

Rapport

# Rapport Financiële Stabiliteit

Ronde tafel Tweede Kamer

Mei 2022

# Inhoudsopgave

<b>1</b>	<b>Inleiding en samenvatting</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Risico's en trends op kapitaalmarkten</b>	<b>5</b>
2.1	Onzekere groeivoorzichten en prijsschokken leiden tot marktvolatiliteit en oplopende rentes	5
2.2	<b>Toezicht op volatiele Europese kapitaalmarkten</b>	<b>8</b>
2.2.1	Inhaalgroei na corona gevolgd door de Russische inval leidt tot prijsschokken op de gasmarkt	8
2.2.2	Ook op de markt voor Europese emissierechten stijgt de prijs en neemt de volatiliteit toe	10
2.2.3	Marktonrust zet ook druk op de operationele capaciteit van aandelen- en obligatiemarkt	12
2.2.4	Toezichtthema's kapitaalmarktplatformen	13
<b>3</b>	<b>Risico's en trends in de vermogensbeheersector</b>	<b>14</b>
3.1	Impact van de oorlog in Oekraïne en sancties op de Nederlandse vermogensbeheersector	14
3.2	Stabiliteitsrisico's binnen de Nederlandse sector	14
3.3	Toezichtthema's vermogensbeheersector	18
<b>4</b>	<b>Risico's en trends voor klanten van financiële instellingen</b>	<b>20</b>
4.1	Door de hoge inflatie en stijgende rente nemen risico's op de huizenmarkt toe	20
4.2	Toegenomen risico op consumptieve schulden	22
4.3	Beleggen blijft aan populariteit toenemen	23
4.4	Crypto's raken vervlochten met het financiële stelsel en regulering versterkt deze ontwikkeling	25
<b>5</b>	<b>Duurzaamheid in financiële markten</b>	<b>28</b>
5.1	Het mobiliseren van kapitaal voor duurzame investeringen	28
5.2	Het beprijzen van externe effecten	31
5.3	Actief eigenaarschap	31
5.4	Verzekeraarbaarheid klimaatschade	31

# 1 Inleiding en samenvatting

**De AFM heeft binnen haar toezichtdomeinen aandacht voor risico's die in potentie de financiële stabiliteit raken.** Als gedragstoezichthouder op de financiële sector ziet de AFM toe op het goed functioneren van financiële markten en de zorgvuldige behandeling van klanten van financiële instellingen.<sup>1</sup> Als onderdeel van dit gedragstoezicht heeft de AFM aandacht voor stabiliteitsrisico's. Meer specifiek analyseert de AFM of sprake is van stabiliteitsrisico's op drie terreinen die onder haar toezicht vallen. Daarbij gaat het om het toezicht op belangrijke delen van de Europese kapitaalmarkten die zich na brexit in Nederland bevinden. Daarnaast is vanwege de toegenomen omvang de vermogensbeheersector van steeds groter belang bij het beheersen van risico's voor de financiële stabiliteit. Tevens beziet de AFM vanuit een stabiliteitsperspectief de risico's die veel klanten van financiële instellingen raken. Deze notitie schetst per terrein het actuele risicobeeld. Daarnaast is een apart hoofdstuk gewijd aan de bijdrage die financiële instellingen en kapitaalmarkten kunnen leveren aan de duurzaamheidstransitie.

**De oorlog in Oekraïne en de omslag in het financieel-economisch klimaat gaan gepaard met stijgende grondstofprijzen, onzekerheid over de economische groei en oplopende inflatie en rente.** Dit raakt alle onderdelen van het financiële stelsel. De lage rente van de afgelopen jaren heeft ertoe geleid dat risico's binnen het financiële stelsel toenamen. Een opwaartse aanpassing kan dus bijdragen aan de financiële stabiliteit, mede omdat risicovol gedrag hierdoor afneemt. Tegelijkertijd is juist de periode waarin het financiële stelsel zich aanpast risicovol. Dit vindt immers vaak schoksgewijs plaats. Momenteel bevinden we ons in zo'n aanpassingsfase.

**Op kapitaalmarkten leidt de stijgende rente ertoe dat de koersen van aandelen, obligaties en andere financiële activa dalen.** Zo is de Nederlandse AEX-index al met 16% in waarde gedaald ten opzichte van de piek in 2021. Ook lopen risicopremies op, zodat de meest risicovolle activa nu het hardst worden geraakt. Verdere koersdalingen zijn niet uit te sluiten. De huidige waarderingen zijn in historisch perspectief nog steeds hoog. Als de rente blijft stijgen dan ligt een waardedaling van financiële activa in de rede. Marktpartijen en particuliere beleggers dienen hierop voorbereid te zijn.

**De grote onzekerheid over de ontwikkeling van vraag en aanbod van gas leidt tot hoge volatiliteit op de gasmarkt en daarmee tot hoge marginverplichtingen voor marktpartijen die zich willen indekken tegen prijsschommelingen.** De oorlog in Oekraïne raakt vooral de gasmarkt. Daar is sprake van forse prijsspieken met als gevolg hoge marginverplichtingen in de gasderivatenmarkt die marktpartijen gebruiken om zich in te dekken tegen toekomstige prijsveranderingen. Marktpartijen kunnen hier soms maar met moeite aan voldoen. Vanuit het oogpunt van financiële stabiliteit blijft dit ook de komende tijd een risico. De hoge marginverplichtingen leiden er tevens toe dat bedrijven zich minder indekken tegen schommelingen in de gasprijs.

---

<sup>1</sup> Artikel 1:25 van de Wft, dat stelt: "Gedragstoezicht is, mede in het belang van de stabiliteit van het financiële stelsel, gericht op ordelijke en transparante financiëlemarktprocessen, zuivere verhoudingen tussen marktpartijen en zorgvuldige behandeling van cliënten."

**Op kapitaalmarkten is mede door toegenomen digitalisering de operationele betrouwbaarheid van handelsplatformen een belangrijk thema.** Hoewel de afgelopen tijd het aantal cyberaanvallen op financiële instellingen beperkt is gebleven, mogelijk als gevolg van de oorlog in Oekraïne, blijft de infrastructuur achter kapitaalmarkten gevoelig voor cyberrisico. Ook dienen platformen opgewassen te zijn tegen sterke prijsfluctuaties, die soms vragen om het stilleggen van de handel, en moeten ze voldoende capaciteit hebben om extra transacties aan te kunnen die vaak met sterke prijsspieken samengaan. De recente *flash crash* op een aantal Europese beurzen kende zijn oorsprong in een operationeel probleem bij een bank en illustreert het belang van technisch solide systemen. Op handelsplatformen hebben zich recent geen problemen voorgedaan.

**De onrust op financiële markten raakt de Nederlandse vermogensbeheersector via hogere marginverplichtingen op rentederivaten en *stranded assets* door sancties op Russische effecten.** Nederland heeft een omvangrijke vermogensbeheersector, die daarmee van belang is voor de financiële stabiliteit. Zo is in beleggingsfondsen zo'n EUR 982 mrd belegd dat vooral afkomstig is van pensioengelden. Vanwege de grote portefeuilles rentederivaten is de sector gevoelig voor renteschokken. Dit bleek de afgelopen periode waarin de oplopende rente leidde tot forse marginverplichtingen, al waren deze duidelijk lager dan tijdens de uitbraak van de coronacrisis in maart 2020 en daarmee beter te absorberen. Verder is door sancties jegens Rusland naar schatting EUR 1 à 2 mrd aan financiële activa van Nederlandse vermogensbeheerders niet goed meer te waarderen.

**Voor huishoudens spelen momenteel meerdere risico's op de woningmarkt.** Zo worden hypotheekrentes minder goed betaalbaar door enerzijds inflatie, en daarmee afnemende bestedingsruimte, en anderzijds een snel oplopende hypotheekrente. Al zal de hogere rente pas op termijn effect hebben gezien de veelal lange rentevaste periode op bestaande hypotheekrentes. Daarnaast zou zich onder invloed van de rentestijging en afnemende economische groei een forse omslag kunnen voordoen op de woningmarkt. Een prijsdaling zou gezien de recente prijsstijging niet direct leiden tot grote onderwaterproblematiek, maar wel huishoudens raken die recent een huis hebben gekocht.

**Doordat huishoudens een groter deel van hun besparingen beleggen staan ze meer dan voorheen bloot aan volatiele markten.** Hoewel pensioenfondsen het overgrote deel van het huishoudvermogen beheren, zijn huishoudens de afgelopen jaren een groter deel van hun besparingen gaan beleggen. Oorzaken zijn de gedaalde rente en opkomst van beleggingsapps die beleggen veel eenvoudiger maken. Positief aan deze ontwikkeling is dat huishoudens hierdoor meer bekend raken met financiële markten. Tegelijkertijd staan ze hierdoor wel sterker bloot aan koersdalingen, zoals die momenteel plaatsvinden. Dit geldt in versterkte mate voor cryptobeleggingen, zoals de recente scherpe koersdaling van verschillende crypto's illustreert. Daarom dienen huishoudens zich bewust zijn van de beleggingsrisico's die ze nemen. Aanstaaende Europese wetgeving op het terrein van crypto's (MiCAR) biedt slechts beperkt mogelijkheden voor toezichthouders om in te grijpen in vergelijking met bestaande toezichtregimes voor financiële producten en marktmisbruik (e.g. MiFID).

**Tot slot is de duurzaamheidstransitie een belangrijke ontwikkeling in de financiële sector.** Financiële instellingen en kapitaalmarkten kunnen op meerdere manieren bijdragen aan de duurzaamheidstransitie. Zo kunnen zij kapitaal mobiliseren voor duurzame investeringen, via actief eigenaarschap bijdragen aan de verduurzaming van het bedrijfsleven en door beprijzing van externe effecten zorgen voor prijsprikkels gericht op duurzame productie. Voorwaarde hierbij is de beschikbaarheid van goede duurzaamheidsinformatie. Omdat de markt voor duurzame financiering snel groeit speelt het risico op *greenwashing*, het risico dat beleggingen minder groen zijn dan aan beleggers wordt voorgespiegeld.

## 2 Risico's en trends op kapitaalmarkten

De oorlog in Oekraïne en de omslag in het financieel-economisch klimaat gaan gepaard met sterk stijgende grondstofprijzen, volatiliteit op kapitaalmarkten en oplopende inflatie en rente. Dit heeft een weerslag op de kapitaalmarkten onder AFM-toezicht. Hoge margeverplichtingen op onder meer de gasderivatenmarkt, toegenomen omzetten op handelsplatformen en potentiële cyberdreigingen stellen de robuustheid van markten op de proef.

### 2.1 Onzekere groeivoorzichten en prijsschokken leiden tot marktvolatiliteit en oplopende rentes

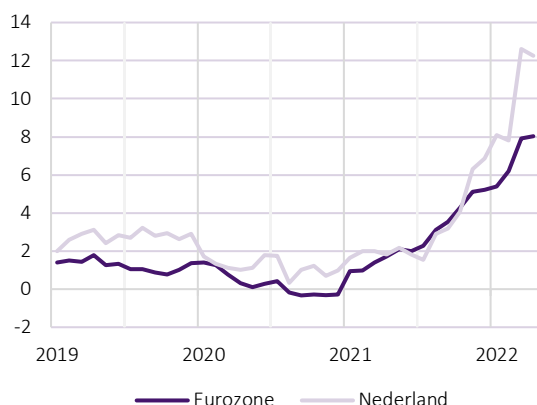
De Nederlandse economie heeft zich, gesteund door ruim monetair en budgettair beleid, goed hersteld van de coronacrisis. Zo droeg het aankopen van obligaties door centrale banken (*quantitative easing*) bij aan lagere rentes. Aanvullend ondersteunden overheden de economie met stimuleringsmaatregelen om de gevolgen van de coronacrisis te verzachten. De economie is nu alweer groter dan voor de coronacrisis en de werkloosheid bedroeg in april slechts 3,2%.

Tegelijkertijd zijn de economische vooruitzichten met veel onzekerheid omgeven. In het bijzonder zorgen de aanhoudende inflatie, lockdowns als gevolg van nieuwe coronarandhaarden in China en de oorlog in Oekraïne voor veel onzekerheid. Het is dan ook de verwachting dat de economie wereldwijd minder hard zal groeien. Het IMF heeft in april haar verwachting voor de wereldwijde economische groei in 2022 met 0,8 procentpunt neerwaarts bijgesteld naar 3,6 procent. Deze ontwikkelingen werken door op financiële markten.

Het belangrijkste economische effect van de geopolitieke crisis is vooralsnog de stijging van energie- en grondstofprijzen. Dit komt bovenop de stijging vanwege toegenomen vraag nadat de coronacrisis in veel delen van de wereld was uitgeraasd. Dit leidt tot hogere kosten voor bedrijven en lagere koopkracht voor consumenten en remt zo de economische groei. Gezien de geringe omvang van overige handelsstromen met Rusland en Oekraïne is het directe economische effect via andere kanalen beperkt. Wel draagt de oorlog bij aan de toegenomen onzekerheid over het economisch klimaat. Dit kan via een daling van het consumenten- en producentenvertrouwen leiden tot lagere bestedingen en investeringen en zo tot een lagere groei. In Nederland bevindt het consumentenvertrouwen zich momenteel op het laagste punt sinds de meting in 1986 begon.

De inflatie in Nederland (HICP: 11.2% in april 2022) en de eurozone (HICP: 7.4% in april 2022) is in decennia niet zo hoog geweest, zie figuur 1. Ook in andere landen ligt de inflatie historisch hoog, zoals de Verenigde Staten (inflatie 8,8% in april 2022) en het Verenigd Koninkrijk (inflatie 9% in april 2022). De belangrijkste drijver van de hoge inflatie is de stijging van de energieprijzen. Andere factoren die bijdragen aan de hoge inflatie zijn de toegenomen vraag door het herstel van de coronacrisis en achterblijvend aanbod doordat productieketens nog steeds zijn verstoord.

Figuur 1: Inflatie in NL en Eurozone historisch hoog (in %)



Bron: Eurostat

Figuur 2: Oplopende kapitaalmarktrentes (10jr NL staatsobligaties, in %)

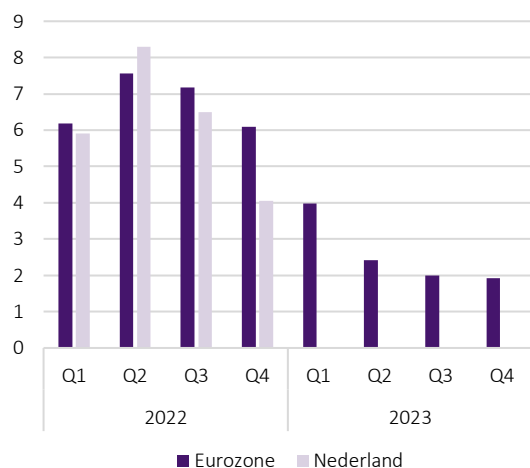


Bron: Macrobond

**De toegenomen inflatie en (aangekondigde) maatregelen van centrale banken hebben sinds begin dit jaar gezorgd voor oplopende kapitaalmarktrentes.** Financiële markten anticiperen vaak op het monetaire beleid van centrale banken en de inflatieverwachtingen. Nu duidelijk is dat inflatie oploopt, een einde komt aan het opkopen van obligaties door de ECB en beleidsrentes dit jaar zullen worden verhoogd lopen kapitaalmarktrentes op. Zo schommelde de rente op een Nederlandse staatsobligatie met een looptijd van tien jaar aan het begin van het jaar rond de 0%, maar bedraagt deze inmiddels meer dan 1%. Tegelijkertijd is de rente in historisch perspectief nog steeds laag, zie figuur 2. De afgelopen dertig jaar is de rente trendmatig gedaald onder meer door wereldwijde vergrijzing en nieuwe kapitaalintensieve productietechnieken. Hoewel dat moeilijk te voorspellen is, kan de momenteel oplopende rente een einde betekenen aan deze lange daling. Daarbij is van belang hoe de inflatie zich ontwikkelt. Momenteel zijn inflatieverwachtingen in Europa nog gematigd, zie figuur 3. Maar dit kan veranderen indien lonen fors zouden toenemen of doordat sterk expansief begrotingsbeleid van overheden de inflatie aanjaagt.

