

02

Risicokaarten





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

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

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

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

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

2.1 Risicokaart Financiële dienstverlening

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

Macro-economisch klimaat

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



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

Pensioenen

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

In het nieuwe stelsel neemt het belang van goede keuzebegeleiding toe.

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

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

In de voorbereiding naar de transitie is een extra punt van aandacht de kwaliteit van pensioenadministraties en de vertaalslag naar de communicatie.

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

Verduurzaming

Duurzaamheid staat hoog op de politieke agenda en de maatschappelijke wens dat ook op de financiële markten vaart wordt gemaakt met de duurzaamheidstransitie is onmiskenbaar.

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

Greenwashing is bij het aanbieden van duurzame financiële producten een aandachtspunt.

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

De duurzaamheidstransitie heeft ook invloed op de financiële weerbaarheid van consumenten.

Consumenten zijn kwetsbaar voor risico's die verband houden met duurzaamheid, zoals negatieve waardeschokken



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

Digitalisering

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

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

verschillende vormen van ontoegankelijkheid kunnen bepaalde groepen huishoudens kwetsbaarder maken.

Internationalisering

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

Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

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



Risicokaart financiële dienstverlening

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Pensioen(transitie)	<p>De pensioen transitie is complex en wekt onrealistische verwachtingen over het pensioen van deelnemers doordat de informatie niet correct, duidelijk, tijdig en evenwichtig is. De pensioenregeling sluit niet aan bij de risico's die deelnemers kunnen en willen dragen.</p> <p>Gebrekkige pensioenadministratie leidt tot fouten in omzetting, in de transitie en bij levensgebeurtenissen.</p> <p>Huishoudens nemen door gebrek aan inzicht suboptimale beslissingen bij de keuze voor een eenmalige lumpsum uitkering bij pensionering of wenden zich tot risicovolle producten en/of minder betrouwbare aanbieders.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Nieuwe wetgeving 	<p>● ➔</p>
2	Overkreditering	<p>Hoge leningen (hypothecair, consumptief) maken consumenten kwetsbaar in geval van daling koopkracht, verandering persoonlijke omstandigheden en rentestijging. Huishoudens, flex'ers, midden- en kleinbedrijven die geraakt worden door koopkrachtverlies zijn vatbaar voor alternatieve financiering, zoals flitskrediet, <i>buy-now-pay-later</i> en vormen van (private) lease.</p> <p>Toenemend gebruik van uitzonderingen op de leennorm bij hypotheke vergroot financiële kwetsbaarheid van huishoudens.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Hoge inflatie Stijgende rente 	<p>● ➔</p>
3	Kerende markten	<p>De huidige koersen (aandelen, obligaties, crypto's) veren niet terug en leidt aan de kant van de retailbelegger tot lage uitkering bij beleggingsverzekeringen en -hypotheken, financiële schade door risicovol beleggen met geleend geld of in de toekomst benodigd geld, en vertrouwensverlies.</p> <p>Beleggingsondernemingen beperken gevolgen omzetverlies door agressieve marketing en hebben minder aandacht voor het klantbelang.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Stijgende rente Toezichtarbitrage Margedruk 	<p>● ➔</p>
4	Suboptimaal keuzegedrag	<p>De keuzeomgeving bij online beleggingsondernemingen en opzweepende verhalen door influencers verleiden beleggers tot suboptimaal gedrag, zoals te veel handelen of te weinig risicospreiding, en daarmee tegenvallende resultaten of (onbewust) zeer risicovol beleggen.</p> <p>Huishoudens verzekeren zich niet voor risico's die ze zelf (of nabestaanden) niet kunnen dragen (vroegtijdig overlijden, uitvaart, arbeidsongeschiktheid, baanverlies, ziekte). Een vergelijkbaar patroon zien we bij bedrijven (bv. cyberverzekeringen).</p>	<ul style="list-style-type: none"> Digitalisering (gamification, influencers en social media) 	<p>● ➔</p>
5	Bedieningsgemak	<p>Door digitalisering zijn veel producten eenvoudig, frictieloos en snel toegankelijk, waardoor klanten onvoldoende nadenken en vergelijken bij het maken van impactvolle financiële keuzes, zoals het aangaan van krediet of execution only beleggen in exotische en/of crypto-gerelateerde instrumenten.</p> <p>Het bedieningsgemak heeft ook een keerzijde waarbij digitalisering leidt tot verminderde toegankelijkheid voor groepen (onder wie ouderen, laaggeletterden en migranten) die digitaal minder vaardig zijn.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Digitalisering 	<p>● ➔</p>

