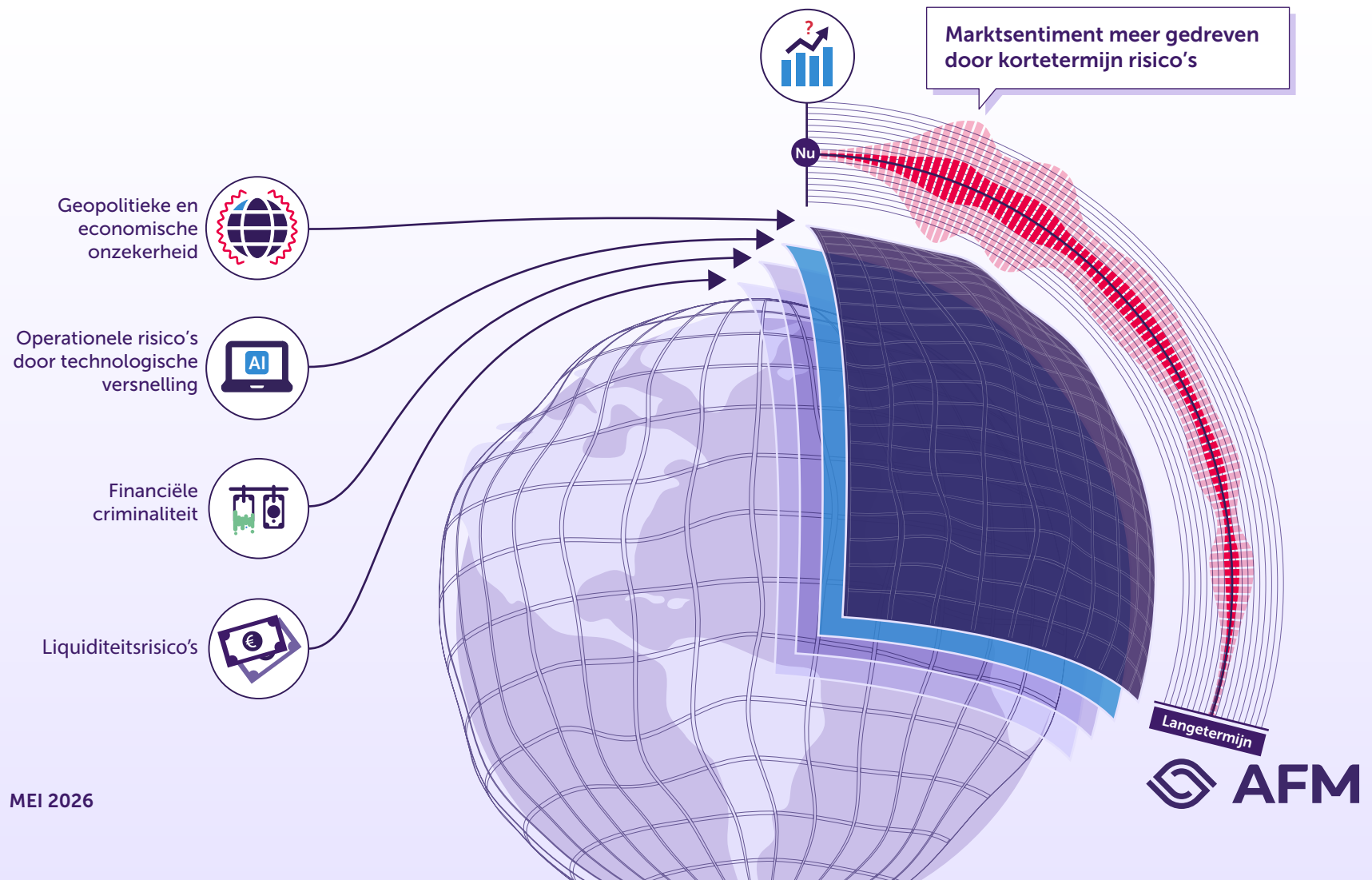


Rapportage Financiële Stabiliteit

In het kort De financiële stabiliteit staat onder toenemende druk door een combinatie van geopolitieke escalaties, hogere inflatieverwachtingen en afzwakkende economische groei. Digitalisering en de adoptie van AI vergroot zowel de efficiëntie als de kwetsbaarheid van het financiële stelsel, onder meer via cyberrisico's, fraude en afhankelijkheid van een beperkt aantal dienstverleners. Op kapitaalmarkten leidt de onzekerheid tot grotere volatiliteit en worden koersen meer gedreven door korte-termijn-sentiment. In de assetmanagementsector vragen liquiditeitsrisico's om adequaat risicobeheer en vormt de groei van private markten in grotere mate een risico. De huizenmarkt blijft krap, al vlakt de prijsstijging wat af.



Inhoud

1. Inleiding en samenvatting	3
2. Algemene trends en risico's	5
2.1 Geopolitieke en macro-economische ontwikkelingen	5
2.2 Digitalisering en operationele risico's	10
2.3 Duurzaamheid	11
3. Trends en risico's op kapitaalmarkten	13
3.1 Trends en ontwikkelingen	13
3.2 Geldmarkten	18
3.3 Crypto	19
3.4 AI-risico's	20
4. Trends en risico's in de assetmanagementsector	22
4.1 Trends en ontwikkelingen	22
4.2 Liquiditeitsrisico's	22
4.3 Pensioentransitie	26
4.4 Digitale weerbaarheid	27
4.5 Private credit	27
5. Risico's voor klanten van instellingen	30
5.1 Financiële criminaliteit	30
5.2 Retailbeleggingen	33
5.3 Huizenmarkt	37

1. Inleiding en samenvatting

Geopolitieke spanningen, ongunstigere economische vooruitzichten en structurele onzekerheid domineren het risicobeeld. De escalatie van geopolitieke conflicten, met name in het Midden-Oosten, werkt breed door naar energie en grondstoffenmarkten, handelsstromen en financiële markten. Inflatieverwachtingen zijn naar boven bijgesteld en de economische groei zwakt af. De hogere prijzen en zwakkere groei werken door op de welvaart van huishoudens en bedrijven, met name als het conflict langer aanhoudt. Daarnaast nemen financiële stabiliteitsrisico's toe via volatiliteit op kapitaalmarkten en toenemende operationele risico's bij financiële instellingen.