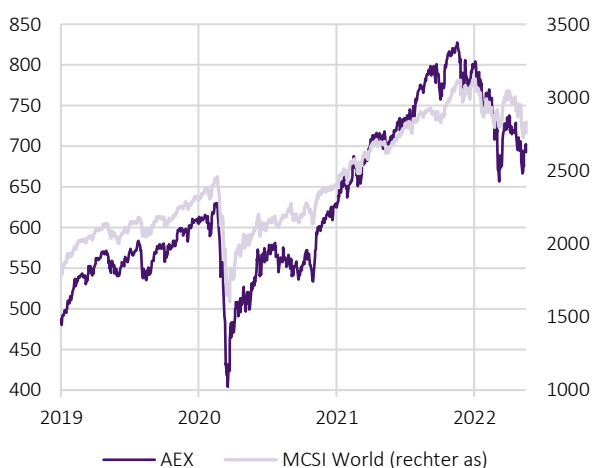
**Een hogere rente kan bijdragen aan financiële stabiliteit, onder meer omdat risicozoekend gedrag afneemt, al is het aanpassingsproces juist risicovol.** De afgelopen jaren zijn door de lage rente activaprijzen sterk gestegen en daarmee de kans op bubbelvorming. Ook zijn beleggers op zoek naar rendement steeds meer risico gaan nemen. Nu de rente stijgt neemt deze risicoprikkel af, wat bijdraagt aan stabiliteit. Tegelijkertijd is dit aanpassingsproces juist risicovol, aangezien het veelal schoksgewijs plaatsvindt en activa in waarde dalen.

Figuur 3: Inflatieverwachtingen nog verankerd (in %)



Bron: Bloomberg.

Figuur 4: Aandelen dalen in waarde na recente piek (index)



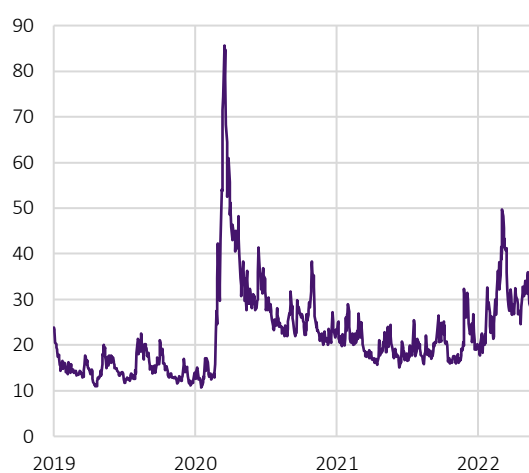
Bron: Euronext & MSCI.

Het huidige onzekere economisch klimaat heeft aandelenmarkten onder druk gezet en de volatiliteit op de financiële markten vergroot. Sinds de coronacrisis zijn de aandelenmarkten door het economisch herstel en de lage renteomgeving flink in waarde toegenomen. De hogere inflatie en toenemende economische onzekerheid hebben de aandelenmarkten de afgelopen maanden echter onder druk gezet. Zo is de waarde van de AEX-index sinds de piek in november 2021 met ongeveer 16 procent afgenomen, zie figuur 4. Dat is net als andere Europese beurzen fors meer dan de daling van de wereldwijde MSCI-aandelenindex, die zo'n 7 procent is gedaald sinds de piek. Dit illustreert dat de oorlog in Oekraïne Europa zwaarder treft. Door de toegenomen onzekerheid is de volatiliteit op de financiële markten bovendien toegenomen, al is deze in vergelijking met de volatiliteit tijdens het begin van de coronapandemie nog beperkt, zie figuur 5.

Onder deze generieke trends op aandelenmarkten gaan duidelijke sectorverschillen schuil, zie figuur 6. Zo werd de technologiesector minder sterk getroffen door de coronapandemie dan bijvoorbeeld de energiesector, omdat het kon profiteren van de toegenomen vraag en de lagere rente. Dit laatste is van belang omdat in de technologiesector de waardering van bedrijven sterk gebaseerd is op toekomstige winsten. De lagere waardering sinds begin dit jaar hangt dan ook gedeeltelijk samen met de huidige rentestijging. Tijdens de coronapandemie is de waardering van de energiesector minder sterk gestegen dan de technologiesector, terwijl de energiesector momenteel juist profiteert van de schaarste aan grondstoffen. Alle overige sectoren vallen qua waardeontwikkelingen over deze periode binnen deze twee uitersten. De wereldwijde aandelenmarkt staat op dit moment nog maar 13% (was 38% op het hoogtepunt) boven het niveau van 1 januari 2020. Wereldwijde obligaties staan daarentegen 12% lager dan aan het begin van 2020. Daarmee lijkt het risico op eventuele overwaardering of bubbelvorming op financiële markten afgenomen, al zijn aandelen in historisch perspectief nog steeds hoog gewaardeerd. Bij een verdere rentestijging liggen additionele koersdalingen in de rede.

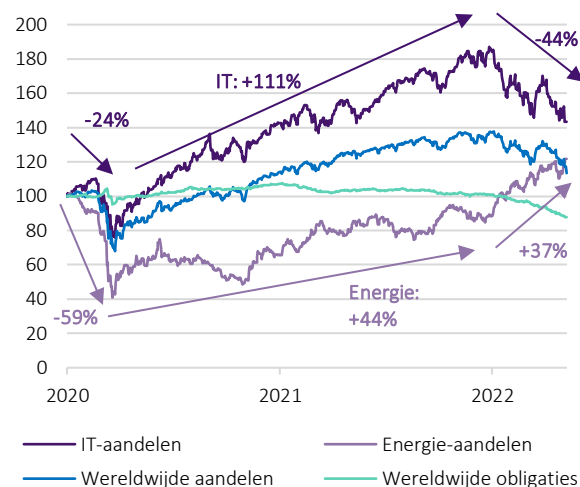
Op 2 mei dit jaar was sprake van een zogenoemde *flash crash* op Europese aandelenmarkten. De prijzen van een aantal grote Nederlandse aandelen daalden tot wel 8% in slechts 4 minuten tijd, om vervolgens binnen een halfuur weer terug te keren tot het initiële koersniveau. Ook de Duitse, Frans en Scandinavische markten werden geraakt. De oorzaak van de *flash crash* lijkt te liggen in een reeks (te) grote verkooptransacties op Scandinavisch markten, door een Amerikaanse zakenbank. De Nederlandse handelsplatformen gingen na de abrupte daling tijdelijk dicht, zogenoemde *circuit breakers* sloegen aan, om handelspartijen de kans te geven op adem te komen en de abrupte daling te evalueren. Toen de markten weer open gingen herstelden aandelenprijzen snel.

Figuur 5: Toegenomen volatiliteit op markten (VIX-index)



Bron: STOXX

Figuur 6: Waardering sectoren verschildt (index, 2020 = 100)



Bron: Macrobond

**De geschetste marktontwikkelingen hebben impact op de stelselrisico's binnen de AFM-toezichtdomeinen.** Marktvolatiliteit gaat doorgaans gepaard met hogere omzetten op handelsplatformen en scherpe koersdalingen kunnen een reden zijn (voor handelsplatformen) om de handel tijdelijk stil te leggen. Voor vermogensbeheerders geldt dat een snel oplopende rente zorgt voor bijstortingsverplichtingen (margin calls) op rentederivatenportefeuilles, die ze in korte tijd moeten voldoen. Tot slot werken de stijgende kapitaalmarktrentes door in een stijging van onder andere de hypotheekrente. Deze doorwerking van risico's op de verschillende markten wordt hieronder verder toegelicht.

## 2.2 Toezicht op volatiele Europese kapitaalmarkten

**Een groot deel van de Europese effectenhandel vindt plaats in Nederland.** Naar aanleiding van brexit hebben een aantal grote handelsplatformen ervoor gekozen om vanuit Nederland hun EU-klanten te bedienen, al staat de hoofdvestiging van deze platformen veelal nog in het VK of de VS. Gevolg is dat het gros van de EU-transacties in aandelen, obligaties, rentederivaten, gasderivaten en CO<sub>2</sub>-derivaten plaatsvindt op handelsplatformen in Nederland, zie tabel x voor een overzicht van de platformen per markt.

**De AFM houdt toezicht op de in Nederland aanwezige handelsplatformen en de kapitaalmarkten waarop zij actief zijn.** Het toezicht richt zich op het voorkomen van handel met voorkennis en marktmanipulatie, maar ook breder op het goed functioneren van deze markten. Vanuit financieel stabiliteitsperspectief is daarbij van belang of het stilvallen of opdrogen van markten grote consequenties heeft voor marktpartijen, bijvoorbeeld omdat zij daardoor risico's niet kunnen afdekken of niet aan liquiditeit kunnen komen.

Tabel 1: Effectenmarkten in Nederland

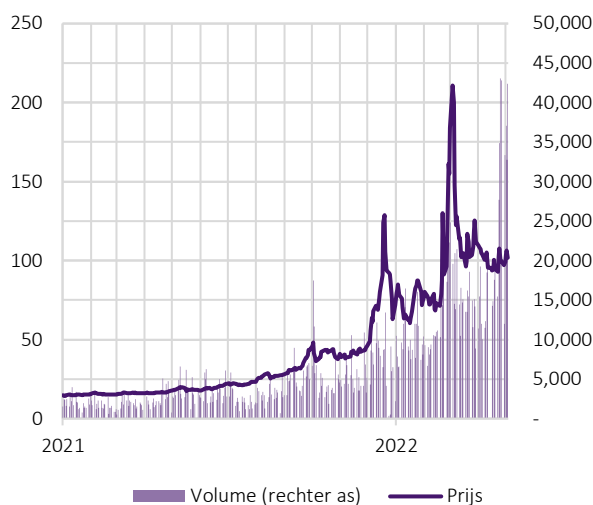
Markt	Handelsplatformen
Aandelenmarkt	CBOE, Euronext, Turquoise
Obligatiemarkten	Bloomberg, Tradeweb, CME
Rentederivatenmarkt	Bloomberg, Tradeweb, Iswap
Gasmarkt	ICE Endex
CO <sub>2</sub> -derivaten	ICE Endex

### 2.2.1 Inhaalgroei na corona gevolgd door de Russische inval leidt tot prijsschokken op de gasmarkt

**De Russische inval in Oekraïne leidt tot grote prijsstijgingen en volatiliteit op de gasmarkt, die daarmee een afspiegeling is van onzekerheden rond gasleveringen.** De opwaartse druk op de gasprijs door de oorlog komt boven op de stijgende trend die vorig jaar al is ingezet. In 2021 steeg de gasprijs al van 15 euro/MWh tot ruim 80 euro/MWh, vooral als gevolg van betere economische vooruitzichten na de coronacrisis, zie figuur 7. In de eerste maanden van dit jaar nam de prijsvolatiliteit sterk toe door enerzijds de oorlogsdreiging en dus onzekerheid over gaslevering (Nordstream II) en anderzijds extra levering van liquide gas en de zachte winter. Daarnaast droegen de beperkte voorraden bij aan de volatiliteit, omdat deze minder fungeerde als schokdemper. Na de invasie in Oekraïne kende de gasprijs een zeer hoge piek van 345 euro/MWh. De afgelopen weken is de gasprijs weer enigszins gedaald, al blijft de volatiliteit hoog. Uitspraken van politici over het al dan niet versneld vullen van gasvoorraden beïnvloeden de gasprijs momenteel sterk. De gasmarkt is daarmee een afspiegeling van onzekerheden rond leveringen en de vraag naar gas. Deze reële onzekerheden komen in de gasprijs tot uiting, wat laat zien dat de markt functioneert. Marktpartijen verwachten dat de gasprijs de komende periode weer zal dalen, zie figuur 8.

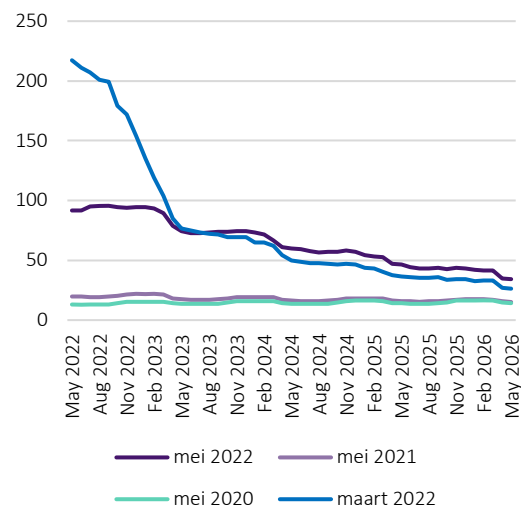


Figuur 7: De prijs van gas stijgt en kent grote volatiliteit (in EUR)



Bron: Bloomberg

Figuur 8: Marktpartijen verwachten dat de gasprijs daalt (gasfutures in EUR)



Bron: AFM

In Europa komt de referentie-gasprijs in belangrijke mate tot stand door prijsvorming via handel op de TTF-gasmarkt<sup>2</sup>. Marktpartijen zien het Nederlandse TTF gascontract sinds 2020 als de benchmark voor de Europese gasprijzen. Op deze *future*-markt gaan partijen de verplichting aan om gas te leveren dan wel af te nemen op een bepaald moment in de toekomst. De *future*-contracten variëren in looptijd van één à twee dagen (spotmarkt) tot een jaar. De handel in deze contracten komt tot stand op het handelsplatform van ICE Endex, dat onder toezicht staat van de AFM. Omdat het een *future*-markt betreft, en partijen dus een verplichting aangaan, dienen marktpartijen vooraf en bij hoge volatiliteit zekerheden te stellen in de vorm van marginverplichtingen. De hoogte van deze verplichtingen wordt bepaald door ICE Clear UK dat dit deel van het risicomanagement op zich neemt en onder toezicht staat van FCA.

**Gasfutures bieden energie- en industriebedrijven de mogelijkheid zich in te dekken tegen onverwachte prijschommelingen.** Een belangrijke functie van de TTF-gasmarkt is dat het bedrijven die gas in- of verkopen de mogelijkheid biedt om zekerheid te hebben over een toekomstige gasprijs, zodat zij daarop kunnen inspelen in hun productie en bij de prijsstelling aan bijvoorbeeld huishoudens die gas afnemen. Financiële partijen treden hierbij op als intermediair tussen kopers en verkopers. Daarnaast zijn op deze markt ook financiële partijen actief die namens klanten of voor eigen rekening beleggen in gas.

**De sterk gestegen en volatiele gasprijs leidt tot verschillende risico's.** Zo werden afgelopen tijd verschillende, vooral kleinere, energieleveranciers zodanig getroffen door de prijsstijging dat ze failliet gingen. Daarnaast gaan de grote prijschokken op deze markt gepaard met hoge marginverplichtingen. De afwikkeling hiervan vindt plaats door een beperkt aantal grote *clearing members*. Dat zijn banken die namens hun klanten garant staan voor deze marginverplichtingen. Wanneer klanten niet kunnen betalen lopen zij dus verlies. Tot op heden zijn de verliezen beperkt. Omdat margin in liquide middelen voldaan moeten worden ontstaat ook liquiditeitsrisico, ofwel het risico dat solvabele bedrijven niet snel genoeg aan liquide middelen kunnen komen om aan deze verplichting te voldoen. De Europese organisatie van energieleveranciers heeft (EFET) heeft hierop gewezen in een brief waarin zij pleiten voor liquiditeitssteun vanuit centrale banken om in noodgevallen aan liquiditeit te kunnen komen. Die steun is er niet vanuit centrale banken gekomen. Wel heeft in Duitsland de overheid besloten om leningen te verstrekken aan energiebedrijven om zo dit liquiditeitsprobleem te verkleinen. De door de volatiliteit gestegen marginverplichtingen vormen voor

<sup>2</sup> Dit contract is vernoemd naar de TTF, Title Transfer Facility, een virtuele locatie waar Gasunie partijen de gelegenheid geeft om rechten op gas dat in het Nederlandse systeem aanwezig is te verkopen aan een andere partij.

bedrijven en financiële instellingen ook een kostenpost. Ze zijn immers verplicht om extra liquiditeit te stallen bij ICE Clear UK. Daarmee zijn niet alleen de kosten van gas zelf, maar ook de kosten van het indekken tegen prijsschokken toegenomen. Mede daarom dekken bedrijven zich minder in tegen toekomstige prijsveranderingen.