LEGENDA

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



Risicokaart financiële dienstverlening

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Verminderde toegang tot financiële producten	<p>Schade ten gevolge van klimaatverandering wordt in toenemende mate onverzekerbaar, zoals met betrekking tot overstromingen, excessief weer en bodemdaling. Verwachtingen van huishoudens zijn hier niet mee in lijn.</p> <p>Toenemende risicoselectie en bijbehorende premiestelling maken bepaalde risico's nauwelijks meer verzekerbaar.</p> <p>Uitvoering Wwft en Sanctiewet beperkt toegankelijkheid tot financiële dienstverlening voor bonafide individuen, organisaties en sectoren.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Klimaatverandering Digitalisering (AI/big data) Aangescherpte wetgeving 	● ↗
7	Consolidatie FD-partijen	<p>Door consolidatie in de FD-markt staat de kwaliteit van dienstverlening in de FD-markt onder druk.</p> <p>Kleine, zelfstandige dienstverleners hebben moeite continuïteit en kwaliteit van dienstverleningen te garanderen, vanwege concurrentiedruk, regelgeving en benodigde nieuwe investeringen.</p> <p>Geconsolideerde en/of snelgroeiende dienstverleners hebben control, assurance en compliance niet op orde. Overname door investeerders / private equity leidt tot beperkter aanbod van financiële diensten en bezuiniging op klantcontact.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Margedruk Toenemende wetgevingseisen 	● →
8	Greenwashing	<p>Instellingen vermarkten hun producten onder de noemer van duurzaamheid, zonder dat achterliggende activiteiten en/of investeringen aan duurzaamheid bijdragen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Verduurzaming Nieuwe wetgeving 	● ↗
9	Crimineel gedrag beleggen	<p>Partijen op de beleggingsmarkt die niet onder (regulier) toezicht vallen (geregistreerde beheerders, vrijgestelde aanbieders, influencers) en partijen die zich aan toezicht onttrekken (illegale beheerders en beleggingsondernemingen) vertonen crimineel gedrag en benadelen beleggers met misleidende (beleggings)aanbevelingen en frauduleuze beleggingen. Door digitalisering (apps, crypto's), internationalisering en de toenemende belangstelling voor zelfstandig beleggen neemt het aanbod en het bereik richting (onervaren) beleggers toe.</p>	<ul style="list-style-type: none"> Digitalisering Internationalisering 	● →
10	Crimineel gedrag financiële dienstverlening	<p>De verhitte huizenmarkt, stijgende inflatie en sterk stijgende energieprijzen maken consumenten mogelijk vatbaarder voor benadeling als gevolg van niet-passende, cq illegale financiële dienstverlening, zoals flitskredieten. Daarnaast zouden deze omstandigheden een voedingsbodem kunnen vormen voor consumenten in kwetsbare situaties die een uitvlucht zoeken in bijvoorbeeld hypotheek- of verzekeringsfraude (waar een financieel dienstverlener al dan niet aan meewerkt).</p>	<ul style="list-style-type: none"> Stijgende rente Hoge inflatie 	● ↗

LEGENDA

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



2.2 Risicokaart Kapitaalmarkten

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

Macro-economisch klimaat

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

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

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

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

Internationalisering en digitalisering

Afhankelijkheden in de handelsketen maken markten minder robuust.