Digitalisering verhoogt de efficiëntie van de financiële sector, maar vergroot tegelijk de kwetsbaarheid door sterke afhankelijkheid van digitale infrastructuur en een beperkte groep cloud- en AI-dienstverleners. Cyberincidenten nemen sterk toe door geopolitieke spanningen en worden door generatieve AI geavanceerder en minder voorspelbaar, met risico op grootschalige operationele verstoringen en financiële instabiliteit. Daarbij leidt AI ook tot verdere professionalisering en schaalvergroting van fraudepraktijken, doordat aanvallen gericht, overtuigender en efficiënter kunnen worden uitgevoerd.

Op kapitaalmarkten wordt AI steeds intensiever ingezet, wat kan leiden tot snellere informatieverwerking, lagere kosten en betere prijsvorming. Tegelijkertijd maken de complexiteit en beperkte uitlegbaarheid van AI-modellen markten minder transparant en vergroten zij risico's voor marktintegriteit, hogere volatiliteit en onbedoelde manipulatie, met name bij autonoom en homogeen algoritmisch gedrag. Voor asset managers vertaalt digitalisering en toenemend AI-gebruik zich in hogere operationele risico's en cyberkwetsbaarheden, die worden versterkt door geopolitieke spanningen en afhankelijkheid van externe IT- en datadienstverleners.

Op kapitaalmarkten uit deze onzekerheid zich in verhoogde volatiliteit en een grotere gevoeligheid voor plotselinge herprijzingen.

Koersen worden in toenemende mate gedreven door korte-termijnontwikkelingen en marktsentiment, terwijl onderliggende structurele risico's niet altijd volledig worden ingeprijsd. Dit vergroot de kans op abrupte correcties, met name in markten waar waarderingen hoog zijn of waar sprake is van hefboomfinanciering en onderlinge verwevenheid. De oorlog in het Midden-Oosten heeft daarnaast gezorgd voor volatiliteit en prijsstijgingen op olie- en gasmarkten die uiteindelijk zullen doorwerken in inflatie. Op geldmarkten bestaan er risico's vanuit de interactie tussen repomarkten en de markt voor staatsobligaties. In tijden van marktstress kunnen schokken via dit kanaal overslaan naar andere delen van het financiële systeem.

Binnen de assetmanagementsector blijven de risico's overwegend beheersbaar, maar nemen bepaalde kwetsbaarheden toe.

Liquiditeitsrisico's kunnen zich materialiseren bij onverwachte markt-bewegingen of plotselinge uitstroom, vooral bij fondsen met beperkte verhandelbaarheid van onderliggende activa. Marktstress kan worden versterkt wanneer assetmanagers door margin calls of uittredingen gedwongen worden tot snelle verkopen. Adequaat liquiditeitsrisico-management, met stresstests en liquiditeitsmanagementinstrumenten (LMT's), is daarom essentieel. Met AIFMD II is het Europese kader aangescherpt en ligt de nadruk op een geïntegreerde aanpak waarin fondsontwerp, uitstapvoorwaarden en LMT-beleid samenhangen. Verder is de markt voor private credit en private equity de laatste jaren gegroeid. Vanwege de beperkte transparantie en hogere risico's met betrekking tot illiquiditeit en waarderingen vraagt dit om extra aandacht vanuit het toezicht.

Voor consumenten is financiële criminaliteit, onder meer door digitalisering van fraudepraktijken, een structureel risico. Criminelen gaan op professionelere manieren te werk met jaarlijks grote financiële schade als gevolg. Dit tast het vertrouwen in de financiële sector aan, zet druk op operationele processen en draagt in brede zin bij aan onzekerheid op markten. Daarnaast blijven er risico's bestaan vanuit de huizenmarkt en de hypotheekschuld. Een verruiming van leen-normen is daarom niet gewenst. Tot slot zijn de financiële risico's van funderingsschade voor huishoudens aanzienlijk, wat vraagt om een collectieve aanpak.

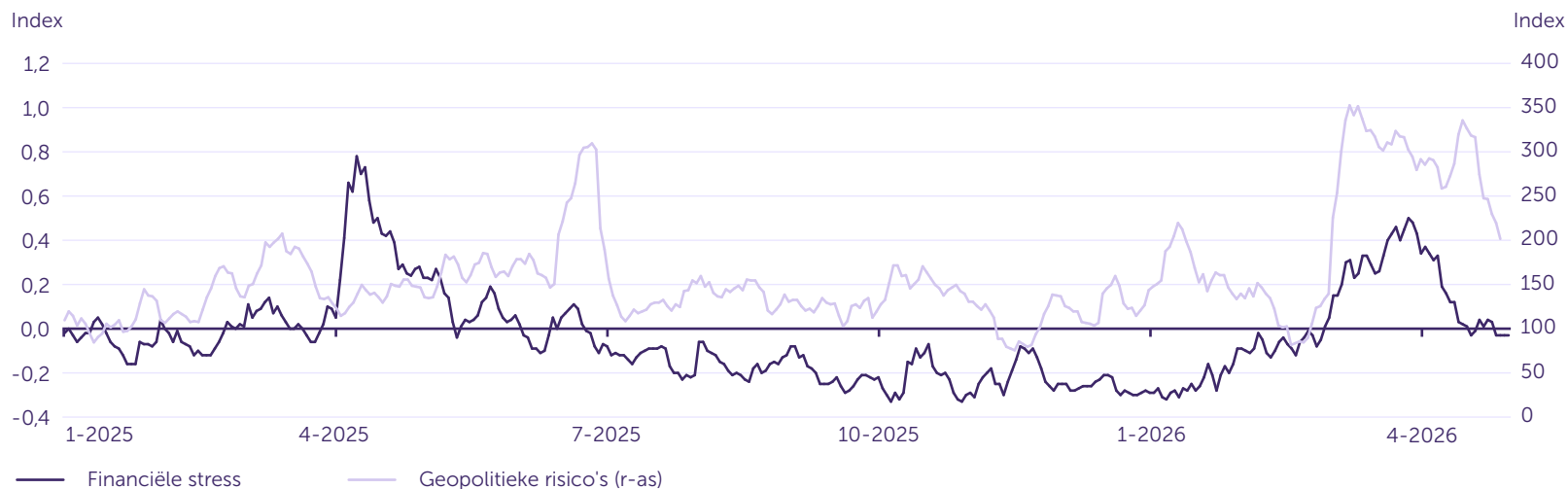
2. Algemene trends en risico's

2.1 Geopolitieke en macro-economische ontwikkelingen

Het huidige risicobeeld wordt gekenmerkt door oplopende geopolitieke spanningen, hogere inflatie, afzwakkende groei en aanhoudende onzekerheid, wat de risico's voor de financiële stabiliteit vergroot. Europa en Nederland zijn daarbij relatief kwetsbaar, onder meer door hun afhankelijkheid van energie-importen, de open handelsstructuur en voor Nederland specifiek: de aanwezigheid van hightechindustrieën. Indicatoren voor financiële stabiliteit laten een verslechtering zien. De mondiale financiële-stressindex (GFSI) liep op tijdens de toename van geopolitieke spanningen rond het conflict,