**Om te voorkomen dat één partij een te grote invloed heeft op de gasprijs kent deze markt positielimieten.** Dit houdt in dat marktpartijen zijn begrensd in de omvang van de positie die zij mogen innemen met TTF-futures. Wanneer één partij grootschalig zou inkopen, dan zou dit immers een onbedoeld prijsopdrijvend effect kunnen hebben. Uiteindelijk kan dit zelfs leiden tot een zogenoemde *short-squeeze*, zoals onlangs op de markt voor nikkel het geval was en daar tot een prijsspiek leidde en het terugdraaien van transacties door het Britse handelsplatform LME. Een *short-squeeze* ontstaat als één partij op een derivatenmarkt de positie inneemt dat anderen op termijn moeten leveren en tegelijkertijd de te leveren goederen of effecten grotendeels opkoopt. Tegenpartijen moeten bij levering dan aankopen van en verkopen aan dezelfde partij, wat tot een sterk prijsopdrijvend effect kan leiden.

**Gezien de huidige marktonrust houdt de AFM de gasmarkt scherp in de gaten.** Onderdeel daarvan het is het monitoren van positielimieten van marktpartijen, het opsporen van marktmanipulatie en het toezien op ordentelijk functionerende marktinfrastructuur. Ook houdt de AFM nauw contact met marktpartijen en de Britse toezichthouders over de zekerstelling van posities door marginverplichtingen. Vanwege de centrale positie van de TTF-future op de Europese gasmarkt heeft deze markt ook vanuit stabiliteitsoptiek de aandacht van de AFM. Tot op heden hebben zich geen grote problemen voorgedaan.

### 2.2.2 Ook op de markt voor Europese emissierechten stijgt de prijs en neemt de volatiliteit toe

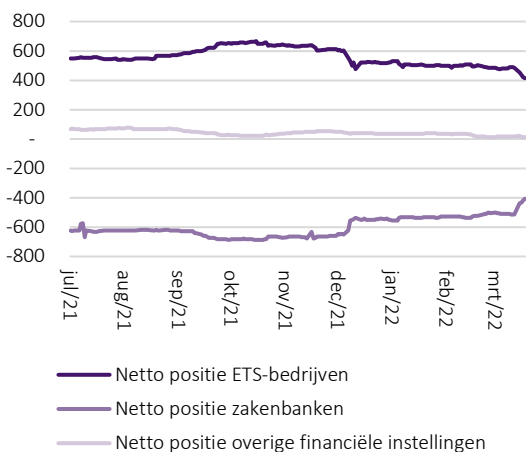
**De onrust op de gasmarkt raakt de Europese handel in CO<sub>2</sub>-emissies.** Om de uitstoot van broeikasgassen op een efficiënte wijze te beperken is in de EU een systeem voor emissiehandel (EU ETS) opgetuigd. Dit handelssysteem zorgt ervoor dat er een prijs gekoppeld wordt aan de CO<sub>2</sub>-uitstoot, het belangrijkste broeikasgas, zodat bedrijven de kosten van deze uitstoot meewegen in hun bedrijfsvoering. Door uitstoot te beprizen wordt het voor bedrijven aantrekkelijker om te investeren in CO<sub>2</sub>-besparende technologie. Het EU ETS systeem werkt volgens een cap and trade-principe waarbij een plafond aan het totaal uit te stoten CO<sub>2</sub> is vastgesteld. Daarbinnen ontstaat de emissieruimte waarin gehandeld kan worden. Eén emissierecht, *European Union Allowances* (EUA), geeft het recht om één ton CO<sub>2</sub> uit te stoten. Bedrijven kunnen emissierechten kopen op veilingen en handelsplatformen of van andere bedrijven. Onder bepaalde omstandigheden krijgen ze gratis rechten van de overheid. Het maximale uitstootplafond wordt jaarlijks verlaagd, zodat emissies afnemen en als hierdoor de prijs van CO<sub>2</sub>-uitstoot stijgt geeft dit bedrijven een prikkel om te verduurzamen.

**Op de secundaire markt voor emissierechten spelen EUA-derivaten een belangrijke rol.** De secundaire handel in emissierechtderivaten vindt voor 90-95% plaats op het handelsplatform ICE Endex, dat sinds Brexit in Nederland gevestigd is. De AFM is daarmee de toezichthouder op een groot deel van de EUA-derivatenmarkt.

**Op de markt van EUA-derivaten kunnen bedrijven die vallen onder het ETS zich indekken tegen prijsschommelingen van emissierechten.** Net als op de gasmarkt kunnen zij bijvoorbeeld een *future* kopen. Deze geeft recht op de aankoop van emissierechten in de toekomst tegen een vooraf vastgestelde prijs. Interessant aan deze markt is dat bedrijven die onder het ETS vallen zich allemaal graag indekken tegen koersschommelingen en dus dat binnen deze groep geen natuurlijke tegenpartijen bestaan om dit risico over te nemen. Dit in tegenstelling tot bijvoorbeeld de gasmarkt, waarbinnen gasleveranciers en gasafnemers elkaars natuurlijke tegenpartijen zijn. In de EUA-markt treden daarom financiële instellingen op als tegenpartij van de ETS-bedrijven. Zij verkopen *futures* en verplichten zich daarmee emissierechten te leveren tegen de in de *future* vastgestelde prijs. Daarmee nemen zij het risico van prijsschommelingen over. De vergoeding hiervoor hangt samen met de prijs van de *future*. Dat financiële instellingen optreden als tegenpartij van ETS-bedrijven is goed te zien uit netto short-posities van financiële instellingen versus de netto long posities van

ETS bedrijven, die vertonen eenzelfde patroon, zoals weergegeven in figuur 9. Een derde te onderscheiden groep marktpartijen bestaat uit de andere financiële instellingen zoals beleggingsinstellingen en handelaren voor eigen rekening (HERs). Dit is een relatief nieuwe groep participanten op deze markt en ze hebben relatief kleine posities, zie figuur 9. Deze financiële instellingen verschaffen additionele liquiditeit aan de markt.

Figuur 9: Verschillende partijen op de EUA-markt (in EUR mln)



Bron: ICE Endex

Figuur 10: Ontwikkeling prijs per ton CO<sub>2</sub> (in EUR)



Bron: ICE Endex

**De markt voor emissierechtderivaten is in de afgelopen jaren sterk gegroeid.** Eind 2018 lag de prijs van emissierechten nog rond de 20 euro per ton CO<sub>2</sub>. Inmiddels ligt de prijs rond de 80 euro, zie figuur 10. Een van de redenen voor de prijsstijging is de hervorming van het ETS door uitbreiding van de scope en nieuwe maatregelen in het kader van *Fit for 55*. Beleidsmakers kunnen met de in 2019 geïntroduceerde *market stability reserve* emissierechten uit de markt halen, ter bevordering van een stabiele CO<sub>2</sub>-prijsontwikkeling. Daarnaast is door het herstel na corona de economische activiteit toegenomen en daarmee het energieverbruik en de vraag naar emissierechten. Bovendien zorgt de hogere gasprijs voor een switch naar het gebruik van kolen voor energieopwekking, wat meer CO<sub>2</sub> uitstoot, waardoor de vraag naar emissierechten verder toeneemt. In maart 2022 speelde de marktonrust als gevolg van de oorlog in Oekraïne ook op de emissierechtenmarkt. Waarschijnlijk was de sterke koersdaling een gevolg van onzekerheid rondom groeivoorzichten, waardoor bedrijven minder emissierechten nodig hebben en van het afwikkelen van posities om aan hoge marginverplichtingen te voldoen.<sup>3</sup> Hoge prijsvolatiliteit op deze markt kan een risico vormen omdat dit voor bedrijven tot plotselinge hoge kosten kan leiden en omdat de onzekerheid die hieruit volgt nadelig is voor langetermijninvesteringen in duurzame technologie. Ook geldt in deze derivatenmarkt, net als in de gasderivatenmarkt, dat marktpartijen zekerheden moeten stellen in de vorm van marginverplichtingen en deze kunnen sterk oplopen bij grote prijsfluctuaties.

**Voor de beprijzing van CO<sub>2</sub>-uitstoot is het belangrijk dat de markt voor emissierechtderivaten goed blijft functioneren en niet stilvalt.** Aangezien het overgrote deel van deze markt zich in Nederland op het platform van ICE Endex bevindt, heeft de AFM ook vanuit systeem perspectief aandacht voor deze markt. Dit vertaalt zich in toezicht op de governance en operationele beheersing van het ICE Endex platform, naast het toezicht op marktmisbruik. Meer beleidsmatig speelt momenteel de vraag of invoering van positielimiets wenselijk zou zijn in de EUA-derivatenmarkt. In de optiek van de AFM is het belangrijk om eerst na te gaan of limieten effectief zullen zijn binnen deze markt en wat het effect van limieten is op de marktliquiditeit.

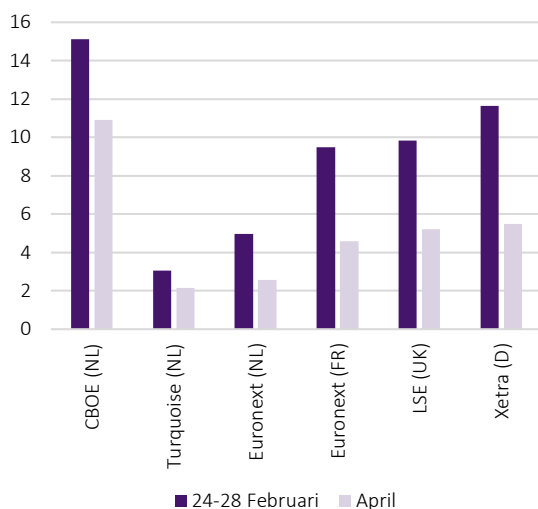
<sup>3</sup> Zie ESMA (2022). [Emission allowances and associated derivatives](#). Final Report, 28 maart 2022.

### 2.2.3 Marktonrust zet ook druk op de operationele capaciteit van aandelen- en obligatiemarkt

#### De marktonrust zet ook druk op het functioneren van aandelen- en obligatiemarkten en hun deelnemers.

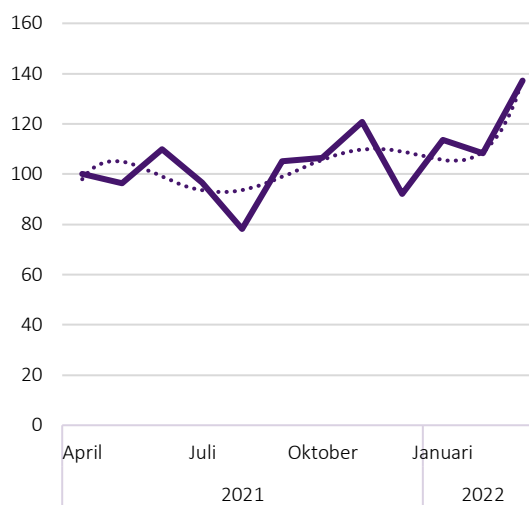
Grote volatiliteit op aandelen- en obligatiemarkten gaat veelal gepaard met hogere omzetten. Zo waren de omzetten op aandelenmarkten tijdens de inval van Rusland in Oekraïne bijna tweemaal zo hoog als normaal, zie figuur 11. Naast het Amsterdamse platform van Euronext zetelen ook twee aandelenplatformen in Nederland die EU-breed opereren, namelijk Cboe en Turquoise. Elk van deze platformen had te maken met hoge handelsomzetten. Zowel Cboe als Turquoise beiden de mogelijkheid om te handelen in aandelen die op Euronext zijn genoteerd. Tegelijkertijd blijkt deze handel gevoelig voor het stilvallen van Euronext. Dit is mede vanuit stabiliteitsperspectief een aandachtspunt voor de AFM.

Figuur 11: Omzetten Europese aandelenmarkten (in EUR mrd p.d. gemiddeld)



Bron: Cboe

Figuur 12: Omzetten obligatieplatformen in NL (index, mei 2021 = 100)



Bron: AFM

**Ook op obligatiemarkten stegen de omzetten de afgelopen maanden sterk, zie figuur 12.** Dit hangt samen met verhoogde handelsactiviteit, maar komt ook doordat marktpartijen elkaar beter weten te vinden op centrale platformen in tijden van marktonrust. Obligatietransacties vinden van oudsher bilateraal plaats tussen zakenbanken onderling en tussen zakenbanken en hun klanten. De afgelopen jaren is echter een ontwikkeling gaande waarbij marktpartijen steeds vaker gebruik maken van handelsplatformen, die als voordeel hebben dat er veel partijen op zijn aangesloten. Dit voordeel speelt versterkt in crisissituaties wanneer banken wat voorzichtiger worden. In Europa zijn inmiddels meerdere grote obligatieplatformen actief waarvan een aantal in Nederland, namelijk Bloomberg, MarketAxess en Tradeweb. Doordat er meerdere platformen actief zijn is de vervangbaarheid in deze markten groot en speelt in deze markt dus minder het punt dat het uitvallen van één platform leidt tot het stilvallen van de markt.

**Gezien de risico's die met deze volatiliteit en extra omzetten gepaard gaan, heeft de AFM haar toezicht aangescherpt.** Zo wordt op frequente basis de ontwikkeling van shortposities in Nederlandse aandelen gemonitord. Ook heeft de AFM in een "Dear CEO" brief uitgevende instellingen gewezen op hun verantwoordelijkheid voor het tijdig melden van voorwetenschap in relatie tot de effecten van de oorlog in Oekraïne. Als onderdeel van de sanctiepakketten tegen het Russische bewind hebben de handelsplatformen de handel in aandelen en andere effecten van Russische bedrijven stopgezet, waarbij ze door de AFM zijn geïnformeerd over de betrokken bedrijven. Ondanks de hogere risico's hebben zich geen grote incidenten voorgedaan.

## 2.2.4 Toezichtthema's kapitaalmarktplatformen

Een belangrijk thema op de kapitaalmarkten onder AFM-toezicht blijft de operationele betrouwbaarheid van handelsplatformen, inclusief weerbaarheid tegen cyberrisico. De afgelopen tijd is het aantal cyberaanvallen op financiële instellingen beperkt gebleven. Dit hangt mogelijk samen met de oorlog in Oekraïne, die leidt tot verhoogde cyberactiviteit rond oorlogsdoelen en de verdediging daarvan. Dit neemt niet weg dat specifieke markten juist door het geopolitieke belang onder vuur kunnen komen te liggen. Ook blijkt met enige regelmaat dat software kwetsbaar is voor cyberaanvallen. Dit speelde bijvoorbeeld het Java-programma Apache parten dat door veel financiële instellingen wordt gebruikt. Tegen deze achtergrond heeft de AFM extra aandacht voor cyberrisico's. Als onderdeel daarvan worden cruciale delen van de kapitaalmarktinfrastructuur binnen het Tiber-programma blootgesteld aan testen door hackers (red team), om zo te onderzoeken of de cyberbeveiliging voldoende robuust is. Momenteel wordt Europese regelgeving op cybergebieb (DORA) ontwikkeld dat toezichthouders extra mogelijkheden biedt om te controleren of marktpartijen hun systemen op orde hebben.

Daarnaast speelt op kapitaalmarkten de opkomst van crypto's. Hoewel op deze markten vooral particuliere beleggers deelnamen, zijn tegenwoordig ook professionele partijen actief, waaronder hedgefondsen, HERs en fondsen die beleggen in crypto. Daarnaast zal de aankomende Europese regulering van deze markten (MiCAR) ertoe leiden dat een vergunningstelsel ontstaat wat naar verwachting tot additionele toetreding van professionele partijen leidt. Zie hoofdstuk 5 voor verder bespreking van dit onderwerp en de rol van de AFM.