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



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

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

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

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

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

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

Integriteit en crimineel gedrag
Verhoogde aandacht voor voorwetenschap rondom commodity markets.

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



Risicokaart kapitaalmarkten

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Ordentelijke marktwerking onder druk	De optelsom van onzekerheden zet de ordentelijke werking van kapitaalmarkten onder druk. Dit leidt tot uitvergroete marktreacties, nieuwe mogelijkheden voor ongewenst gedrag of onverwachte inefficiënties. Bronnen van onzekerheid zijn de macro-economische omstandigheden (oplopende inflatie en rente, aanbodschokken reële economie, en krupper monetair beleid), aanverwante schokken (crypto's), geopolitieke spanningen (Rusland, energietransitie), en klimaatverandering. Kapitaalmarkten zijn tot nu toe, onder buitengewone omstandigheden, robuust gebleken.	<ul style="list-style-type: none"> • Macro-economisch klimaat • Geopolitieke spanningen • Digitalisering • Verduurzaming en energietransitie 	● ↗
2	Afhankelijkheid	Kapitaalmarkten zijn gevoelig voor het uitvallen van een enkele speler in de infrastructuur waardoor handel stil komt te liggen, prijsvorming wordt bemoeilijkt of in het ergste geval de reële economie wordt geraakt. Marktdynamiek leidt tot 'winner takes all'-uitkomsten en gedetailleerde en complexe regelgeving vergroot toetredingsdrempels. Hierdoor blijven in delen van de markt en onderdelen van de handelsketen enkele spelers met dominante marktpositie over, wat markten minder robuust maakt.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Wetgeving 	● ➡
3	Digitale operationele weerbaarheid	De beheerste bedrijfsvoering van marktpartijen blijft achter bij de eisen die gesteld worden door de snel veranderende digitaliserende omgeving. Op de kapitaalmarkten zijn veel geavanceerde informatie-verwerkende technologiebedrijven actief. De beheerste bedrijfsvoering van individuele instellingen is cruciaal voor het goed functioneren van de markt in zijn geheel. Zorgen over operationele beheersing en weerbaarheid zijn er over uitval (outages), cybersecurity en functioneren van algoritmes.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Geopolitieke spanningen • Wetgeving 	● ↗
4	Datakwaliteit	Tekortschietende centrale markt- en prijsinformatie verzwakt de informatiepositie van beleggers en vermindert daarmee de efficiëntie van beleggingsbeslissingen. Het is noodzakelijk dat de consistentie en kwaliteit van de data die aangeleverd wordt door marktpartijen verbeterd. Met tientallen handelsplatformen in verschillende landen is de Europese financiële markt sterk gefragmenteerd en is er op dit moment te weinig sprake van centrale markt- en prijsinformatie. De AFM maakt zich daarom sterk voor een <i>consolidated tape</i> .	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Wetgeving 	● ➡
5	Crypto's	Tekortschietende transparantie bij bepaalde crypto's (stablecoins) zet de integriteit van de gehele cryptomarkt onder druk. Bij een schandaal of verlies aan vertrouwen leidt een 'crypto collapse' niet alleen tot directe financiële schade voor cryptobeleggers, maar werkt de schok ook door op conventionele financiële markten. Een schok kan leiden tot destabilisatie van de korte termijn funding markten, tot een bredere sentiment-gedreven vlucht uit risicovollere activa (zoals aandelen) naar veilige havens (zoals obligaties of cash), en tot forse verliezen bij de afwikkeling van cryptoderivaten.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering 	● ➡