maar is daarna teruggevallen naar het meerjarig gemiddelde (Figuur 1).¹ De geopolitieke spanningen gaan ook gepaard met een toename in economische beleidsonzekerheid, met name vanuit de Verenigde Staten. Over een langere periode gezien lijken markten op dit moment moeite te hebben om deze onzekerheid in te prijzen (Figuur 2), wat aansluit bij internationale analyses waarin marktreacties op geopolitieke risico's vaak van tijdelijke aard zijn.² Vergeleken met 2025 is de onzekerheid over mogelijke economische en financiële uitkomsten verder toegenomen, zoals de ontwikkeling van groei en inflatie en de kans op verdere marktcorrecties. De risico's zijn daarmee duidelijk neerwaarts gericht en de economische en financiële ontwikkeling blijft sterk afhankelijk van het verdere verloop van geopolitieke spanningen.

Figuur 1: Financiële stress en geopolitieke risico's.

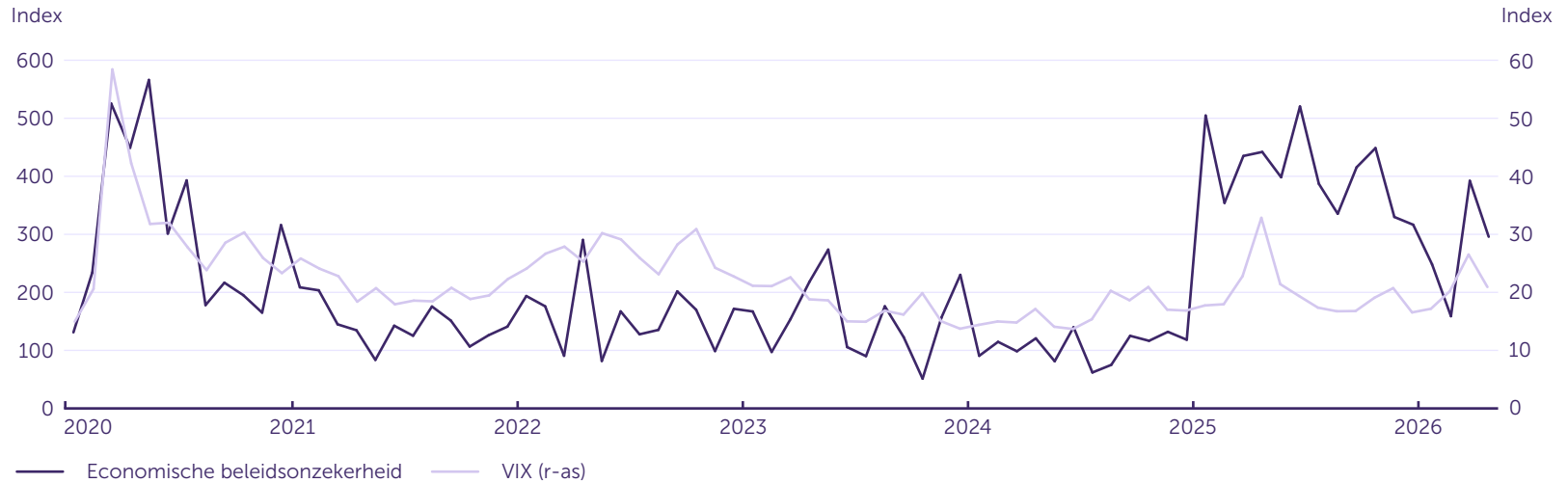


Bron: Bloomberg.

1 De data in de grafieken loopt waar mogelijk tot en met eind april 2026.

2 ESRB (2026), [Financial stability risks from geoeconomic fragmentation](#).

Figuur 2: Economische beleidsonzekerheid versus volatiliteit.

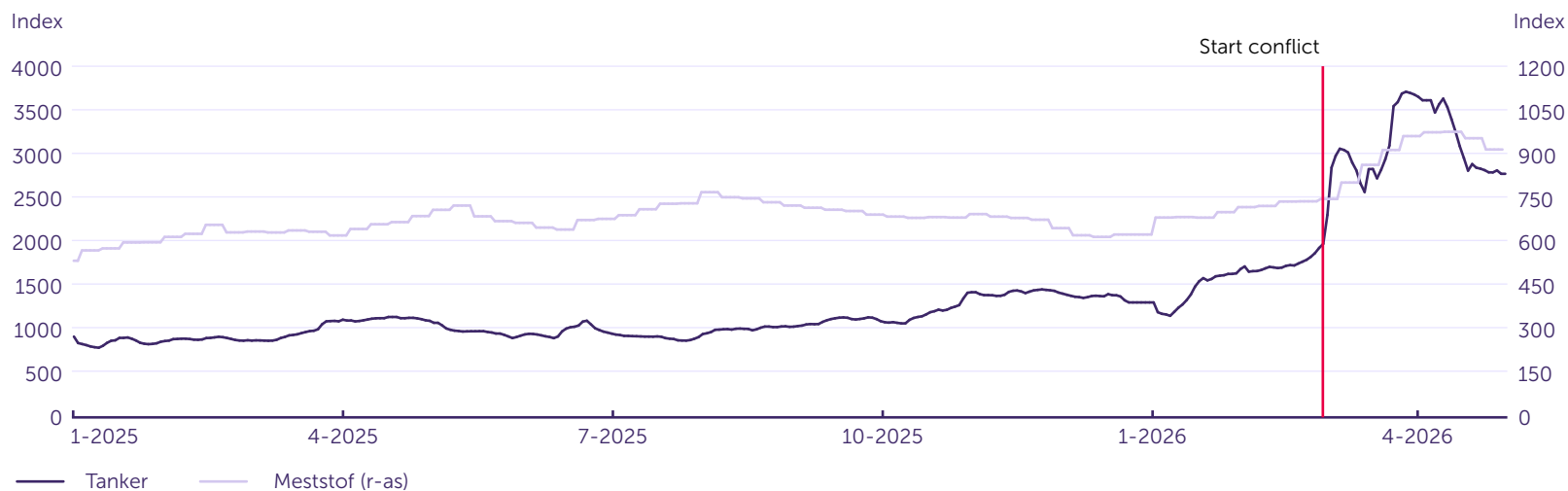


Bron: Bloomberg.