Een derde, meer beleidsmatig thema, waar de AFM zich sterk voor maakt is de integratie van Europese kapitaalmarkten via centrale informatieverstrekking over effectentransactie, een zogenoemde *consolidated tape*. Met tientallen (nationale) beurzen en handelsplatformen in verschillende landen is de Europese kapitaalmarkt gefragmenteerd. Voordeel hiervan is dat handelsplatformen met elkaar concurreren en dus nieuwe innovatieve diensten aanbieden en streven naar lage kosten. Nadeel is echter dat geen sprake is van centrale prijsformatie, terwijl dit wel efficiënt zou zijn. Doordat vragers en aanbieders van obligaties, aandelen en andere effecten verbonden kunnen zijn aan verschillende platformen, vinden vraag en aanbod elkaar niet altijd tegen de meest gunstige prijs. Ook bestaat hierdoor geen centrale Europese referentieprijis voor financiële instrumenten. Daarnaast is het voor beleggers moeilijk om te controleren of sprake is van best *execution*, wanneer een bank of broker namens hen een transactie aangaat, zoals volgens EU richtlijnen wel zou moeten. Deze situatie is te verbeteren door de informatie over prijzen van verschillende platformen te integreren in één bron van marktinformatie, een *consolidated tape*. Dit zou in essentie betekenen dat alle EU-platformen hun handelsdata naar één systeem sturen, dat vervolgens een overzicht van alle platformen biedt. Zo'n *consolidated tape* biedt dan handelsinformatie (ex post) over transacties, prijzen en volumes in aandelen, obligaties en derivaten. Dit maakt referentieprijzen inzichtelijk, helpt bij het controleren van best *execution* en vergroot de liquiditeit op markten. In de optiek van de AFM zou zo'n centrale informatiebron bijdragen aan de integratie van Europese kapitaalmarkten. Dit geldt in versterkte mate voor obligatiemarkten waar momenteel de marktfragmentatie het grootst is.

Om bij te dragen aan de totstandkoming van een *consolidated tape* heeft de AFM een aantal initiatieven ontplooid. De totstandkoming van een *consolidated tape* staat al langer op de beleidsagenda van de Europese Commissie, maar kwam eerder niet van de grond vanwege een gebrekkig juridisch raamwerk in de huidige wetgeving. Nu de door de Europese Commissie voorgestelde wijzigingen in MiFIR deze obstakels grotendeels wegnemen, heeft de AFM een werkgroep in het leven geroepen bestaande uit handelsplatformen, investeringsbanken en institutionele beleggers om bij te dragen aan het debat over de technische aspecten. Daarnaast werken in de Innovation Hub van de AFM een zestal FinTechs aan technische concepten voor de *tape*. Onder aanvoering van de AFM heeft de werkgroep inmiddels technische principes opgesteld voor een *consolidated tape* voor bedrijfsobligaties. Juist in deze markt is namelijk veel te winnen aan transparantie. Op termijn draagt dit bij aan toegang van bedrijven tot de kapitaalmarkt.

# 3 Risico's en trends in de vermogensbeheersector

De vermogensbeheersector speelt een steeds prominenter rol op financiële markten. De sector verschaft financiering aan ondernemingen en verleent beleggers toegang tot kapitaalmarkten. In Nederland beleggen vermogensbeheerders vooral pensioengelden, maar ook particuliere beleggers worden steeds actiever. In internationale beleidsdiscussies met betrekking tot financiële stabiliteit staat de vermogensbeheersector hoog op de agenda. De COVID-crisis en de oorlog in Oekraïne hebben duidelijk gemaakt dat de sector kwetsbaar kan zijn met mogelijke gevolgen voor de financiële stabiliteit.

## 3.1 Impact van de oorlog in Oekraïne en sancties op de Nederlandse vermogensbeheersector

In reactie op de invasie van Oekraïne door Rusland heeft de Europese Commissie een fors sanctiepakket opgelegd aan Rusland. Een aantal van de sancties (e.g. gericht op SWIFT en de Russische centrale bank) en tegenreacties van de Russische overheid (de facto kapitaalrestricties) hebben het zo goed als onmogelijk gemaakt om te handelen in Russische aandelen en obligaties.

Dit raakt vermogensbeheerders die hun Russische beleggingen niet kunnen verkopen en bij gebrek aan prijsvorming ook niet kunnen waarderen. Op deze manier is sprake van *stranded assets* in de beleggingsportefeuilles. Op basis van cijfers per ultimo 2021 schat de AFM dat dit risico optreedt voor EUR 1 à 2 miljard aan activa. Deze activa zullen ondertussen nog maar een fractie van dit bedrag waard zijn als gevolg van afwaardering of afschrijving. De AFM heeft één melding ontvangen van een Nederlandse beheerder die de aan- en verkoop van participaties in twee (Europese opkomende landen aandelen) fondsen heeft opgeschort als gevolg van de waarderingsproblematiek van Russische aandelen. Deze twee fondsen zijn opgeschort sinds 1 maart en de beheerder is van plan om de fondsen te liquideren. In andere Europese landen (zoals Oostenrijk, Luxemburg en Zweden) is de blootstelling aan de Russische financiële markt groter en zijn meer fondsen opgeschort. In totaal zijn er binnen de EU en EEA 124 fondsen waarvan de onttrekkingen zijn opgeschort.

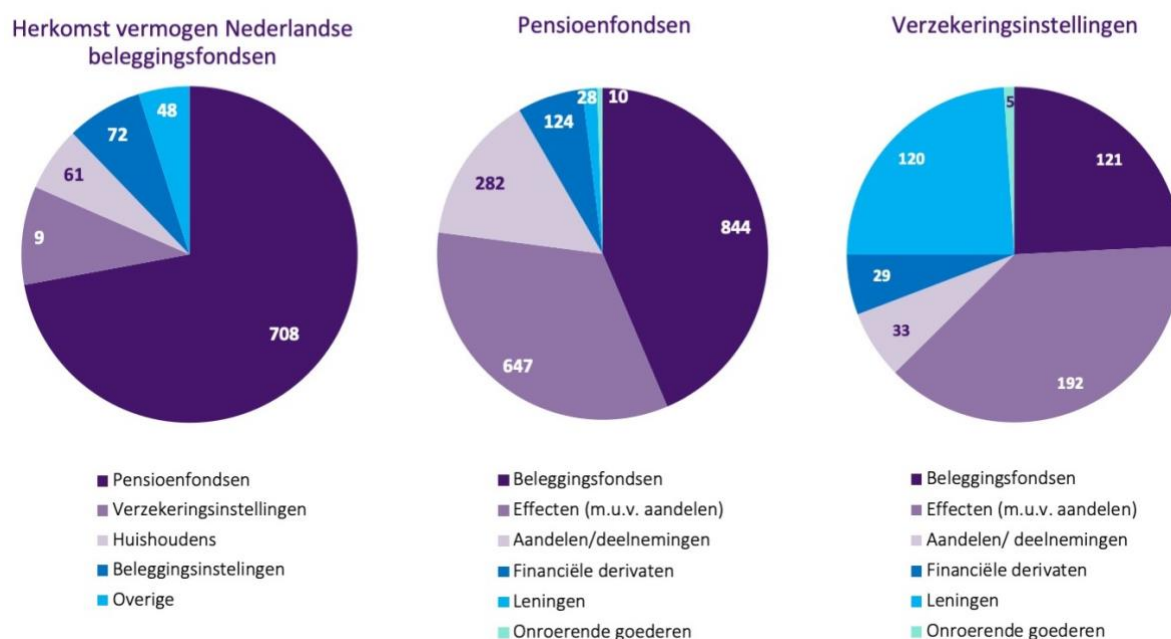
## 3.2 Stabiliteitsrisico's binnen de Nederlandse sector

De omvang van Nederlandse beleggingsfondsen is in 2021 licht toegenomen tot circa EUR 982 miljard<sup>4</sup>. De lichte stijging is het gevolg van de combinatie van een gunstig beursklimaat met netto onttrekkingen uit beleggingsfondsen. Het vermogen dat de Nederlandse sector beheert komt voornamelijk van pensioenfondsen, zie figuur 13. Daarnaast is een aanzienlijk deel afkomstig van verzekeraars. Een groot deel van dit vermogen wordt belegd in Nederlandse beleggingsinstellingen, namelijk zo'n EUR 708 miljard aan het pensioenvermogen en EUR 93 miljard vermogen van verzekeraars. Het andere deel wordt beheerd op individuele basis (via mandaten) of door buitenlandse fondsen. Voor het grootste gedeelte wordt het fondsvermogen belegd in aandelen- en obligatiefondsen (respectievelijk 41% en 19%; zie figuur 14).

---

<sup>4</sup> In de rapportage van vorig jaar waardeerden we het vermogen van Nederlandse beleggingsfondsen op EUR 1.000 miljard. Dit cijfer is gebaseerd op de financieel-economische data van DNB. Voor het cijfer van dit jaar baseren we ons op toezichtdata van de AFM. Per ultimo 2021 is het vermogen op basis van de financieel-economische data van DNB EUR 1.036 miljard, een verschil van EUR 54 miljard of 5,5% met de toezichtdata. De oorzaak voor dit verschil is lastig te achterhalen maar kan gelegen zijn in de mogelijkheid dat beheerders andere cijfers rapporteren voor de financieel-economische data dan voor de toezichtdata.

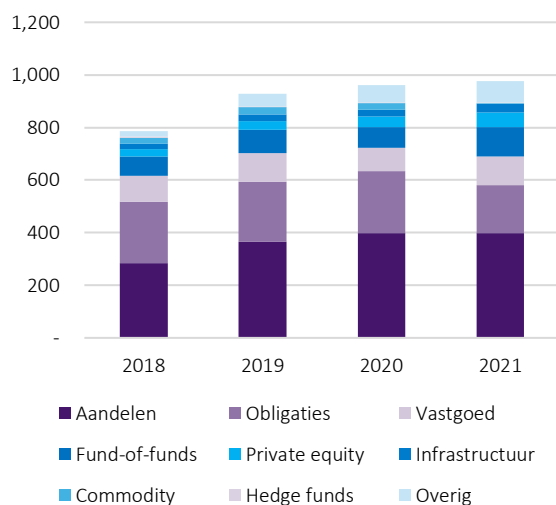
Figuur 13: Herkomst vermogen in Nederlandse beleggingsinstellingen eind 2021 (in mrd EUR)



Bron: DNB

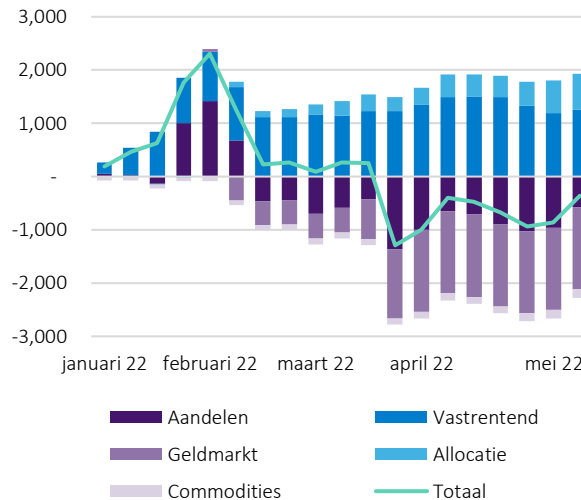
**De vermogensbeheersector is vanwege de doorgaans beheerste financieringswijze een robuust onderdeel van de financiële sector, maar kent ook kwetsbaarheden.** De lange horizon van de institutionele beleggers zorgt ervoor dat Nederlandse beleggingsfondsen doorgaans een stabiele financieringsbasis hebben. Bovendien wordt dit vermogen voor het grootste gedeelte behoudend belegd. Toch kent de sector ook kwetsbaarheden. Dit is mede de reden waarom er in internationale fora (zoals de mondiale *Financial Stability Board* en de *European Systemic Risk Board*) verhoogde aandacht is voor de stabiliteitsrisico's van niet-bancaire financiële instellingen (NBFI). Enkele van de belangrijkste onderwerpen die onder een vergrootglas liggen zijn de liquiditeitsmismatch bij beleggingsfondsen met minder liquide activa, liquiditeitsproblemen als gevolg van margeverplichtingen bij derivatenportefeuilles en het vergroten van marktschokken door gebruik van hefboomfinanciering in beleggingsfondsen.

Figuur 14: Vermogen NL beleggingsfondsen (in mrd EUR)



Bron: AIFMD Rapportage

Figuur 15: Cumulatieve netto in- en uitstroom (in mln EUR)



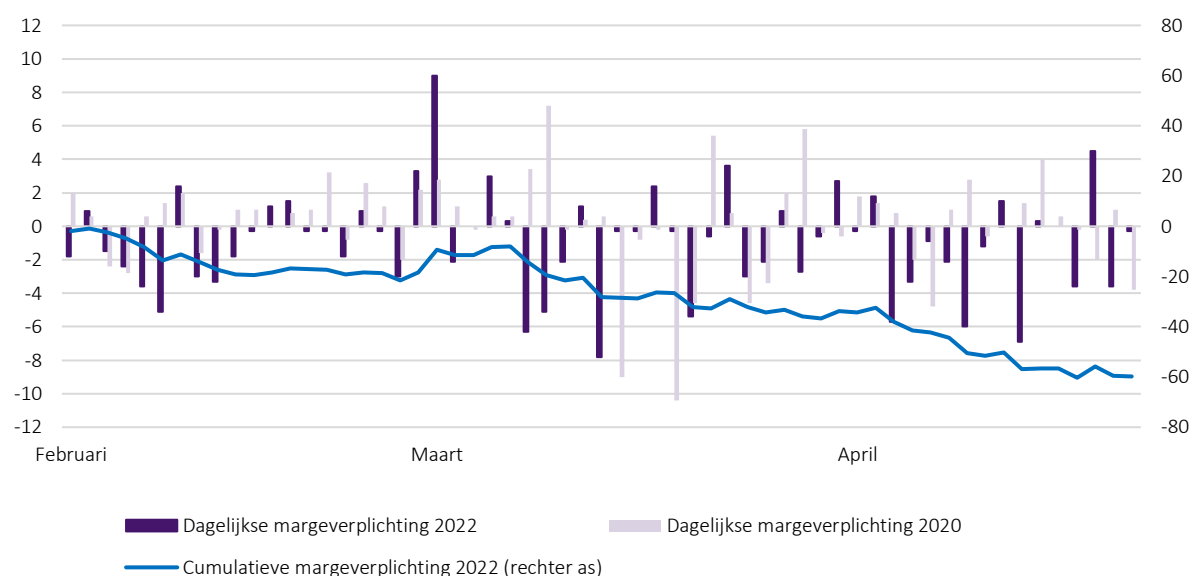
Bron: Morningstar

**Beleggingsfondsen kunnen met acute liquiditeitsproblemen te maken krijgen als de activa van het fonds niet tijdig verkocht kunnen worden om uittredende beleggers uit te keren.** Dit risico is vooral pregnant tijdens crisissituaties als de assetmanagementsector geconfronteerd wordt met bovengemiddelde uitstroom uit beleggingsfondsen. Ten tijde van de marktcorrectie als gevolg van de oorlog in Oekraïne heeft de AFM de in- en uitstroom uit beleggingsfondsen dan ook intensief gemonitord. Tot op heden heeft deze monitoring niet gewezen op verhoogde uitstroom uit Nederlandse beleggingsfondsen, zie figuur 15.

**Beleggingsportefeuilles met grote derivatenposities kunnen in liquiditeitsproblemen komen als deze niet op tijd liquiditeit kunnen genereren om aan margeverplichtingen uit hoofde van derivaten te voldoen.** Een abrupte stijging van de rente leidt ertoe dat de beheerders van deze portefeuilles in korte tijd (1 á 2 dagen) miljarden euro's aan liquide middelen en/of obligaties moeten vrijmaken om marges te betalen. De AFM heeft eerder al aandacht gevraagd voor het risico van margin calls bij derivatenportefeuilles van vermogensbeheerders<sup>5</sup>. In het Financieel Stabiliteitscomité (FSC) is afgesproken dat dit comité nader onderzoek zal doen naar de wenselijkheid van mogelijk aanvullende beleidsopties om liquiditeitsrisico's te beheersen. Dit zal in samenhang met bestaande regelgeving en lopende nationale en internationale beleidsinitiatieven worden gezien.

**De recent gestegen kapitaalmarktrentes hebben nog niet tot onoverkomelijke liquiditeitsproblemen geleid bij beheerders van grote rentederivatenportefeuilles.** Ook in de periode februari tot en met april 2022 zijn rentes sterk gestegen, alhoewel niet zo abrupt als in maart 2020 tijdens de Coronacrisis. De margin calls waren dit jaar nog niet groter dan EUR 8 miljard per dag, zie figuur 16. Wel stroomde er in totaal al EUR 60 miljard aan kapitaal van pensioenfondsen naar tegenpartijen en clearinghuizen. De AFM heeft in deze context geregeld contact met beheerders van grote rentederivatenportefeuilles. Zij omschrijven de situatie als uitdagend maar niet zorgwekkend. Vooral wanneer een rentestijging samenvalt met een verslechtering van de liquiditeit in de geldmarkt, zoals in crises regelmatig voorkomt, kan dit tot een problematische situatie leiden.