LEGENDA

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



Risicokaart kapitaalmarkten

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Greenwashing, duurzaamheid	Uitgevende instellingen verstrekken bewust onvolledige of onjuiste ESG-informatie. ESG wordt steeds belangrijker voor de maatschappij en beleggers, waardoor meer behoefte is aan informatie over de duurzaamheidsprestaties van een uitgevende instelling. Deze partijen kunnen echter een prikkel hebben om hun ESG kwalificaties gunstiger voor te stellen dan dat ze zijn (positief signaleringseffect naar de maatschappij, aantrekkelijk voor institutionele groene mandaten en lagere kapitaalkosten), wat leidt tot verhoogde informatieasymmetrie tussen bedrijf en belegger en mogelijk suboptimale beleggingsbeslissingen.	<ul style="list-style-type: none"> • Verduurzaming en energietransitie 	● ↗
7	Voorwetenschap commodity markets	Insiders hebben informatievoorsprong over ontwikkelingen die de prijs van bijvoorbeeld emissierechten of gasderivaten kunnen beïnvloeden. Deze informatievoorsprong is urgenter en gevoeliger geworden aangezien commodity markten onder een vergrootglas zijn komen te liggen door de hoge energieprijzen vanwege met name geopolitieke spanningen en door de energietransitie. Voorbeelden van informatievoorsprong: politieke besluitvorming over hoe om te gaan met de hoge energieprijzen; de voorraad emissierechten; of praktisch inzicht in het sneller dan verwacht aangevuld zijn van de gasvoorraad.	<ul style="list-style-type: none"> • Verduurzaming en energietransitie • Geopolitieke spanningen 	● ↗

LEGENDA

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



2.3 Risicokaart Assetmanagement

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

Sectorspecifieke ontwikkelingen

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

Uitbesteding, wanneer onvoldoende beheerst, kan leiden tot risico's in de keten en/of bij bedrijfskritische processen.

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

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

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

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



Macro-economisch klimaat

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

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

Verduurzaming

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

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

Digitalisering

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

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

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

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



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

Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

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



Risicokaart Assetmanagement

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Strategie marktpartijen	De veranderende interne en externe omgeving – o.a. schaal- en margedruk, opkomst (online) passief beleggen, toenemende wet- en regelgeving en uitbestedingsvraagstukken – noodzaakt individuele assetmanagementpartijen zich strategisch te herpositioneren om zo hun continuïteit te kunnen waarborgen. Deze ontwikkelingen, en de daaruit volgende strategische herpositionering, zetten druk op de integere en beheerste bedrijfsvoering van assetmanagers.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Pensioentransitie • Margedruk • Uitbesteding 	● →
2	ESG informatieverstrekking en risicobeheer	De huidige duurzaamheidswetgeving geeft ruimte voor eigen invulling van duurzaamheidsstrategieën door assetmanagers. Dit leidt tot informatie-asymmetrie tussen aanbieder en klant, wat greenwashing mogelijk maakt. Daarnaast bestaat het risico dat assetmanagers duurzaamheidsaspecten niet meenemen in de aanpak en inrichting van de beheerste bedrijfsvoering.	<ul style="list-style-type: none"> • Verduurzaming • Nieuwe wetgeving 	● ↗
3	Waardering assets	Bij het waarderen van assets kunnen afwijkingen optreden, waardoor er (in)directe schade ontstaat bij de zittende, instappende of uittrekkende partij. Fouten in de intrinsieke waarde berekening zijn meer waarschijnlijk bij (1) de waardering van illiquide assets (high yield debt, hypotheek, bedrijfsleningen etc.), (2) in illiquide en volatiele markten (o.a. door geopolitieke spanningen); (3) bij stranded assets (o.a. Russische activa); (4) bij commercieel vastgoed (o.a. door time-lag).	<ul style="list-style-type: none"> • Hoge inflatie • Stijgende rente • Geopolitieke spanningen 	● ↗
4	Liquiditeit	Door de recente (volatiele) ontwikkelingen rondom inflatie en rentes en neemt het risico op liquiditeitsproblemen bij assetmanagers toe. Zo kunnen derivatenportefeuilles bij verhoogde volatiliteit in onderliggende waarden geconfronteerd worden met grote margin-verplichtingen, of kunnen open-end beleggingsfondsen te maken krijgen met forse uitstroom van vermogen als veel – of enkele grote – beleggers tegelijkertijd willen uitstappen, bijvoorbeeld in een periode van marktstress. In beide gevallen is het noodzakelijk dat het fonds over voldoende liquiditeit beschikt. Indien niet aan de liquiditeitsvraag kan worden voldaan, worden beleggers benadeeld en tast het mogelijk de financiële stabiliteit van het stelsel aan.	<ul style="list-style-type: none"> • Hoge inflatie • Stijgende rente • Geopolitieke spanningen 	● ↗
5	Cyberweerbaarheid	Assetmanagementpartijen zijn als entiteit gevoelig voor cyberaanvallen, vooral nu er steeds meer op afstand wordt gewerkt en zij in toenemende mate afhankelijk zijn geworden van digitale processen. De assetmanagementsector lijkt nog onvoldoende weerbaar bij cyberincidenten, o.a. als gevolg van 'legacy' IT systemen. Een cyberincident schaadt mogelijk het vertrouwen en de continuïteit van een assetmanagementpartij.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Uitbesteding • Geopolitieke spanningen 	● ↗