In het voorjaar van 2026 is de wereldeconomie duidelijk verslechterd door de escalatie van het conflict in het Midden-Oosten, een scherpe omslag ten opzichte van de relatief gunstige omstandigheden in de tweede helft van 2025. Militaire escalaties, schade aan de energie-infrastructuur en onzekerheid over vitale transportroutes, met name de Straat van Hormuz, hebben geleid tot verstoringen in energievoorziening, handel en financiële markten. Volgens het IMF gaat het om een van de grootste energiegerelateerde schokken in de afgelopen

decennia. Ook buiten de energiemarkten raken internationale toeleveringsketens ontregeld, wat leidt tot hogere kosten, langere levertijden en oplopende prijzen. Dit is zichtbaar in onder meer tankertarieven en meststoffen (Figuur 3), waarbij de prijs van meststoffen in sterke mate afhankelijk is van de beschikbaarheid en doorvoer van grondstoffen via de Straat van Hormuz. Daarnaast komen ook kritieke productiefactoren voor de halfgeleiderindustrie, zoals helium, onder druk te staan door verstoringen in mondiale logistieke ketens.

Figuur 3: Prijsindex tankertarieven en meststof.



Bron: Bloomberg.

De geopolitieke schok leidt wereldwijd tot lagere groeiverwachtingen en hogere inflatieverwachtingen. Waar internationale instellingen begin 2026 nog uitgingen van een verdere versteviging van het mondiale groeimomentum – met groeiramingen oplopend richting circa 3,3-3,4% – heeft de escalatie van het conflict in het Midden-Oosten dit beeld duidelijk doen kantelen. Recente ramingen van het IMF en de OESO wijzen nu op een mondiale groei van circa 2,9-3,1% in 2026, met opwaartse bijstellingen van de inflatie tot rond 4% voor de G20, gedreven door hogere energieprijzen en verstoringen in logistiek en aanbodketens. In meer ongunstige scenario's kan de mondiale groei verder terugvallen richting 2-2,5%, terwijl de inflatie verder oploopt.³ Energie-importerende landen worden daarbij zwaarder geraakt dan exporteurs, door druk op koopkracht, bedrijfswinsten en binnenlandse vraag.⁴ Deze combinatie stelt centrale banken voor een beleidsdilemma: verdere monetaire verkrapping om inflatie te beteugelen kan de economische groei extra afremmen, terwijl een

minder restrictief beleid het risico vergroot dat inflatie langer hoog blijft. Dit vergroot de kans op een stagflatoir scenario, met langdurig lage groei en aanhoudende inflatedruk. Tegen deze achtergrond blijft de economische ontwikkeling sterk afhankelijk van geopolitieke ontwikkelingen en de mate waarin onzekerheid over energieprijzen, handel en aanbodketens aanhoudt. Bedrijven stellen investeringen uit en de onzekerheid over kosten, prijzen en beschikbaarheid van grondstoffen blijft groot.

Voor Europa bevestigen recente ramingen van het IMF en de ECB het verslechterde macro-economische beeld. De eurozonegroei wordt voor 2026 geraamd op circa 1,1%, waarbij de energieschok en aanhoudende onzekerheid drukken op zowel consumptie als investeringen. Tegelijkertijd blijft de inflatiedynamiek hardnekkig doorwerken via energie- en kostenkanalen, wat het beleidsdilemma voor centrale banken versterkt. Voor Nederland wijzen ramingen van onder meer

³ OECD (2026), *Interim Economic Outlook - Testing resilience*.

⁴ IMF (2026), *How the war in the Middle East is affecting energy, trade, and finance*.

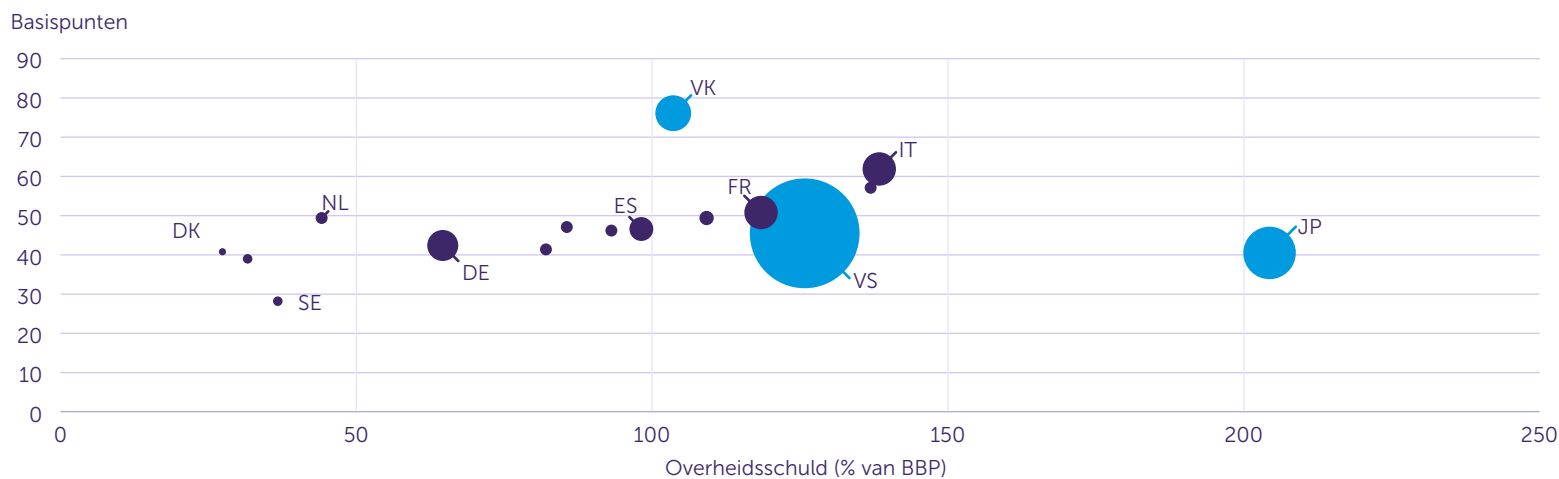
het CPB en de Europese Commissie op een gematigde groei van circa 1,2-1,4% in 2026, iets onder eerdere verwachtingen. Door de open handelsstructuur en sterke verwevenheid met internationale energie- en goederenstromen, werkt de mondiale schok relatief snel door in de Nederlandse economie. Verstoringen in energie- en handelsketens drukken op export, bedrijfswinsten en investeringen, terwijl onzekerheid het vertrouwen van bedrijven en huishoudens aantast. In combinatie met hogere volatiliteit op financiële markten verhoogt dit de risico's voor de financiële stabiliteit in zowel Europees als nationaal perspectief.