Figuur 16: Geschatte dagelijkse en cumulatieve margeontvangsten (positieve waarden) en -verplichtingen (negatieve waarden) Nederlandse pensioenfondsen (in mrd EUR)



Bron: AFM & Macrobond

<sup>5</sup> Zie [Marktschokken coronacrisis tonen liquiditeitsrisico vermogensbeheerders | december | AFM Professionals](#)

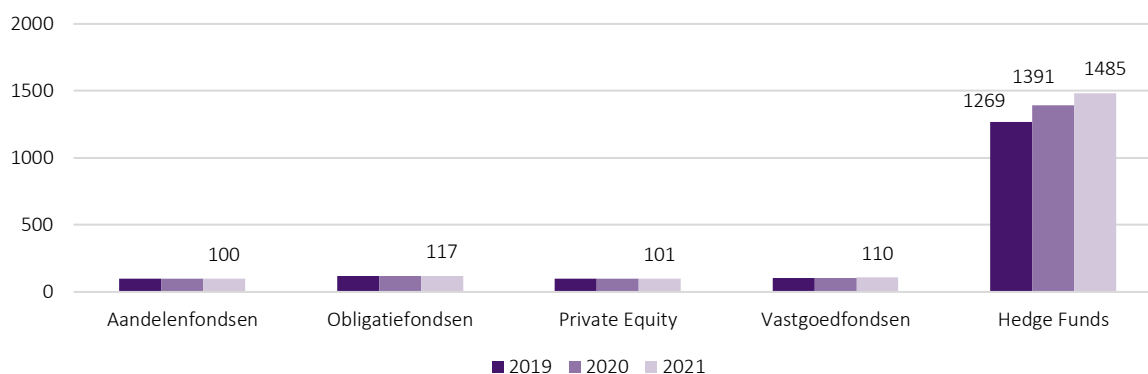


**Fondsen die gebruik maken van hefboomfinanciering brengen risico's met zich mee.** De beleggingen van de vermogensbeheersector worden voor het grootste gedeelte gefinancierd door middel van eigen vermogen. In sommige gevallen wordt echter hefboomfinanciering gebruikt om een grotere blootstelling naar financiële markten te bewerkstelligen. Een dergelijke manier van beleggen brengt risico's met zich mee.

Hefboomfinanciering concentreert zich in Nederland bij hedgefondsen en enkele vastgoedfondsen, zie figuur 17. In 2021 heeft ESMA richtsnoeren uitgebracht gericht aan toezichthouders voor het monitoren en limiteren van hefboom-gerelateerde risico's. De AFM en DNB werken dit jaar gezamenlijk aan de invulling van deze richtsnoeren en de beheersing van de stabiliteitsrisico's als gevolg van hefboomfinanciering.

**Fondsen met zogeheten alternatieve strategieën zijn de afgelopen jaren sterk gegroeid en juist deze fondsen zijn gevoelig voor een omslag in het renteklimaat.** De groei komt vooral voort uit een zoektocht naar rendement (*search for yield*). Omdat bijvoorbeeld obligaties door de lage rente weinig rendement opleveren worden andere, alternatieve strategieën populair. De cumulatieve netto inleg in alternatieve fondsen was daarom de afgelopen jaren positief, terwijl dit voor aandelen- en obligatiefondsen negatief was. Kenmerkend voor deze alternatieve beleggingen is het illiquide karakter. Dit levert enerzijds een risicopremie op. Anderzijds zijn de activa minder liquide en moeilijker te waarderen. Voorbeelden van alternatieve beleggingen zijn bedrijfsleningenfondsen, private equity en hypotheekfondsen.

Figuur 17: Hefboomfinanciering bij alternatieve beleggingsfondsen (als % van nettovermogen, 100 = geen hefboom)



Bron: AIFMD Rapportage

**Door het veranderende macro-economische klimaat stijgen kapitaalmarktrentes en kunnen zulke hoogrenderende en risicovolle fondsen een stuk minder aantrekkelijk worden.** Omdat deze activa minder liquide zijn kan dit voor problemen zorgen als het sentiment draait en grootschalige onttrekkingen plaatsvinden. Daarom is belangrijk dat de fondsvoorwaarden en het risicomanagement adequaat zijn ingericht om met de verhoogde risico's om te gaan. Daarnaast moet de beheerder over voldoende expertise beschikken om deze activa te waarderen. De AFM werkt dit jaar in ESMA-verband aan een *zogeheten common supervisory action* op het gebied van waardering van illiquide beleggingen<sup>6</sup>.

**Verschillende ontwikkelingen in de asset managementsector, zoals de margedruk en toenemende kosten, leiden tot consolidatie binnen de sector.** Zo worden beleggingsprocessen steeds verder geautomatiseerd en dat vraagt om stevige investeringen in technologie. Dit zet het verdienmodel van asset managers onder druk. Om zulke kosten te dragen zoeken marktpartijen vaak naar schaalvergroting en dat lijkt zich te uiten in een trend tot consolidatie. De recente overnames van NN IP (beheerd vermogen circa EUR 300 miljard) door Goldman Sachs en die van Actiam (beheerd vermogen circa EUR 22 miljard) door Cardano zijn hier voorbeelden van. Consolidatie kan bijdragen aan de toekomstbestendigheid van de asset managementsector, maar hierdoor neemt de diversiteit binnen de sector wel af.

<sup>6</sup> Zie: [ESMA launches a Common Supervisory Action with NCAs on valuation of UCITS and open-ended AIFs \(europa.eu\)](https://www.esma.europa.eu/press/news/esa-21-10).

### 3.3 Toezichtthema's vermogensbeheersector

**Adequaat liquiditeitsrisicomanagement blijft een belangrijk toezichtthema.** Liquiditeitsbeheer is een kritiek onderdeel van de beheerste bedrijfsvoering van fondsbeheerders en de eerste verdedigingslinie tegen stabiliteitsrisico's. De afgelopen jaren kenmerkten zich door ruim monetair beleid, lage rente, overwegend beperkte volatiliteit en *search for yield*. We bewegen de komende jaren mogelijk naar een ander financieel-economisch evenwicht. Daarnaast zorgen geopolitieke spanningen voor extra onzekerheid. De verhoogde volatiliteit op markten kan voor verhoogde liquiditeitsrisico's bij asset managers zorgen. Dit uit zich bijvoorbeeld in sterke onvoorspelbare onttrekkingen uit fondsen. Daarnaast kan verhoogde volatiliteit in de swaprentes of wisselkoersen voor hogere margin calls bij beheerders van derivatenportefeuilles zorgen. De AFM heeft de komende tijd aandacht voor de mate van beschikbaarheid van liquiditeitsbeheersmaatregelen (*liquidity management tools*) en het gebruik van liquiditeitstresstesten.

**De transitie naar een duurzame samenleving is een van de belangrijkste uitdagingen van deze tijd en zal de komende jaren een belangrijk thema blijven.** De financiële sector speelt een grote rol in deze transitie, niet alleen door de mogelijke sturing op verduurzaming via geïnvesteerd kapitaal maar ook door de manier waarop de sector omgaat met aan duurzaamheid gerelateerde risico's. Deze onderwerpen staan hoog op de internationale politieke agenda. Dit heeft geleid tot een reeks aan nieuwe wet- en regelgeving voor onder meer beleggingsfondsen en dit zal de komende tijd verder uitgebreid worden. Op basis hiervan zal de AFM aandacht houden voor dit thema. Zie hoofdstuk 5 voor een uitgebreidere beschrijving van de rol van de financiële sector en het AFM-toezicht op terrein van duurzaamheid.

**Technologische ontwikkelingen en digitalisering veranderen de bedrijfsvoering van assetmanagers en de vermogensbeheerketen.** De inzet van algoritmes als onderdeel van Artificial Intelligence (AI) systemen door asset managers neemt toe. Een aantal grote spelers maakt al gebruik van AI-systemen, zowel bij portfoliomanagement en operationele taken, waaronder 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 en mogelijke domino-effecten, waardoor financiële instabiliteit kan ontstaan. Het is noodzakelijk dat systemen goed worden beveiligd en dat middels procedures en processen, de risico's en gevolgen adequaat beheerst worden. Nieuwe wetgeving (DORA) is in de maak en dit gaat het toezicht een steviger aangrijpingspunt geven om hierop toe te zien.

**Momenteel speelt een internationale discussie over hoe de risico's voor de financiële stabiliteit vanuit de vermogensbeheersector het best geadresseerd kunnen worden<sup>7</sup>.** Achterliggend idee is dat het toegenomen belang van de sector voor de financiële stabiliteit mogelijk vraagt om extra maatregelen om die stabiliteit te waarborgen. Enerzijds kan daarbij gedacht worden aan maatregelen die de weerbaarheid van individuele fondsen vergroten. Een voorbeeld van dergelijke maatregelen is de huidige bevoegdheid van toezichthouders om aan- en verkoop van participaties in beleggingsfondsen op te schorten. Een nieuwe maatregel zou bijvoorbeeld kunnen worden ingezet om de onttrekkingen uit het fonds te beperken (*gating*) in plaats van volledige opschorting. Anderzijds wordt er ook nagedacht over instrumenten voor toezichthouders om preventief vanuit een stabiliteitsperspectief in te grijpen. Op dit moment kunnen toezichthouders het oplopen van systeemrisico's tegenhouden door het opleggen van een limiet op de hefboomfinanciering van beleggingsfondsen. Nieuwe ex-ante maatregelen dienen nog verder uitgedacht te worden.

---

<sup>7</sup> Zoals onder andere blijkt uit het werkprogramma van de Financial Stability Board: [FSB Work Programme for 2022 - Financial Stability Board](#).

**De naar aanleiding van de sancties tegen Rusland ontstane *stranded assets* vergroten waarderings- en liquiditeitsrisico's.** Afhankelijk van de wijze waarop fondsbeheerder hiermee omgaan, kan het ontstaan van *stranded assets* beleggers een prikkel geven om uit een fonds te stappen. Wanneer dit op grote schaal zou gebeuren en daarmee leidt tot ongecontroleerde activaverkopen (*fire sales*), kan dat de financiële stabiliteit raken. Ook ligt het gevaar op de loer dat beleggers benadeeld worden als gevolg van waarderingsonzekerheid. De waarderingsonzekerheid leidt ertoe dat beleggers mogelijk tegen een verkeerde koers in- of uitstappen. Binnen deze context speelt in Europees verband een discussie over de meest wenselijke liquiditeitsbeheersmaatregelen in geval van *stranded assets*. De AFM verwacht van beheerders dat zij in hun keuzes de belangen van beleggers passend beoordelen en hierbij onder meer een zorgvuldige afweging maken tussen het bieden van liquiditeitsopties aan beleggers enerzijds en verwateringsrisico's anderzijds. ESMA heeft met een recente publicatie een kader proberen te scheppen waartegen beheerders en toezichthouders de inzet van mitigerende maatregelen kunnen afwegen. De AFM onderstreept de principes die hierin zijn opgenomen en heeft de publicatie op haar website opgenomen.

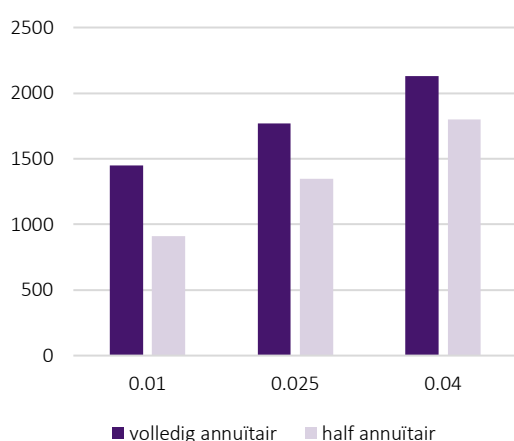
# 4 Risico's en trends voor klanten van financiële instellingen

Door de hoge inflatie en oplopende rente nemen risico's op de woningmarkt toe voor huishoudens die bij het aangaan van een hypotheek de grenzen van financieringsmogelijkheden hebben opgezocht. Mogelijk zorgt de oplopende rente ook voor een einde aan de sterke huizenprijsstijging van afgelopen jaren. Daarnaast blijft beleggen aan populariteit winnen onder Nederlandse particulieren, die wensen te profiteren van aantrekkelijke rendementen, maar daarmee wel blootstaan aan soms zeer volatiele markten. Particulieren speculeren met crypto's, die door aanstaande regulering mogelijk aan aantrekkingskracht winnen, terwijl aan crypto's vaak zeer grote risico's blijven kleven.

## 4.1 Door de hoge inflatie en stijgende rente nemen risico's op de huizenmarkt toe

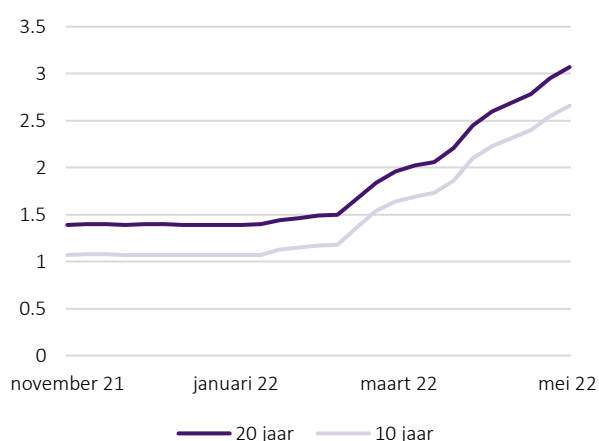
Huizenprijzen zijn de afgelopen periode wederom sterk gestegen, al zijn er signalen dat de stijging afvlakt. In het eerste kwartaal van 2022 bedroeg de gemiddelde huizenprijsstijging in Nederland een forse 13,7 procent ten opzichte van een jaar eerder. Tegelijkertijd zijn er eerste tekenen van een stabilisatie. Zo was in het eerste kwartaal van dit jaar landelijk sprake van een huizenprijsdaling van 2,1 procent ten opzichte van eind 2021. Ook daalde de vierkantemeterprijs van woningen in Nederland met 0,5 procent op kwartaalbasis. In Amsterdam bedroeg deze daling zelfs 2,4 procent. Door de rentestijging neemt de betaalbaarheid van koopwoningen af. De hypotheekrente is sinds het dieptepunt in oktober 2021 met zo'n 1,5 procentpunt gestegen, zie ook figuur 19. Een huishouden dat tweemaal modaal verdient kan daardoor zo'n 20.000 euro minder lenen op basis van de huidige leennormen. Deze kredietbeperking zal komende tijd huizenprijzen neerwaarts beïnvloeden.

Figuur 18: Bruto maandlasten bij hypotheek van 450.000 (in EUR)



Bron: AFM

Figuur 19: Sterke rentestijging sinds begin 2022 (in % o.b.v. NHG)



Bron: Van Bruggen adviesgroep

**De hoge inflatie en stijgende rente leiden tot een groter risico op betalingsproblemen.** Door de sterke prijsstijgingen, vooral van energie, nemen reële inkomens af. Voor een huishouden met een variabel energiecontract bedragen de extra energiekosten al snel 100 euro per maand.<sup>8</sup> Wanneer de inflatie verder doorzet en loonstijging daarbij achterblijft, zullen betalingsrisico's toenemen. Voor veel huiseigenaren is een rentestijging niet direct een probleem, omdat zij veelal de rente voor langere tijd hebben vastgezet. Ook geldt dat de rente in historisch perspectief nog steeds laag is. Daarom zal bij het aflopen van een rentevasteperiode de nieuwe rente vooralsnog vaak lager zijn.