LEGENDA

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



Risicokaart Assetmanagement

#	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
6	Uitbesteding en concentratie binnen de AM sector	Het belang van uitbesteding van werkzaamheden (portefeuillebeheer, (beleggings)administratie, IT) door assetmanagers neemt al enige jaren toe. Assetmanagers blijven verantwoordelijk voor de werkzaamheden die zij uitbesteden, waardoor bij incidenten de integere en beheerste bedrijfsvoering onder druk komt te staan. Daarnaast ontstaan er concentratierisico's als gevolg van uitbesteding. Dit is het geval wanneer veel assetmanagers afhankelijk worden van enkele derde partijen voor bepaalde werkzaamheden (domino-effect).	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Internationalisering • Margedruk 	● ➔
7	AI en beleggingsbeleid	De inzet van algoritmes, Artificial Intelligence (AI) en Machine Learning (ML) door assetmanagers neemt verder toe. Dit roept vragen op over de transparantie over het beleggingsbeleid richting beleggers (blackbox) en over de risicobeheersing door individuele assetmanagers (datakwaliteit en voorkomen biases). Bovendien kunnen fouten in algoritmes in extreme gevallen – bijvoorbeeld wanneer het grote assetmanagers betreft– tot financiële instabiliteit leiden.	<ul style="list-style-type: none"> • Digitalisering • Uitbesteding 	● ↘
8	Onvoldoende uitvoering poortwachtersfunctie	Financiële instellingen vervullen een poortwachtersfunctie voor het tegengaan van witwassen, terrorismefinanciering en het bedienen van gesanctioneerde entiteiten. De ingevoerde sancties naar aanleiding van de Russische inval in Oekraïne, in combinatie met de aanhoudende politieke en maatschappelijke aandacht voor witwassen en terrorismefinanciering, zorgt voor grotere druk op de uitvoering van de poortwachtersfunctie. Zo kan witwassen plaatsvinden via beleggingsondernemingen en -instellingen onder meer doordat andere poortwachters (zoals banken) hogere drempels opwerpen (waterbedeffect). De assetmanagementsector dient hier alert op te zijn.	<ul style="list-style-type: none"> • Geopolitieke spanningen • Aangescherpte wetgeving • Internationalisering 	● ➔

LEGENDA

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



2.4 Risicokaart Verslaggeving en Accountantsorganisaties

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

Sectorspecifieke ontwikkelingen

De accountancysector en het toezicht zitten in een veranderingsproces.

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

Macro-economisch klimaat

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

De accountancysector heeft te maken met krapte op de arbeidsmarkt.

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

Verduurzaming

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

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

Digitalisering

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

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

³ Accountantsorganisaties met een reguliere vergunning (voorheen: nOOB)

⁴ Zie ook de toelichting in paragraaf 1.6



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

Ook accountantsorganisaties zelf veranderen als gevolg van digitalisering.