Transmissiekanalen naar financiële stabiliteit

De combinatie van hogere inflatieverwachtingen, afzwakkende economische groei en toenemende geopolitieke onzekerheid werkt via meerdere kanalen door naar de financiële stabiliteit. Via het reëleconomische kanaal raken oplopende kosten en dalende reële inkomens rechtstreeks de financiële gezondheid van bedrijven en huishoudens. Met name energie en grondstof-intensieve sectoren worden

geconfronteerd met snel stijgende kosten, terwijl een afzwakkende vraag de marges onder druk zet, wat de kans op betalingsproblemen en faillissementen vergroot. Ook huishoudens zien hun lasten voor energie en basisgoederen stijgen, waardoor betalingsachterstanden kunnen oplopen. In een open economie als de Nederlandse, waar kostenstijgingen relatief snel worden doorgegeven, kan deze kwetsbaarheid extra groot zijn. Tegelijkertijd nemen in de markt voorzichtig de speculaties toe over de houdbaarheid van hoge overheidsschulden, met name in de Verenigde Staten. Schuldtitels die traditioneel als zeer veilig worden beschouwd, zoals US Treasuries, zijn daarmee niet langer volledig vrij van twijfel, wat kan bijdragen aan hogere volatiliteit en verstoringen in de mondiale obligatiemarkten. Daarnaast kan de beleidsreactie van overheden op de energiecrisis, waaronder steunmaatregelen, op termijn risico's opleveren voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Financiële markten lijken hier deels op vooruit te lopen: de rente op 10-jaars staatsobligaties is in maart en april over de breedte gestegen, met een relatief sterkere toename in landen met een hogere overheidsschuld als percentage van het bbp (Figuur 4).

Figuur 4: Verandering 10-jaars yield tussen 27 februari en 30 april versus overheidsschuld als percentage van bbp (omvang gebaseerd op totale staatschuld in EUR, donkerpaars zijn Europese landen).

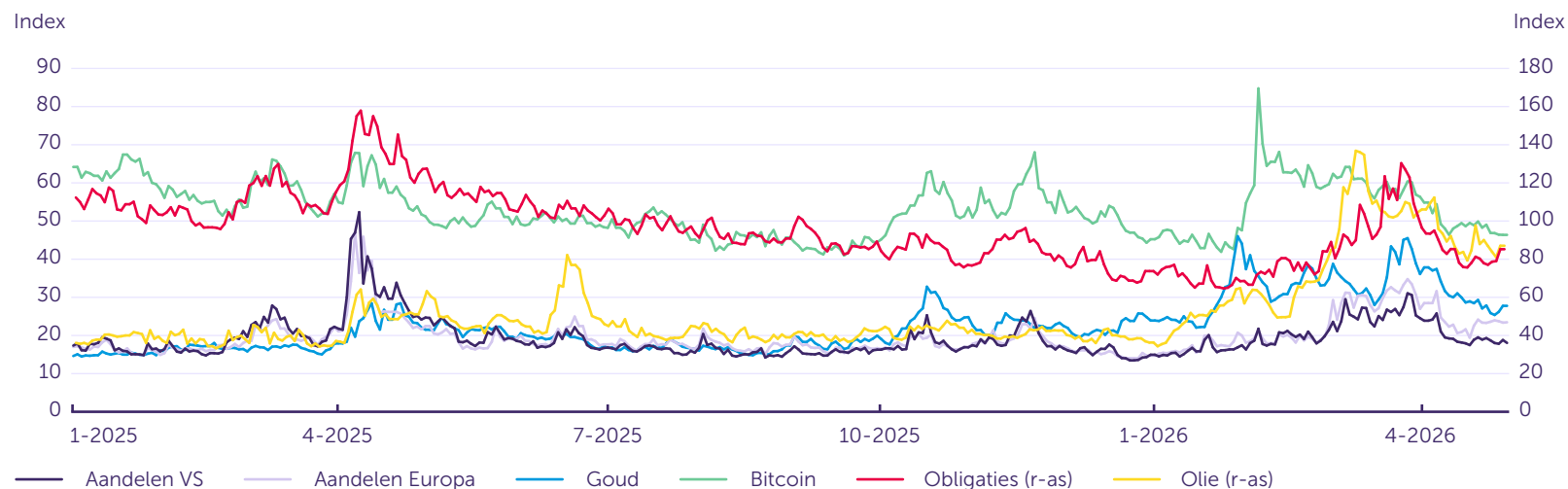


Bron: IMF en Bloomberg.

Via het financiële-marktkanaal leiden geopolitieke spanningen tot verhoogde onzekerheid en grotere prijschommelingen op financiële markten. Sinds februari 2026 is de verwachte volatiliteit in aandelen-, olie-, rente- en valutamarkten duidelijk toegenomen en ook hersteld (Figuur 5). Dit sluit aan bij de analyse van de European Systemic Risk Board (ESRB) dat geopolitieke onzekerheid zich vaak uit in tijdelijke pieken in volatiliteit, terwijl onderliggende structurele risico's niet direct en volledig in marktprijzen worden verwerkt.⁵ In een dergelijke omgeving, waarin onzekerheid groot is en informatie snel kan veranderen, worden prijzen vaak bepaald door ontwikkelen op korte termijn (myopisch beleggersgedrag). Daardoor kunnen perioden waarin risico's slechts beperkt worden ingeprijsd, worden gevolgd door

plotselinge en scherpe marktbevingen. Voor financiële instellingen vergroot dit het risico op snelle waardedalingen, onverwachte margin calls en tijdelijke liquiditeitsdruk wanneer het marktsentiment verslechtert. Tegelijkertijd lijken de effectiviteit en voorspelbaarheid van internationale crisisinstrumenten van centrale banken, met name de Fed, minder vanzelfsprekend te zijn geworden. Marktpartijen speculeren over een minder automatische inzet van internationale liquiditeitsfaciliteiten, zoals dollar-swaplijnen, terwijl binnen Europa discussie bestaat over gezamenlijke financieringsinstrumenten. Dit kan de onzekerheid over de beschikbaarheid van liquiditeit in stresssituaties vergroten en marktdynamiek versterken.