**Vanuit financiële stabiliteitsperspectief is vooral van belang hoe huizenprijzen en de rente zich de komende tijd ontwikkelen.** Gezien de forse prijsstijgingen van afgelopen jaren zal een lichte prijsdaling niet tot ernstige problemen leiden, omdat maar weinig huizen dan onder water komen te staan. Dit neemt niet weg dat huishoudens die recent een huis hebben gekocht wel met onderwaterproblematiek te maken kunnen krijgen. Tevens laat de historie zien dat huizenprijzen sterk kunnen dalen, bijvoorbeeld als een rentestijging samengaat met een economische recessie. Zo daalden huizenprijzen na de kredietcrisis van vijftien jaar geleden met 20 procent en begin jaren 80 zelfs met 30 procent. Bij zo'n sterke prijsdaling ontstaat wel onderwaterproblematiek, waardoor huishouden met een restschuld blijven zitten indien ze hun huis moeten verkopen. Hoewel de huidige rentestijging niet tot grote problemen zal leiden, kunnen hypotheeklasten bij een verdere stijging snel toenemen. Dit geldt in versterkte mate voor gedeeltelijk aflossingsvrije hypotheek, aangezien de rentecomponent daarvan groter is dan van volledig annuïtaire hypotheek, zie ook figuur 18. Dit zal voor de meeste huishoudens echter pas spelen als hun rentevasteperiode afloopt.

**Door de prijsstijging van de afgelopen jaren is het voor veel huishoudens moeilijker geworden om een koopwoning te bemachtigen.** Een huis kost momenteel gemiddeld 428.000 euro. Om dat tegen de huidige hypotheekrente te kunnen kopen is een huishoudinkomen nodig van ruim tweemaal modaal. Voor veel huishoudens zit dat er dus niet in. Voor hen is de private huursector het alternatief, die dan ook gestaag groeit, onder meer door toename van de particuliere verhuur. Tegelijkertijd is huren qua vermogensopbouw een minder gunstige optie dan een koophuis, onder meer vanwege de relatief hoge huren en het mislopen van de fiscale voordelen op een eigen woning.

**Hoewel discussie over de hypothecaire leennormen begrijpelijk is, pleit de AFM tegen verruiming.** Gezien het voordeel dat een eigen woning biedt boven een huurhuis in termen van vermogensopbouw is het begrijpelijk dat leennormen soms ter discussie worden gesteld. Maar juist in de huidige situatie zou de AFM verruiming van normen zeer onverstandig vinden. De leennormen hebben op microniveau als doel om woningeigenaren te beschermen tegen overkreditering en restschuld. In de huidige normen staan, in de optiek van de AFM, de budgetten van sommige groepen (eenverdieners met kinderen en AOW-gerechtigden) al sterk onder druk bij een maximale hypotheek. De stijgende kosten van levensonderhoud dragen hier verder aan bij. Bij het vaststellen van de huidige leennormen is nog geen rekening gehouden met deze hogere kosten. Daarom is belangrijk dat financiële instellingen adequaat preventief optreden om overkreditering te voorkomen. Ook dienen zij leennormen correct toe te passen en ervoor te waken dat een toename van uitzonderingsgronden en *explains* ten koste gaan van de bescherming die de leennormen bieden. Overige schulden, waaronder ook studieschulden, moeten volledig worden meegenomen. Op macroniveau dragen leennormen, vooral via de koppeling aan inkomen, bij aan het voorkomen van bubbelvorming. Gezien de sterke prijsstijgingen van afgelopen jaren is het ook om deze reden in de optiek van de AFM geen goed idee om de teugels te laten vieren. Daarnaast bestaat het risico dat huizen die weinig duurzaam zijn vanwege het hoge energieverbruik kwetsbaar worden voor een waardedaling. Dit kan een reden zijn om hier in leennormen rekening mee te houden, bijvoorbeeld door een afslag voor huizen met een laag energielabel.

---

<sup>8</sup> Zie CBS: <https://www.cbs.nl/nl-nl/nieuws/2022/07/prijs-van-energie-86-procent-hoger#:~:text=Als%20een%20consument%20op%20tijd,gemiddeld%20energieverbruik%201%20108%20euro.>

**Een structurele oplossing voor de krapte op de woningmarkt vereist dat er woningen bij komen.** De kabinetsplannen zetten daar fors op in en trekken veel geld uit om de doelstelling van jaarlijks 100.000 woningen erbij te realiseren. Daarmee wordt de weg ingeslagen naar een structurele oplossing voor de krapte. Tegelijkertijd blijft het een uitdaging deze doelstelling te realiseren, gezien verschillende obstakels, zoals gebrek aan bouwmaterialen en personeel en de complicaties rond stikstof en PFAS. Voornamelijk staat de teller op zo'n 75.000 woningen per jaar. Nederland kent per huishouden relatief veel vierkante meter woning in vergelijking met veel andere Europese landen. Beter doorstroming, bijvoorbeeld van gezinnen van wie de kinderen al het huis uit zijn, zou dus een reële bijdrage kunnen leveren aan het wegwerken van krapte.

**Afbouw van fiscale voordelen op de eigen woning draagt bij aan een beter evenwicht tussen de koop- en de huurmarkt.** Aan de vraagkant neemt het kabinet voornamelijk minder maatregelen. Hier liggen in de optiek van de AFM echter wel mogelijkheden. Zo verstoren de huidige fiscale voordelen op eigen woningbezit en ook op het tweede huis een goed evenwicht tussen de koop- en de huurmarkt. Afbouw van deze subsidies of een verhoging van het eigen woningforfait zou leiden tot meer evenwicht tussen de huur- en koopsector. Nu is kopen veel aantrekkelijker dan huren, omdat de rente aftrekbaar is en de overwaarde onbelast. Dat zet druk op leennormen, omdat huishoudens logischerwijs de grenzen van hun betaalcapaciteit zullen opzoeken. Daarnaast beperkt de belastingvrije opbouw van vermogen de doorstroming in de huizenmarkt.

## 4.2 Toegenomen risico op consumptieve schulden

**De koopkrachtdaling als gevolg van de oplopende inflatie kan ervoor zorgen dat huishoudens meer schulden aangaan.** Financieel kwetsbare huishoudens kunnen door de stijgende prijzen meer moeite hebben om rond te komen. Dit kan leiden tot betalingsachterstanden, vaak in eerste instantie bij crediteuren die enige coulance kennen, zoals zorgverzekeraars en energiemaatschappijen. Tegelijkertijd kan het ervoor zorgen dat consumenten meer schulden aangaan, bijvoorbeeld door nieuwe persoonlijke leningen aan te gaan, producten op afbetaling te kopen (*buy-now-pay-later*) of door leasecontracten aan te gaan. Hogere schulden als gevolg hiervan kunnen op den duur leiden tot een toename in betalingsproblemen bij huishoudens. Vorig jaar daalde het aantal kredieten nog van 10,4 miljoen naar 9,8 miljoen. Ook het aantal personen met betalingsproblemen daalde, van 618 duizend eind 2020 naar 594 duizend eind 2021, maar daarmee zijn er nog steeds veel personen met een achterstand.

**Het is daarom van belang dat leennormen goed worden gehandhaafd.** Daarin wordt rekening gehouden met de inkomsten en lasten van huishoudens. Inflatie zorgt er echter voor dat lasten toenemen en dit zal pas met enige vertraging worden meegenomen in de leennormen, waardoor momenteel het risico op overkreditering iets groter is. Vanaf medio juli worden de leennormen strenger wat (een deel van) dit risico beperkt voor nieuwe klanten. Bestaande klanten die zijn getoetst onder de oude normen worden mogelijk wel geconfronteerd met hogere lasten en lopen daardoor verhoogd risico om in de knel te komen. Daarnaast geldt dat *buy-now-pay-later*-producten vaak niet onder de Wft vallen en private leaseproducten uitgezonderd zijn. Hierdoor ontbreken wettelijke waarborgen zoals een kredietwaardigheidstoets of registratie bij het BKR. De hervorming van de Europese Richtlijn Consumentenkrediet zorgt mogelijk voor betere regulering van *buy-now-pay-later*-producten, al is deze nog niet definitief. De hervorming zal echter waarschijnlijk niets veranderen aan de uitzondering van private leaseproducten. De AFM pleitte er daarom eerder al voor om dit op nationaal niveau beter te reguleren.<sup>10</sup> Het is in de optiek van de AFM dan ook positief dat de minister voornemens is om, indien het voorstel om private lease onder de reikwijdte van de richtlijn te krijgen het niet haalt, te kijken naar een mogelijke nationale aanpak<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Zie BKR (2021). [Kredietbarometer van Nederland](#).

<sup>10</sup> Zie [Wetgevingsbrief 2020 AFM](#).

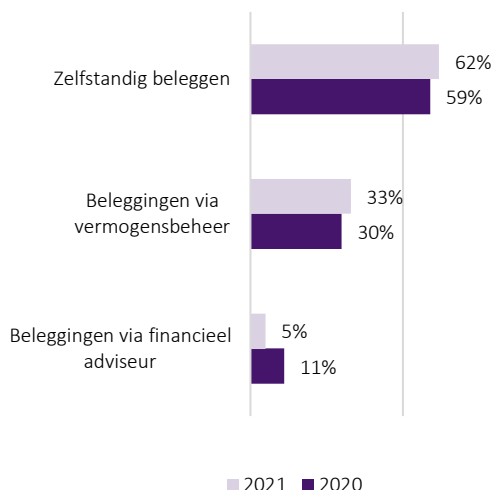
<sup>11</sup> Zie [Kamerstuk 32545-157](#), pagina 7 en 8.

### 4.3 Beleggen blijft aan populariteit toenemen

Het aantal Nederlandse huishoudens dat belegt is in 2021 wederom sterk toegenomen. Uit de AFM-consumentenmonitor blijkt dat het aantal beleggende huishoudens in 2020 en 2021 steeg met respectievelijk 11 en 12 procent tot 1,9 miljoen. Veel particulieren (62%) beleggen zelfstandig (*execution only*), dus zonder advies van een vermogensbeheerder of financieel adviseur, zie figuur 20. Het totale bedrag aan beleggingen is de afgelopen twee jaar toegenomen van EUR 142 mrd naar EUR 186 mrd door zowel koerswinst als additionele inleg, zie figuur 21. In deze periode namen beleggingen ook toe als percentage van het spaargeld, van 38,7 naar 45,6 procent. Ten opzichte van het pensionvermogen zijn particuliere beleggingen relatief klein, zo'n 10 procent.

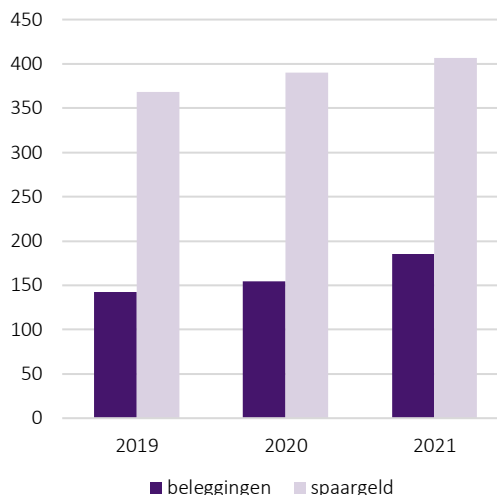
Oorzaken van de toegenomen beleggingsdrift zijn de voorsnog lage rente op spaargeld en de aantrekkelijkheid van beleggingsapps. De recente stijging van de kapitaalmarktrente zal zich slechts vertraagd vertalen naar een hogere rente op het spaargeld van huishoudens. De aantrekkingskracht van beleggen zal dan ook de komende tijd nog wel blijven bestaan. Daarnaast is beleggen aantrekkelijk doordat beleggingsapps het eenvoudig maken om te handelen. Daarbij speelt dat deze telefoonapps altijd bij de hand zijn en soms op geraffineerde wijze aanzetten tot het aangaan van extra transacties (*gamification*).

Figuur 20: Particulieren beleggen vaker zelfstandig



Bron: AFM-consumentenmonitor 2021

Figuur 21: Toename beleggingen (in mrd EUR)



Bron: DNB

Particulieren die zelfstandig beleggen kiezen hun eigen informatiekanalen en maken daarbij gebruik van sociale media en finfluencers. De informatiebronnen die beleggers gebruiken bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen zijn divers. Veel beleggers geven aan gebruik te maken van een of meerdere informatiebronnen die worden verstrekt door financiële ondernemingen of uitgevers van effecten. Daarnaast blijkt uit AFM-onderzoek dat 9% van de execution-only-beleggers sociale media of influencers als informatiebron gebruikt. Finfluencers zijn influencers die zich op sociale media specifiek uitspreken over beleggen. Ze maken podcasts, schrijven blogs en zijn actief op kanalen als Instagram, YouTube of Facebook. Gezien hun toenemende invloed heeft de AFM deze finfluencers onder de loep genomen<sup>12</sup>. Uit deze analyse blijkt dat finfluencers doorgaans niet zijn opgeleid om financieel advies te geven en bijna nooit neutraal zijn, maar (financieel) belang hebben bij de aanbevelingen die ze doen. Over deze belangen zijn ze niet altijd transparant. Veel finfluencers maken gebruik van de disclaimer dat ze geen financieel advies geven, maar dit gebeurt soms toch wel, bijvoorbeeld in vraag-en-antwoordsessies. Zonder AFM-vergunning is dit niet

<sup>12</sup> Zie AFM (2021). [De valkuilen bij 'finfluencers'](#). December 2021.

toegestaan. Ook raden ze soms volgers aan een rekening te openen bij een bepaalde beleggingsonderneming en krijgen ze daarvoor een vergoeding per klant die ze aanbrengen. Dit is wettelijk niet toegestaan. De AFM heeft influencers gewezen op de eisen die de wet stelt aan financieel advies en zal de komende periode deze beroepsgroep nauwlettend blijven volgen.

### **BOX: Orderuitvoering door betalende handelsplatformen is minder gunstig voor particulier**

**In veel landen is beleggen door particulieren in opkomst en hier spelen marktpartijen op in.** In deze context speelt wereldwijd de kwestie of betalen voor orderuitvoering (*payment for order flow*, PFOF) wel of niet gunstig is voor particulieren. Bij PFOF betaalt een partij, bijvoorbeeld een handelsplatform waarop orders worden uitgevoerd, om (alle) klantorders van een broker of bank te mogen uitvoeren. Dat dit in potentie leidt tot belangenconflicten was al duidelijk. Een broker kan immers de neiging hebben om een platform te kiezen dat het hoogste bedrag betaalt voor de orderuitvoering, in plaats van een platform dat orders op de meest gunstige wijze uitvoert voor beleggers. Particuliere beleggers worden dan benadeeld door slechtere prijzen, maar dat is niet eenvoudig vast te stellen. Onlangs heeft ESMA gewaarschuwd voor dit belangenconflict en dat het in de meeste gevallen onwaarschijnlijk is dat PFOF voldoet aan Europese wetgeving voor *best execution*. Nederland kent sinds 2014 een provisieverbod voor beleggingsdienstverlening aan particuliere beleggers, daarom is PFOF in Nederland verboden. Veel in Nederland actieve brokers opereren echter via een vergunning in een ander Europees land, waardoor het provisieverbod niet van toepassing is.

**Tegen deze achtergrond heeft de AFM onderzoek gedaan naar uitvoeringsprijzen door handelsplatforms die betalen om orders te mogen uitvoeren.** De opzet van dit onderzoek is als volgt. De AFM heeft drie platformen geselecteerd die gebruikt worden door online brokers die in meerdere Europese landen actief zijn en waarvan voldoende data beschikbaar is. Twee van deze platformen (X en Y) betalen om orders te mogen uitvoeren en één platform (Z) doet dat niet. Vervolgens is gekeken naar de kwaliteit van de uitvoering. Daarbij geldt als criterium dat de prijs van een transactie beter is wanneer de klant tegen een hogere prijs verkoopt, of koopt tegen een lagere prijs, dan de prijs van een transactie op de tien meest liquide referentiehandsplatformen in hetzelfde instrument in dezelfde seconde.

**De resultaten tonen aan dat voor de twee PFOF-handelsplatformen de meeste transacties van particulieren worden uitgevoerd tegen een slechtere prijs in vergelijking met de meest liquide referentiemarkten.** Voor de meeste transacties (68-72% voor PFOF-handelsplatform X en 81-83% voor PFOF-handelsplatform Y) was de uitvoeringsprijs slechter, zie ook tabel 2. Voor het derde handelsplatform (Z), een niet-PFOF-handelsplatform, worden de meeste transacties van particulieren uitgevoerd tegen een prijs die vergelijkbaar is met die van de referentieplatformen (74-77%). Op basis van dit onderzoek concludeert de AFM dat de uitvoeringsprijzen van PFOF platformen duidelijk slechter zijn dan via een platform dat niet betaalt voor orderuitvoering.