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

Integriteit en crimineel gedrag in de financiële sector

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

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

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



Risicokaart Verslaggeving en Accountantsorganisaties

	Trefwoorden	Specifiek risico	Drijvers	Belang
1	Digitalisering van gecontroleerde ondernemingen	Digitalisering en technologie veranderen de aard van ondernemingen. Ondernemingen adopteren nieuwe technologieën in hun processen, diensten en producten. Dit leidt ook tot nieuwe materiële risico's voor ondernemingen, zoals schade door cyberaanvallen, waar een groeiende informatiebehoefte aan is bij eindgebruikers en waar adequaat over moet worden gerapporteerd. Accountantsorganisaties hebben mogelijk onvoldoende kennis en expertise beschikbaar over deze ontwikkelingen bij hun controlecliënten en hoe hun controle-aanpak hierop aan te passen.	<ul style="list-style-type: none"> Digitalisering 	● ↗
2	Verduurzaming van gecontroleerde ondernemingen	Verduurzaming verandert de aard van ondernemingen. Ondernemingen committeren zich in toenemende mate aan ESG-doelstellingen. Dit leidt ook tot nieuwe materiële risico's voor ondernemingen, zoals gevolgen van duurzaamheidsbeleid, waar een groeiende informatiebehoefte aan is bij eindgebruikers en waar adequaat over moet worden gerapporteerd (o.a. rapportage van niet-financiële informatie). Accountantsorganisaties hebben mogelijk onvoldoende kennis en expertise beschikbaar over deze ontwikkelingen bij hun controlecliënten en hoe hun controle-aanpak hierop aan te passen.	<ul style="list-style-type: none"> Verduurzaming 	● ↗
3	Fraude en discontinuïteit bij gecontroleerde ondernemingen	Fraude (in brede zin, dus inclusief witwassen, greenwashing, selectieve outscoping bij NFI, corruptie, etc.) en discontinuïteit bij ondernemingen die niet is gedetecteerd of waarvan het risico niet is vermeld in de wettelijke controle kan leiden tot materiële verliezen bij eindgebruikers en tot breder verlies van vertrouwen in de financiële markt. Toenemende internationalisering, het fiscale vestigingsklimaat in Nederland en ondermijning verhogen integriteitsrisico's bij controlecliënten.	<ul style="list-style-type: none"> Internationalisering Ondermijning 	● ↗
4	Beheerste en integere bedrijfsvoering accountantsorganisaties	Accountantsorganisaties beheersen het gebruik van technologie en data onvoldoende in hun bedrijfsvoering, waaronder als instrument voor het uitvoeren van wettelijke controles en in interne processen. Dit kan afbreuk doen aan de kwaliteit van de wettelijke controle en leiden tot operationele risico's, waaronder cyberincidenten en onvoldoende beheersing van uitbestedingsrisico's. Daarnaast doen integriteitsincidenten bij accountantsorganisaties, zoals corruptie of fraude van de accountantsorganisatie zelf afbreuk aan het vertrouwen in de sector.	<ul style="list-style-type: none"> Digitalisering Uitbesteding 	● ➡
5	Marktstructuur	De kwetsbaarheden in de structuur van de accountancysector kunnen de verdere verbetering van de kwaliteit van de wettelijke controles negatief beïnvloeden. Het toezichtrisiko binnen het OOB-segment hierbij is dat – gegeven deze structuur – de ingezette kwaliteitsverbetering stagneert doordat kwaliteit onvoldoende duurzaam wordt geborgd. Ten aanzien van het RV-segment, dat thans onder het directe toezicht van de AFM valt, is het toezichtrisiko dat de AFM onvoldoende beeld heeft van de kwaliteit van de wettelijke controles en van de mate waarin kwetsbaarheden in de structuur de kwaliteit negatief beïnvloeden.	<ul style="list-style-type: none"> Veranderend toezichtlandschap 	● ➡

LEGENDA

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