Figuur 5: Volatiliteitsindices.



Bron: Bloomberg.

⁵ ESRB (2026), [Financial stability risks from geoeconomic fragmentation](#).

Naast economische en financiële marktdynamiek vormt ook het operationeel-digitale kanaal een belangrijk transmissiemechanisme.

Geopolitieke spanningen vergroten de kans op cyberaanvallen en verstoringen van kritieke infrastructuur⁶, terwijl kwetsbaarheden in digitale systemen en afhankelijkheden van cloud-diensten vaak pas zichtbaar worden bij incidenten. Deze afhankelijkheden worden binnen het DORA-kader weliswaar systematisch in kaart gebracht, maar de financiële sector blijft sterk blootgesteld aan met name Amerikaanse dienstverleners, waardoor concentratierisico's relevant blijven. Voor een open en sterk gedigitaliseerde financiële sector zoals die in Nederland blijft dit een wezenlijke bron van kwetsbaarheden (zie ook paragraaf 2.2).

Een versterkende factor is de toenemende verwevenheid van geopolitiek en economische machtsmiddelen.

Het World Economic Forum rekent geo-economische confrontatie tot de meest waarschijnlijke mondiale risico's, waarbij landen afhankelijkheden in handel, financiering en technologie inzetten als geopolitiek instrument.⁷ Voor Europa en Nederland vergroot dit de kwetsbaarheid, onder meer door de verwevenheid met het internationale dollarsysteem en afhankelijkheid van niet-Europese financiële en digitale infrastructuur. Hierdoor kunnen voorwaarden voor financiering, handel en toegang tot technologie abrupter veranderen.

De huidige periode van verhoogde geopolitieke en macro-economische onzekerheid laat zien dat traditionele risicomodellen in complexe omstandigheden slechts beperkt houvast bieden.

Veel relevante risico's worden niet gedreven door bekende patronen, maar door onzekerheid, onderlinge afhankelijkheden en gebeurtenissen met een lage kans, maar grote impact. Ontwikkelingen op het gebied van geopolitiek, markten, technologie en menselijk gedrag kunnen daarbij op onvoorspelbare wijze samenkomen, waarbij spanningen zich geruime tijd onder de oppervlakte kunnen opbouwen voordat zij plotseling zichtbaar worden. Dit vraagt van financiële instellingen dat zij in hun risicobeheer verder kijken dan historische data en

⁶ IMF (2024), [Rising cyber threats pose serious concerns for financial stability](#).

⁷ World Economic Forum (2026), [Global Risks Report 2026](#).

⁸ Moody's (2026), [Outlooks 2026: Artificial intelligence, digital finance, cyber risk, and data centers](#).

standaardscenario's, ruimte creëren voor tegenspraak en onzekerheid expliciet adresseren. Daarbij is het van belang niet alleen te sturen op efficiëntie, maar ook te investeren in governance, buffers en aanpassingsvermogen, zodat instellingen beter voorbereid zijn op abrupte en onverwachte ontwikkelingen en het financiële stelsel weerbaar blijft in een omgeving van structureel hogere onzekerheid.

2.2 Digitalisering en operationele risico's

Digitalisering ontwikkelt zich in hoog tempo en vergroot zowel de efficiëntie als de kwetsbaarheid van het financiële stelsel. Financiële instellingen moderniseren hun IT-omgevingen, migreren naar de cloud en integreren AI-toepassingen, wat de afhankelijkheid van digitale infrastructuur vergroot. Sterke concentratie bij een beperkt aantal mondiale cloud- en AI-dienstverleners kan uitgroeien tot een kritische bottleneck voor de sector.⁸ Capaciteitsschaarste, oplopende kosten en verschillen in beveiligingsniveaus kunnen de continuïteit van dienstverlening beïnvloeden en strategische keuzes beperken. Digitalisering vindt bovendien plaats in een context van geopolitieke fragmentatie en uiteenlopende niveaus van cyberweerbaarheid, wat hogere eisen stelt aan governance, risicobeheer en herstelvermogen. Daarnaast kan tokenisation leiden tot verschuivingen in klantgedrag, waarbij digitale ecosystemen van (neo)banken, betaalinstanties en BigTech het risico vergroten dat stabiele financiering weglekt bij traditionele instellingen, met implicaties voor liquiditeitsbeheer en prijsstelling.

Cyberincidenten vormen in 2026 een van de meest prominente digitale risico's voor de financiële sector. Het aantal incidenten is sterk toegenomen, vooral bij banken en effecteninstellingen, terwijl de werkelijke omvang van fraude waarschijnlijk wordt onderschat door onderrapportage. Tegelijkertijd verandert de aard van aanvallen: generatieve AI maakt sociale-engineeringtechnieken geavanceerder en vergroot het gebruik van meerkanaalsaanvallen, zoals voice-spoofing en deepfakes. In een context van verhoogde geopolitieke spanningen worden aanvallen sneller, complexer en minder voorspelbaar. Hierdoor

neemt de kans toe dat incidenten escaleren tot bredere verstoringen, met name via gedeelde kwetsbaarheden in cloud- en dataservices. De opkomst van zeer capabele AI-toepassingen met cyberoffensieve mogelijkheden, zoals Anthropic's Mythos of OpenAI's GPT5.4, versterkt deze ontwikkeling verder, doordat schaal, snelheid en impact van aanvallen toenemen. Dit vergroot het risico op abrupte en niet-lineaire effecten, waarbij operationele verstoringen kunnen samenvallen met bredere markt- en macro-economische schokken.

De snelle adoptie van AI biedt efficiëntiewinst, maar brengt ook

nieuwe operationele en modelrisico's met zich mee. De opkomst van zogenoemde foundation models, die grote hoeveelheden financiële en gedragsdata combineren, stelt (internationale) platformen en betaaldienstverleners in staat een strategisch informatievoordeel op te bouwen. Dit heeft implicaties voor concurrentiedynamiek, consumentenbescherming en de concentratie van model- en data-risico's. Tegelijkertijd vormt de benodigde AI-infrastructuur een knelpunt: de vraag naar rekenkracht groeit sneller dan het aanbod, waardoor afhankelijkheid ontstaat van een beperkt aantal aanbieders. Dit vergroot concentratierisico's en de blootstelling aan verschillen in risico- en beveiligingsprofielen. Aanvallers benutten AI bovendien steeds vaker om fraude te personaliseren en beveiliging te omzeilen, onder meer via synthetische identiteiten en geautomatiseerde phishing. Dit onderstreept het belang van robuuste governance, datakwaliteit en modelvalidatie.