Tabel 2: Overzicht van de kwaliteit van de uitvoeringsprijzen van drie handelsplatforms

In vergelijking met referentieplatformen:	Slechter	Vergelijkbaar	Beter	
Platform X	68,8%	23,5%	7,6%	>140.000 transacties
Platform Y	81,5%	11,7%	6,8%	> 35.000 transacties
Platform Z	22,1%	76,2%	1,7%	>160.000 transacties



**De opkomst van beleggen onder particulieren heeft in de optiek van de AFM positieve kanten, maar vraagt wel om aandacht om uitwassen te voorkomen.** Positief is dat beleggers kennis op doen over financiële markten, financiële planning en de risico's die daarbij horen. Afhankelijk van hun beleggingskeuzes zullen zij in potentie ook worden beloond voor het extra risico van beleggen met een hoger rendement. Daar staat tegenover dat beleggers zich bewust moeten zijn van de risico's en dus geld moeten veiligstellen dat zij op termijn nodig hebben. Dit geldt zeker in het huidige onzekere financieel-economische klimaat met oplopende rentes en geopolitieke spanningen en dus een grote kans op koersdalingen op zowel de aandelen- als obligatiemarkten. Daarnaast dienen beleggingsmarkten zo ingericht te zijn dat geen misbruik wordt gemaakt van particuliere beleggers. In dit kader is van belang dat beleggingsapps de beleggingsresultaten negatief kunnen beïnvloeden door op geraffineerde wijze aan te zetten tot het nemen van extra risico of het aangaan van extra transacties. De AFM zal in het toezicht daarom aandacht blijven houden voor deze apps en het gedrag van finfluencers.

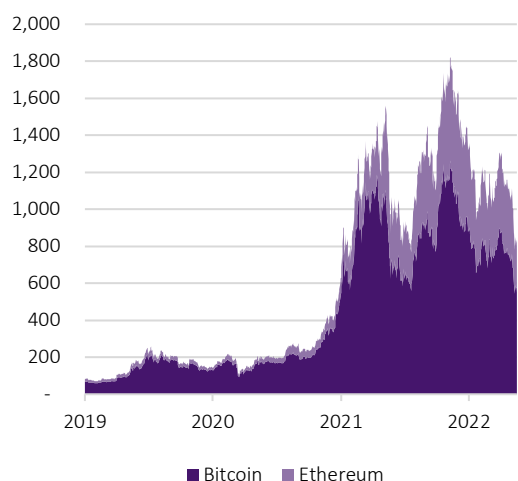
#### **4.4 Crypto's raken vervlochten met het financiële stelsel en regulering versterkt deze ontwikkeling**

**Wereldwijd zijn digitale munten sterk in opkomst, waardoor het financiële stelsel verandert en nieuwe risico's ontstaan.** De recente crash van verschillende crypto's illustreert deze risico's. Hoewel er bijzonder veel digitale munten bestaan, naar schatting zo'n 9.000, zijn ze in twee soorten in te delen, namelijk: ongedekte crypto's, zoals Bitcoin en Ethereum, en gedekte crypto's, die ook wel stablecoins worden genoemd. Al is het bij stablecoins de vraag of de dekking op orde is.

**De waarde van wereldwijd uitgegeven ongedekte crypto's is in 2021 met 350% gestegen tot een piek van USD 2.600 mrd in november 2021, maar is sinds die tijd ook weer sterk gedaald, zie figuur 22.** De markt groeit dus snel en met grote schokken in de waardering. De markt van op crypto's gebaseerde financiële instrumenten, zoals opties of futures op crypto's, en verhandelbare beleggingsfondsen (ETF's), groeit nog sneller. Naar schatting is de markt van crypto-derivaten vier- tot vijfmaal zo groot als de waarde van de onderliggende crypto's. Het zijn vooral particuliere en speculatieve beleggers, zoals hedgefondsen, die beleggen in crypto's. De meer reguliere asset managementindustrie doet dit maar zeer beperkt. Redenen zijn de grote waardeschommelingen en de onduidelijke status van crypto's, aangezien ze niet gereguleerd zijn. Financiële producten met crypto's als onderliggende waarde kunnen onder toezicht vallen, namelijk indien ze onder MiFID kwalificeren als financieel instrument. Omdat de AFM sterkt twijfelt of zulke instrumenten geschikt zijn voor particuliere beleggers heeft de AFM haar bezwaren en zorgen gedeeld met partijen die voornemens waren om dergelijke producten op de Nederlandse markt uit te geven.

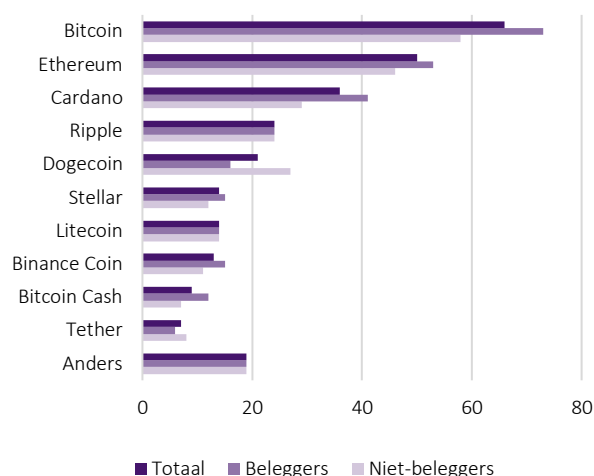
**De waarde van uitstaande gedekte crypto's, ofwel stablecoins, is in twee jaar tijd gestegen van USD 5,6 mrd naar USD 157 mrd eind 2021, maar vooral de afgelopen weken ook weer sterk gedaald.** Deze markt is dus vooralsnog veel kleiner dan die van ongedekte crypto's. Stablecoins zijn een specifieke categorie crypto's die tot doel hebben een stabiele waarde te behouden met betrekking tot een bepaald activum, veelal Amerikaanse dollars, of een mand met activa. Om dit te bereiken houden uitgevers van stablecoins activa in reserve als tegenwaarde van de uitgegeven stablecoins. Daarmee bieden deze coins enige stabiliteit in vergelijking met niet-gedekte crypto's. Stablecoins worden onder meer gebruikt als brug tussen traditionele valuta en een verscheidenheid aan digitale activa, zoals Bitcoin, en als onderpand bij transacties met cryptoderivaten. Zo'n 75 procent van de transacties op cryptoplatformen kent een stablecoin als tegenhanger. Vanwege deze gebruikswaarde hebben stablecoins de potentie om snel te groeien. Mocht in de toekomst een commerciële partij met een groot klantenbestand op mondiaal niveau besluiten een stablecoin te creëren, dan kan de groei fors worden versterkt.

Figuur 22: Marktkapitalisatie Bitcoin en Ethereum (in mrd EUR)



Bron: Coinmarketcap

Figuur 23: Crypto's Nederlandse huishoudens



Bron: AFM

**Crypto's en stablecoins raken op verschillende manieren vervlochten met het financiële stelsel.** In potentie zijn er vier kanalen waarlangs crypto's en stablecoins de stabiliteit van het stelsel kunnen raken (zie FSB), namelijk: 1) via uitzettingen van financiële instellingen in crypto of gerelateerde activa, 2) door negatieve waarderingseffecten voor cryptobeleggers, 3) door negatieve effecten die overslaan naar andere delen van het stelsel, bijvoorbeeld door de verkoop van onderliggende activa bij een run op stablecoins en 4) doordat de munt belangrijk is voor het betalingsverkeer en niet goed meer functioneert.

**Voor crypto's is een sterke waardedaling een belangrijk risico.** Dit hangt samen met het ontbreken van een onderliggende waarde. Hierdoor zijn crypto's zeer gevoelig voor het sentiment onder beleggers. Als zij verwachten dat de vraag naar de munt zal afnemen dan vertaalt dit zich in waardeverlies. Dit sentiment hangt af van verwachtingen over toekomstig gebruik van de crypto, maar ook van de betrouwbaarheid van de munten in termen van operationele en cyberrisico's. In de afgelopen jaren zijn er regelmatig incidenten geweest met crypto's op dit terrein. Ook zal een deel van de munten ophouden te bestaan. Daarnaast zijn crypto's vatbaar voor misleiding en fraude.

**Gezien deze risico's heeft de AFM een uitvraag gedaan onder huishoudens, naar hun beleggingen in crypto's.** zie figuur 23. In het derde kwartaal van 2021 had naar schatting zo'n 8% van de Nederlanders crypto's in bezit. Twee derde van de 1,2 miljoen Nederlanders die geld in crypto's stoppen, doen dat met minder dan EUR 2500. Iets minder dan de helft handelt zelfs met minder dan EUR 500. Een kleine meerderheid van de investeerders zegt vooral 'een gokje te wagen' en lijkt zich dus bewust van de risico's. De lage rente is voor 42% van de cryptobezitters een reden om in crypto's te stappen. Zo'n 10% heeft zoveel ingelegd dat een forse daling (van 90 procent) tot een probleem leidt dat alleen 'met passen en meten' kan worden opgevangen.

**Bij stablecoins speelt vooral het risico dat de dekking onvoldoende waarde heeft of niet liquide is, zoals de recente crash van verschillende stablecoins illustreert.** Stablecoins zijn niet verplicht om hun dekkingsmiddelen, zoals staatsobligaties en *commercial paper*, te publiceren dus kan de waarde afwijken van de benodigde dekking om de koers versus de dollar of andere reguliere munt te garanderen. Ook kan blijken dat de onderliggende activa onvoldoende liquide zijn om tegemoet te komen aan beleggers die de munt willen terugwisselen naar reguliere valuta. De recente crash van TerraUSD illustreert het risico van het ontbreken van een goede dekking. Deze crypto pretendeerde een vaste waarde met de dollar te kunnen handhaven door een ongedekte crypto, uitgegeven door hetzelfde bedrijf, te gebruiken als dekking, maar slaagde daar niet in toen beleggers zich terugtrokken. Het verdampen van de waarde van deze munt zette vervolgens ook druk op beter gedekte crypto's, zoals Tether, die vanwege de onrust ook minder open waren over hun beleggingen. Hierdoor kende Tether een waardedaling van zo'n 5 procent.

Vanuit financiële stabiliteitsperspectief is van belang dat crypto's momenteel nog maar een klein deel, naar schatting 0,5 tot 1 procent, van de totale activa van het wereldwijde financiële stelsel uitmaken. Daarmee is hun belang voor de financiële stabiliteit vooralsnog beperkt. Maar dat kan veranderen als de groei zich voortzet.

Tegen de achtergrond van een toenemend gebruik van crypto's, waaronder stablecoins, wordt momenteel gewerkt aan EU-wetgeving voor crypto's (MiCAR). Deze regulering heeft als doelstellingen om crypto-activa zo te reguleren dat risico's voor beleggers en het stelsel beperkt of ten minste transparant zijn en dat de munten passen binnen het monetaire stelsel. Om dit te bereiken schept MiCAR verplichtingen voor zowel uitgevers als dienstverleners van crypto-activa. Zo moeten uitgevers van crypto's informatiedocumenten (zogeheten *whitepapers*) publiceren, een juridische entiteit oprichten en voldoen aan kapitaalvereisten. Ook komen er regels over de communicatie met houders van crypto-activa. Voor crypto-dienstverleners zien de vereisten onder meer op bewaring van crypto-activa namens derden, de werking van handelsplatformen voor crypto-assets en de wijze van advisering. Op basis van het huidige 'twin-peaks' toezichtmodel zal een deel van het toezicht op deze eisen komen te liggen bij de AFM en een ander deel bij DNB en de ECB. De ECB krijgt een belangrijke rol bij stablecoins van significantie omvang.

MiCAR is niet de heilige graal voor het oplossen van alle problemen in de crypto-markt, het is een eerste stap naar regulering van de crypto-sector en het mitigeren van risico's. Door de introductie van MiCAR ontstaan nieuwe risico's en bestaande problemen worden mogelijk niet adequaat aangepakt. Zo kan de legitimerende werking van MiCAR ten onterecht de indruk wekken dat crypto's minder risicovol zijn. Daarnaast is het voor particulieren lastig in te schatten welke bescherming zij genieten. Het MiFID-regime is op dit punt aanzienlijk zwaarder dan MiCAR. Zo stelt MiCAR geen eisen op het terrein van productontwikkeling en -distributie. Ook liggen adviesvereisten veel lager dan bij MiFID, dat eist dat geadviseerde beleggingen geschikt zijn voor de klant. In MiCAR geldt deze eis niet, waardoor de verantwoordelijkheid voor een passend advies geheel bij de klant ligt en de toezichthouder weinig houvast heeft om op te treden. Ook op het terrein van marktmisbruik geeft MiCAR toezichthouders maar beperkt middelen om in te grijpen. Zo gelden geen data-verplichtingen waardoor het opsporen en aanpakken van misbruik lastig is. Daarbij komt dat het toezicht op lidstaatniveau wordt belegd. Gegeven de omvang van het vermeende niet integere handelen op crypto-markten en het grensoverschrijdende karakter ervan is dit geen gelukkige keuze. Ook op andere onderdelen van het MiCAR regime ziet de AFM onvolkomenheden. Een voorbeeld is de vereisten voor aanbieders van dienstverleners in crypto-assets. Zij worden geacht eerlijk, professioneel en billijk te handelen. Wat dit concreet betekent is echter nog onvoldoende duidelijk.

# 5 Duurzaamheid in financiële markten

De duurzaamheidstransitie is ook voor financiële instellingen een belangrijke ontwikkeling. Financiële instellingen en kapitaalmarkten kunnen op verschillende manieren een rol spelen in deze transitie. Zo kunnen zij kapitaal mobiliseren voor duurzame investeringen. Ook kunnen asset managers door middel van actief eigenaarschap bijdragen aan de verduurzaming van het bedrijfsleven. Omdat de markt voor duurzame financiering snel groeit speelt het risico op greenwashing. Tot slot is het voor bedrijven en consumenten van belang dat klimaatschade verzekeraar blijft.

## 5.1 Het mobiliseren van kapitaal voor duurzame investeringen

Het mobiliseren van kapitaal voor duurzame investeringen vereist dat een goed onderscheid gemaakt kan worden tussen groene en bruine investeringen. Naast financiering door overheden en banken, zullen duurzame projecten voor een belangrijk deel worden gefinancierd door ingehouden winsten en kapitaal dat bedrijven ophalen op kapitaalmarkten. Dit laatste kanaal is zeker bij innovatieve projecten van groot belang, omdat die risicovol zijn en dus financiering met eigen vermogen vereisen. Iets dat voor banken lastiger is om te bieden. Omdat bij kapitaalmarktfinanciering vaak sprake is van een zekere afstand tussen belegger en de investering, in bijvoorbeeld een zonnepark, dient informatie over de duurzaamheid van een investering goed overdraagbaar te zijn. Dit stelt hoge eisen aan de informatievoorziening in de beleggingsketen.

Om te zorgen voor goede beschikbaarheid van duurzaamheidsinformatie is vanuit de EU op veel fronten wetgeving in ontwikkeling. Zo is sinds vorig jaar is de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) op hoofdlijnen van toepassing. Daarin staan vereisten voor financiële instellingen met betrekking tot informatieverstrekking over duurzaamheid. Zij moeten richting marktdeelnemers bijvoorbeeld transparant zijn over hoe een als duurzaam aangeprezen financieel product invulling geeft aan diens duurzaamheidskenmerken. Ook werkt de EU aan een gedeelde definitie van ecologisch duurzame economische activiteiten. Hiervoor wordt momenteel een taxonomie ontwikkeld, waarvan een deel sinds dit jaar van toepassing is. De juiste informatievoorziening op het terrein van duurzaamheid wordt verder ondersteund door aangescherpte rapportageregels voor bedrijven onder de *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), standaarden voor groene obligaties onder de *EU Green Bond Standard* (EU GBS) en rapportageregels en nieuwe labels voor duurzame benchmarks (*Paris-aligned benchmarks* en *climate transition benchmarks*).

Het AFM-toezicht op het terrein van duurzaamheid is voor een belangrijk deel gericht op naleving van deze transparantievereisten. De AFM kijkt daarbij naar de informatievoorziening in de hele keten van bedrijf tot belegger. Denk aan de verslaggeving van uitgevende instellingen, prospectussen, de reclame-uitingen en duurzaamheidsrapportages van financiële instellingen, en de beheerders van (duurzame) benchmarks.

