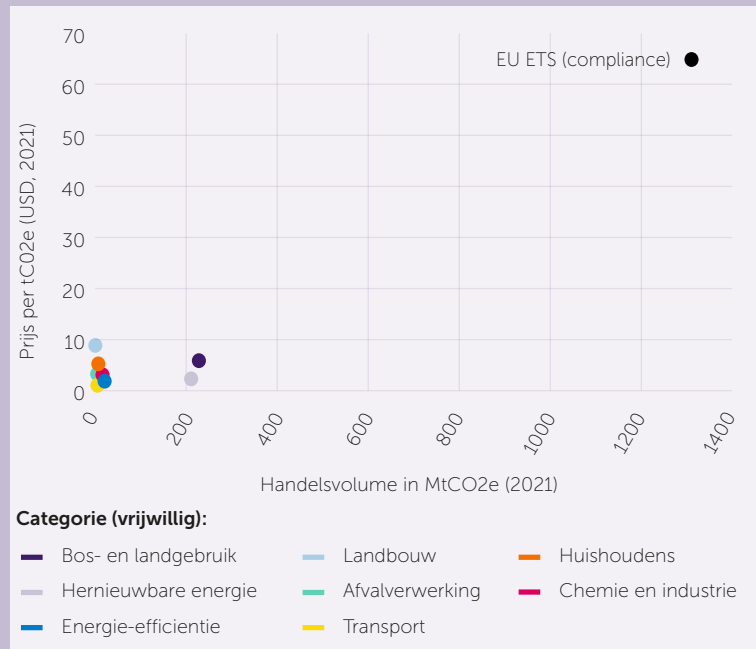
³⁰ ['State of the Voluntary Carbon Markets 2021'](#), Ecosystem Marketplace, september 2021.

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

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



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



Bron: Ecosystem Marketplace³³, EEA³⁴, ING³⁵.

Handel in vrijwillige emissierechten heeft diverse raakvlakken met ons toezicht.

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

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

³³ ['State of the Voluntary Carbon Markets 2022 Q3'](#), Ecosystem Marketplace, augustus 2022.

³⁴ ['EU Emission Trading System \(ETS\) data viewer'](#), EEA.

³⁵ ['Voluntary carbon markets are changing for the better'](#), ING, januari 2022.

³⁶ ['State of the Voluntary Carbon Markets 2021'](#), Ecosystem Marketplace, september 2021.

³⁷ ['Rabo Carbon Bank verkoopt eerste carbon credits op Nederlandse bodem'](#), Rabobank, april 2022.

³⁸ ['Carney steps back into advisory role in overhaul of carbon offsets group'](#), Financial Times, 2022.



1.3 Digitalisering

Digitalisering en platformisering zorgen voor fundamentele veranderingen in de manier waarop financiële producten en diensten worden aangeboden en afgenomen.

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

Digitalisering zorgt voor laagdrempelige toegang tot advies en producten.

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

Nieuwe Europese wet- en regelgeving tracht de richting van diverse digitale ontwikkelingen te beïnvloeden en potentiële risico's aan te pakken.

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

Regelgeving op het gebied van digitale weerbaarheid: DORA

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

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

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

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



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

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

Regulering crypto's: MiCAR

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

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

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



Box 2. Opkomst Decentralised Finance brengt nieuwe potentiële risico's en uitdagingen voor toezicht met zich mee
Decentralised Finance heeft de potentie de financiële sector fundamenteel te veranderen.

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

Figuur 10. Voorbeelden van DeFi toepassingen.

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

Bron: ECB.⁴⁶

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



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

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

De opkomst van DeFi werpt uitdagingen voor toezichthouders

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

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

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

⁴⁸ ['Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets'](#), Financial Stability Board, februari 2022.

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

⁵⁰ ['Decentralised finance – a new unregulated non-bank system?'](#), ECB, juli 2022.



1.4 Internationalisering

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

Opkomst van neobrokers

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

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

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

⁵¹ ['Signalenmonitor voorjaar 2022'](#), AFM, maart 2022.

⁵² ['Meer Nederlanders zouden kunnen beleggen in plaats van sparen'](#), AFM, maart 2022.



Centrale informatieverstrekking op kapitaalmarkten

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

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

Internationale toezichtcoördinatie

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

1.5 Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

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

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

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



Poortwachtersfunctie

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

Informatiepositie AFM en samenwerking ketenpartners

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

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

1.6 Toezichtlandschap

Internationalisering van toezicht

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

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

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

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

⁵⁷ 'FEC jaarplan 2022', FEC, 2022.



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

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

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

Pensioentoezicht

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

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

Toezicht op accountantsorganisaties

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



Box 3. Overzicht belangrijkste Europese regelgevingstrajecten

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

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



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

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

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

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



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