De toenemende afhankelijkheid van digitale derde partijen vormt

een structureel operationeel risico. Door concentratie bij een beperkt aantal, veelal niet-Europese cloud-, software- en AI-dienstverleners kunnen verstoringen bij één aanbieder gelijktijdig impact hebben op meerdere instellingen. Geopolitieke spanningen vergroten deze kwetsbaarheid, doordat digitale afhankelijkheden ook kunnen worden ingezet als drukmiddel, bijvoorbeeld via sancties of abrupte onderbrekingen van dienstverlening. Digitalisering ontwikkelt zich daarmee tot een kanaal waarlangs verstoringen direct kunnen doorwerken

naar de financiële stabiliteit. Problemen in digitale infrastructuur, betalingsverkeer of dataservices kunnen zich vertalen in liquiditeitsspanning, marktonrust en vertrouwenseffecten. Het gezamenlijke AFM-DNB-rapport onderstreept dat digitale afhankelijkheden inmiddels systeemrelevante kenmerken hebben.⁹ Versterking van digitale weerbaarheid, keteninzicht en strategische keuzes rond uitbesteding en datasoevereiniteit blijft daarom een kernopgave.

2.3 Duurzaamheid

Duurzaamheidsrisico's nemen toe doordat de macro-economische en geopolitieke omgeving onzekerder, gefragmenteerder en

volatieler is geworden. Volgens het World Economic Forum wordt het mondiale risicobeeld in toenemende mate bepaald door een samenloop van geo-economische spanningen, toenemende fysieke klimaatrisico's en een afnemende mate van multilaterale samenwerking, waardoor internationale afspraken over verduurzaming onder druk komen te staan.¹⁰ Zowel in Nederland als internationaal lijkt de politieke aandacht voor klimaatbeleid af te nemen, mede door de focus op concurrentiekracht, defensie en energiezekerheid. Tegelijkertijd zorgen hoge energieprijzen, geopolitieke spanningen en afhankelijkheid van fossiele import juist voor sterke economische prikkels om energieverbruik te verminderen en te investeren in hernieuwbare energie. Het beleidskader is minder voorspelbaar geworden, waardoor bedrijven hun investeringsbeslissingen vaker primair baseren op energiezekerheid en kostenoverwegingen dan op lange-termijn-klimaatdoelen.¹¹ Ook binnen de EU zijn de klimaatdoelen voor 2040 onderwerp van debat. Voor de financiële sector betekent dit dat beleidsonzekerheid toeneemt, risico's minder goed beheersbaar worden en transitiepaden diffuser worden. Het blijft daarom essentieel voor financiële instellingen om fysieke en transitierisico's mee te nemen in het risicobeheer.

⁹ AFM en DNB (2025), [Digitale afhankelijkheid in de financiële sector. Risico's, weerbaarheid en Europese autonomie](#).

¹⁰ World Economic Forum (2026), [Global Risks Report 2026](#).

¹¹ S&P Global (2026), [Top 10 Sustainability Trends to Watch](#).

De toenemende frequentie en intensiteit van fysieke klimaatrisico's vormen een groeiende bron van risico's voor de financiële stabiliteit. Schade aan infrastructuur, oplopende verzekeringsclaims en hogere premies hebben steeds vaker bredere economische gevolgen. Klimaatanalyses suggereren dat 2026 opnieuw wordt gekenmerkt door zeer hoge temperaturen, een toename van klimaatgebeurtenissen en extra druk op publieke budgetten door noodhulp- en herstelkosten.¹² Deze fysieke risico's raken niet alleen bedrijven en ecosystemen, maar vergroten ook de financiële kwetsbaarheid van huishoudens, onder meer via waardedalingen van woningen in overstromingsgevoelige gebieden en funderingsproblemen door droogte. Naar verwachting zullen deze risico's de komende jaren verder toenemen. In meerdere markten reageren verzekeraars met premieverhogingen of het beperken van dekking, wat kan doorwerken naar woningmarkten, kredietrisico's en vermogensposities. Moody's wijst erop dat extremere weersomstandigheden en oplopende schadeclaims de verzekeraars, overheidsfinanciën en kredietwaardigheid onder druk zetten, vooral in economieën met een beperkte aanpassingscapaciteit en in sectoren met een hoge blootstelling aan extreem weer, zoals vastgoed, landbouw en infrastructuur.¹³ Ook in Nederland is dit zichtbaar in de discussie over de onverzekerbaarheid van overstromingsrisico's, en de rollen die de overheid en verzekeraars hebben bij potentiële schade.

Het kader voor duurzaamheidsregelgeving binnen de financiële sector blijft zich ontwikkelen. Het Omnibuspakket beperkt de reikwijdte van de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) tot grote ondernemingen, schrapt sectorspecifieke standaarden en vereenvoudigt rapportagevereisten. Tegelijkertijd wordt de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) herzien, met nieuwe categorieën 'duurzaam' en 'transitie', met het doel het landschap overzichtelijker te maken. Investeerders, klanten en overheden vragen om betrouwbare gegevens over hoe ondernemingen duurzaamheidsrisico's beheersen, en bedrijven gebruiken deze informatie steeds vaker voor hun besluitvorming. De onderliggende duurzaamheidsrisico's blijven bestaan, ongeacht wijzigingen in rapportageverplichtingen. Voor de AFM blijft het daarom cruciaal om te waken over de kwaliteit van informatievoorziening en daarmee beleggersbescherming te waarborgen.

¹² Penn International Climate Observatory (PICO) (2025), [2026 Global climate trends report](#).

¹³ Moody's (2026), [Outlooks 2026: Global sustainable finance](#).