Duurzame investeringen worden pas gestimuleerd als de financiering ervan gunstig is. Dat beleggers en andere financiers onderscheid kunnen maken tussen groen en bruin is een belangrijke eerste stap. Stimulering komt echter pas echt van de grond als het vereist rendement op duurzame investeringen lager is dan op een reguliere investering. Dit gunstige renteverskil kan het gevolg zijn van de voorkeuren van beleggers, die wellicht liever een groene dan een bruine portefeuille aanhouden en daar rendement voor willen opgeven. Ook draagt de overheid bij aan een stimulerend rendementsverschil door duurzame beleggingen fiscaal gunstig te behandelen. Al beschikt de overheid over een veel breder pakket aan mogelijkheden om duurzaamheid te stimuleren, zoals beprijzen of voorschrijven, die gericht kunnen worden ingezet.

**De praktijk laat zien dat de vraag naar groene beleggingen sterk is toegenomen de afgelopen jaren en dat het (vereist) rendement erop lager is.** Het vermogen dat is belegd in ESG-fondsen in de EU is vorig jaar met een derde gestegen tot circa EUR 1600 miljard<sup>13</sup>. Ook de EU-markt voor ESG-obligaties is sterk gegroeid, tot meer dan EUR 1000 miljard aan uitstaande obligaties eind vorig jaar<sup>14</sup>. Er zijn aanwijzingen dat het rendement op deze beleggingen lager is dan op reguliere investeringen. Uit een analyse van ESMA blijkt bijvoorbeeld dat het rendement op eigen vermogen voor groene bedrijven sinds 2012 significant lager ligt dan die voor bruine bedrijven<sup>15</sup>. Ook laat een analyse van de *Bank for International Settlements* (BIS) zien dat de gemiddelde koers- winstverhouding van groene energiebedrijven in de afgelopen jaren sterker is gestegen dan die van de marktindex<sup>16</sup>. Als dit inderdaad een weerspiegeling is van het lagere rendement waarmee beleggers genoegen nemen, dan laat dit zien hoe kapitaalmarkten bijdragen aan de transitie naar duurzaamheid door het kanaliseren van de bijdrage die beleggers hieraan willen leveren. Overigens is een alternatieve verklaring voor het lagere rendement dat duurzame bedrijven minder risicovol zijn, omdat ze beter bestand zijn tegen mogelijke beleidswijzigingen op termijn die duurzamere productie vereisen.

**Een nuttig waarderingsverschil kan echter omslaan in bubbelvorming.** Hiervan is sprake als de waarde van groene beleggingen uit de pas gaat lopen met het vereist rendement. Bubbelvorming ontstaat als het bezit van activa vooral gedreven is door de verwachting van verdere waardeverhoging door additionele vraag en niet is gedreven door het onderliggende rendement. Bubbelvorming kan op den duur tot forse marktcorrecties leiden wat ook een risico vormt voor de financiële stabiliteit.

**Uit de ontwikkeling van aandelenwaarderingen in Europa komt geen direct signaal van overwaardering van duurzame markten naar voren.** Om na te gaan of duurzaamheid beloont en wellicht ook overgewaardeerd wordt, kan worden gekeken naar koersen van bedrijven in vergelijking met andere bedrijven binnen dezelfde sector. Binnen de sectoren gezondheidszorg, industrie en consumptiegoederen zijn de koersen van de bedrijven met een hoge ESG-rating<sup>17</sup> in de afgelopen 5 jaar sterker gestegen dan die van bedrijven met een lage ESG-rating, zie figuur 24 a-c. In de gezondheidszorg doen bedrijven met een hoge ESG-rating het zelfs beter dan het sectorgemiddelde. Daarnaast liggen de koerswinstverhoudingen van bedrijven met hogere ESG-ratings vaak hoger dan die van bedrijven met een lage rating, zie figuur 24d. Binnen de zorg en de industrie is dit verschil vooral de afgelopen 2 jaar ontstaan. Dat geeft aan dat bedrijven met een hoge ESG-rating gemiddeld gezien hoger gewaardeerd worden. Kantekening is wel dat ESG-ratings voorzichtig geïnterpreteerd moeten worden. Zo worden niet alleen duurzaamheidscriteria hierin meegenomen maar ook sociale en bestuurscriteria. Daarnaast kunnen ESG-ratings van verschillende aanbieders onderling sterk verschillen. Deze vergelijking wijst wel op een gunstig financieringsklimaat voor groene bedrijven, maar niet op duidelijke overwaardering.

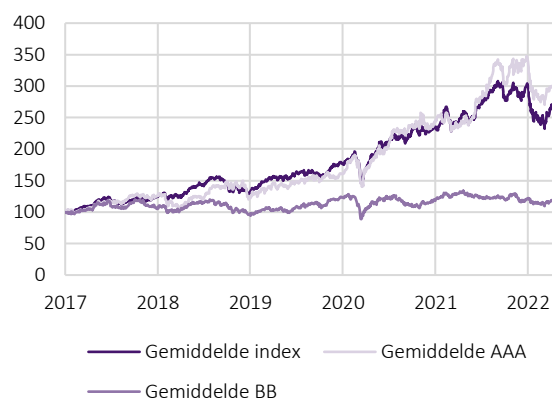
---

<sup>15</sup> Zie ESMA (2022). [TRV Risk Monitor](#). No. 1, 2022.

<sup>16</sup> Zie BIS (2021). [Sustainable finance: trends, valuations and exposures](#). BIS Quarterly Review, September 2021.

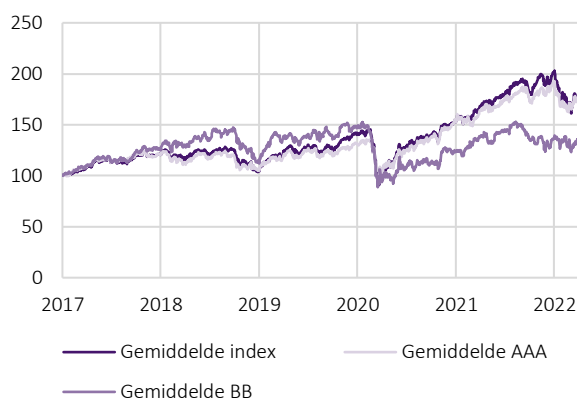
<sup>17</sup> Beoordeling van een bedrijf op basis van ESG-factoren. Voor de analyse van de AFM zijn ESG-ratings van MSCI gebruikt waarbij AAA (*leader*) de hoogste rating is en CCC (*laggard*) de laagste.

Figuur 24a: Koersbeweging zorgbedrijven naar ESG-rating (index, 2017 = 100)



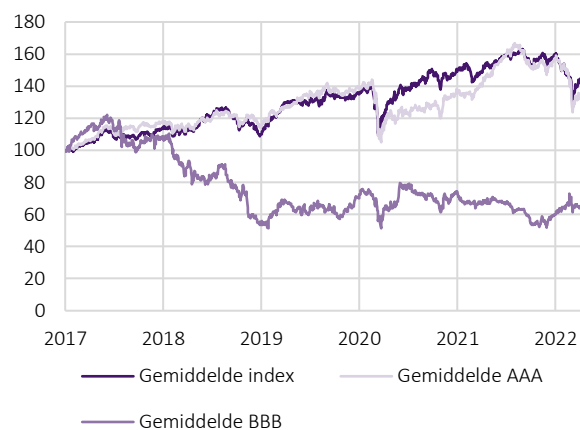
Bron: Bloomberg & MSCI

Figuur 24b: Koersbeweging industriebedrijven naar ESG-rating (index, 2017 = 100)



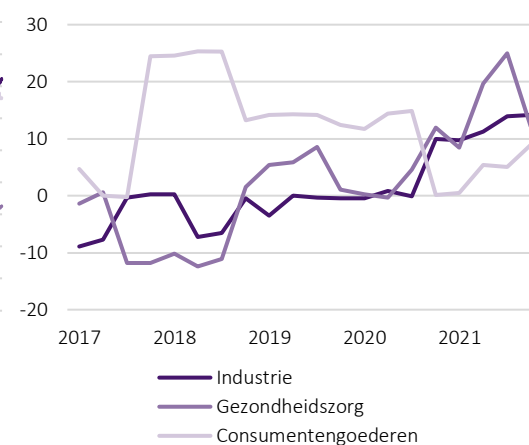
Bron: Bloomberg & MSCI.

Figuur 24c: Koersbeweging consumenten goederenbedrijven naar ESG-rating (index, 2017 = 100)



Bron: Bloomberg & MSCI

Figuur 24d: Gem. koers-winstverhouding per sector



Bron: Bloomberg & MSCI.

**De groeiende populariteit van groene beleggingen in combinatie met wet- en regelgeving die nog niet is ontwikkeld verhoogt het risico op *greenwashing*.** Met greenwashing wordt bedoeld dat instellingen zichzelf of hun producten groener aanprijzen dan gerechtvaardigd is. Hierdoor kunnen beleggers mogelijk denken duurzaam te investeren terwijl dit in werkelijkheid niet zo is. Vorig jaar bleek uit een AFM-onderzoek dat de informatieverschaffing van beleggingsfondsen over duurzaamheidsrisico's en kenmerken nog vaak te algemeen is waardoor beleggers hier weinig inzicht in hebben<sup>18</sup>. Uit een recent onderzoek blijkt onder meer dat er veel beleggingsfondsen aan retail beleggers worden aangeboden waarbij duurzaamheid een prominente rol speelt, bijvoorbeeld in de fondsnaam of op de website. De invulling van het thema duurzaamheid en de informatieverstrekking richting beleggers kan echter sterk verschillen tussen fondsen. Voor de AFM is daarom een belangrijk aandachtspunt dat de invulling van duurzaamheid door aanbieders en de verwachtingen van beleggers niet uit elkaar gaan lopen. De AFM zal daarom nader onderzoek doen naar het functioneren van de markt met een focus op de verwachtingen van retailbeleggers op het gebied van duurzaamheid.<sup>19</sup>

<sup>18</sup> Zie AFM (2021). [Rapport Implementatie SFDR](#). September 2021.

<sup>19</sup> Zie AFM (2022). [De retailmarkt voor duurzaam fondsbeleggen](#). April 2022.

Op kapitaalmarkten dient de informatievoorziening over duurzaamheid nog verder ontwikkeld te worden en daarbij past in de optiek van de AFM dat aanbieders van duurzaamheidsinformatie worden gereguleerd. Wet- en regelgeving op het terrein van duurzaamheid is ontwikkeling. De komende tijd zullen verdere stappen moeten worden gezet. Een belangrijk aspect daarvan is een goede informatievoorziening via duurzaamheidsdata, ESG-ratings en aanverwante diensten. Daarom pleit de AFM voor het reguleren van de aanbieders van zulke diensten.<sup>20</sup>

## 5.2 Het beprijzen van externe effecten

Kapitaalmarkten kunnen ook bijdragen aan duurzaamheid door externe effecten efficiënt te beprijzen. Een voorbeeld hiervan is het Europese ETS-stelsel voor emissiehandel (zie hoofdstuk 2). Door emissierechten verhandelbaar te maken zal het bedrijf dat tegen de laagste kosten uitstoot kan beperken daartoe de sterkste prijsprikkels hebben. Dit mechanisme kan mogelijk ook in andere markten worden toegepast om negatieve effecten op duurzaamheid te beprijzen.

## 5.3 Actief eigenaarschap

In plaats van direct te beleggen in groene activa kunnen beleggers verduurzaming ook teweegbrengen via actief eigenaarschap of uitsluiting. Hierbij maken investeerders, zoals asset managers, gebruik van hun invloed als aandeelhouders om de duurzaamheidsstrategieën van de bedrijven waar ze in beleggen te beïnvloeden. Zo kunnen beleggers resoluties indienen op aandeelhoudersvergaderingen die gericht zijn op verduurzaming of hun stemrecht gebruiken om bijvoorbeeld tegen inadequate klimaatplannen te stemmen. Ook activistische beleggers gebruiken dit kanaal bijvoorbeeld door klimaatresoluties in te dienen bij aandeelhoudersvergaderingen van olie- en gasbedrijven. Steeds meer grote investeerders stemmen voor duurzame initiatieven, al leidt dit niet altijd tot een meerderheid. Tijd zal moeten uitwijzen deze strategie op termijn effectief bijdraagt aan de verduurzaming van het bedrijfsleven. Daarnaast kunnen beleggers er ook voor kiezen om de dialoog aan te gaan met bedrijven om hen aan te zetten tot ambitieuzer klimaatbeleid (*engagement*). Dit is te zien als alternatief voor het uitsluiten van bedrijven of industrieën in het beleggingsbeleid. Het nadeel van uitsluiting is immers dat dan geen invloed meer uitgeoefend kan worden op het duurzaamheidsbeleid van bedrijven.

## 5.4 Verzekeraarbaarheid klimaatschade

Tot slot is voor consumenten en ondernemers de verzekeraarbaarheid van klimaatrisico's een aandachtspunt. Wereldwijd neemt de schadelast van extremere weersomstandigheden als gevolg van klimaatverandering namelijk toe. In 2021 was de wereldwijde schadelast USD 280 miljard, waarvan USD 119 miljard was verzekerd, het op drie na hoogste bedrag ooit<sup>21</sup>. In Nederland gaat het dan vooral om een grotere kans op extreme neerslag zoals hagel, een groter overstromingsrisico en de toenemende kans op periodes van droogte. Omdat de kans van klimaatgerelateerde incidenten en de impact moeilijk zijn in te schatten is het ook lastig om dit te verzekeren. Daarnaast is het vaak zo dat bij klimaatgerelateerde incidenten (natuurrampen) de schade groot is en de risico's gecorreleerd zijn. Dat is bijvoorbeeld het geval bij een dijkdoorbraak waardoor een deel van Nederland zou overstromen. Bij zulke incidenten wordt de schade lastig voor de verzekeraar te groot. Het gevolg van deze dynamiek is dat sommige risico's deels of volledig onverzekerbaar zijn. Een belangrijke vorm van schade is bijvoorbeeld verzakking of zelfs instorting van woningen als gevolg van langdurige droogte. Dit risico is onverzekerbaar. Volgens een rapport van Ecorys uit 2019 in opdracht van het ministerie van Infrastructuur en Waterstaat speelt dit risico bij naar schatting 800.000 woningen met een gemiddelde schadelast van EUR 64.000.

---

<sup>20</sup> Zie AFM & AMF (2020). [Position paper: call for a European Regulation for the provision of ESG data, ratings, and related services.](#)

<sup>21</sup> [Swiss RE](#) (2022).

**De onverzekerbaarheid van klimaatrisico's maakt consumenten en bedrijven kwetsbaar voor financiële schade.** Omdat zij zijn niet (volledig) verzekerd zijn moeten ze eventuele schade zelf dragen. Consumenten en bedrijven moeten zich hiervan bewust zijn en er rekening mee houden in hun financiële planning. Dat kan door waar mogelijk risico's te verzekeren, zelf preventieve maatregelen te treffen en een financiële buffer aan te houden. De overheid kan op basis van de Wet tegemoetkoming schade bij rampen bijspringen maar consumenten kunnen hier niet op rekenen in hun financiële planning.

**Daarnaast vindt de AFM het belangrijk dat verzekeraars duidelijk communiceren over (veranderingen in) hun polisvoorwaarden en over wat wel en niet is gedekt.** Sommige risico's kunnen mogelijk nog wel worden verzekerd maar hierbij maken verzekeraars gebruik van complexe verzekeringsvoorwaarden, zoals uitzonderingen, beperkingen of preventie-eisen. Het is van belang dat specifieke voorwaarden transparant en begrijpelijk zijn voor consumenten. Tot slot zouden de overheid en de sector gezamenlijk kunnen onderzoeken hoe het probleem van de stijgende schadelast en de verzekerbaarheid daarvan kan worden geadresseerd.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Zie AFM (2021). [De invloed van klimaatverandering op schadeverzekeringen](#). Oktober 2021.





**Autoriteit Financiële Markten**

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

**Telefoon**

020 797 2000

[www.afm.nl](http://www.afm.nl)

**Dataclassificatie**

AFM Publiek

Follow us: →



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

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

© Copyright AFM 2022