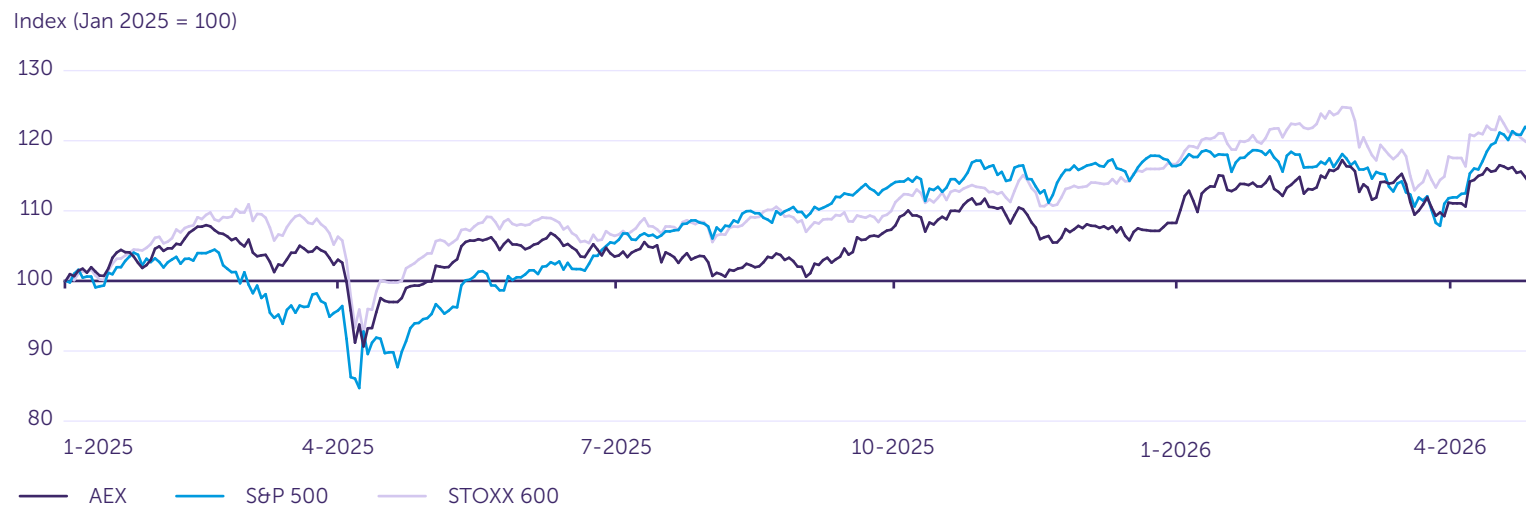
3. Trends en risico's op kapitaalmarkten

3.1 Trends en ontwikkelingen

Geopolitieke spanningen en de onzekerheid rond AI domineren in 2026 de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten. Nadat aandelenkoersen zich in de tweede helft van 2025 geleidelijk hadden hersteld, zorgde de escalatie van het conflict in het Midden-Oosten begin 2026 voor scherpe correcties. In maart daalde de S&P 500 met ongeveer 5%, de STOXX 600 met circa 8% en de AEX met circa 5% (Figuur 6). De onzekerheid over het verdere verloop van het conflict en de gevolgen voor inflatie en economische groei vertaalt zich in verhoogde volatiliteit op financiële markten. Daarbij reageren markten sterk op uitspraken die wijzen op mogelijke (de)escalatie van het conflict, terwijl nieuws over fundamentele factoren die de winstgevendheid en waardering van bedrijven beïnvloeden, een minder consistente rol speelt

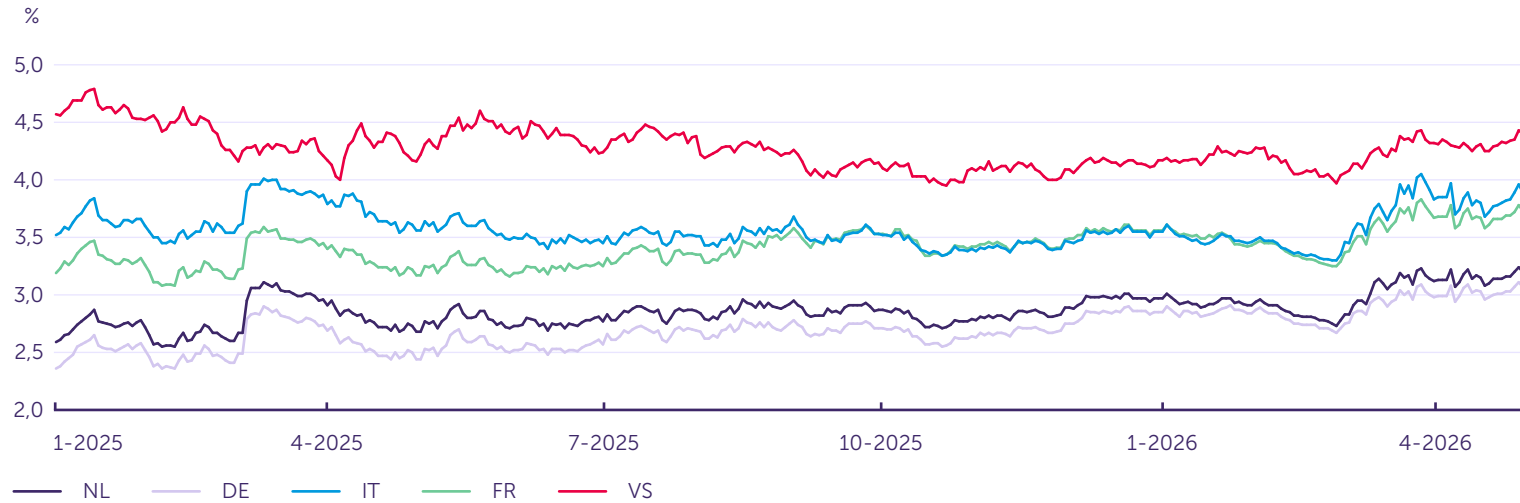
De verhoogde geopolitieke spanningen gaan gepaard met een grotere kans op scherpe marktcorrecties. Zoals ook in eerdere perioden van geopolitieke en handelsgerelateerde onrust zichtbaar was, blijken de directe effecten op aandelenkoersen en volatiliteit vaak tijdelijk van aard. Na de aankondiging van handelstarieven door de Verenigde Staten in 2025, daalden aandelenkoersen fors, maar herstelden zij zich binnen enkele weken grotendeels. Het huidige conflict in het Midden-Oosten werkt echter breder door via energieprijzen. Hogere olie- en gasprijzen vergroten de inflatiedruk en leiden tot oplopende renteverwachtingen, wat de wereldwijde economische groei afremt en zichtbaar is in zowel aandelenkoersen als in stijgende rentes op overheids- en bedrijfsobligaties (Figuur 7). Deze risico's nemen toe naarmate het conflict langer voortduurt.

Figuur 6: Aandelenkoersen Europa en VS.



Bron: Bloomberg.

Figuur 7: Rentes op 10-jaars staatsobligaties.



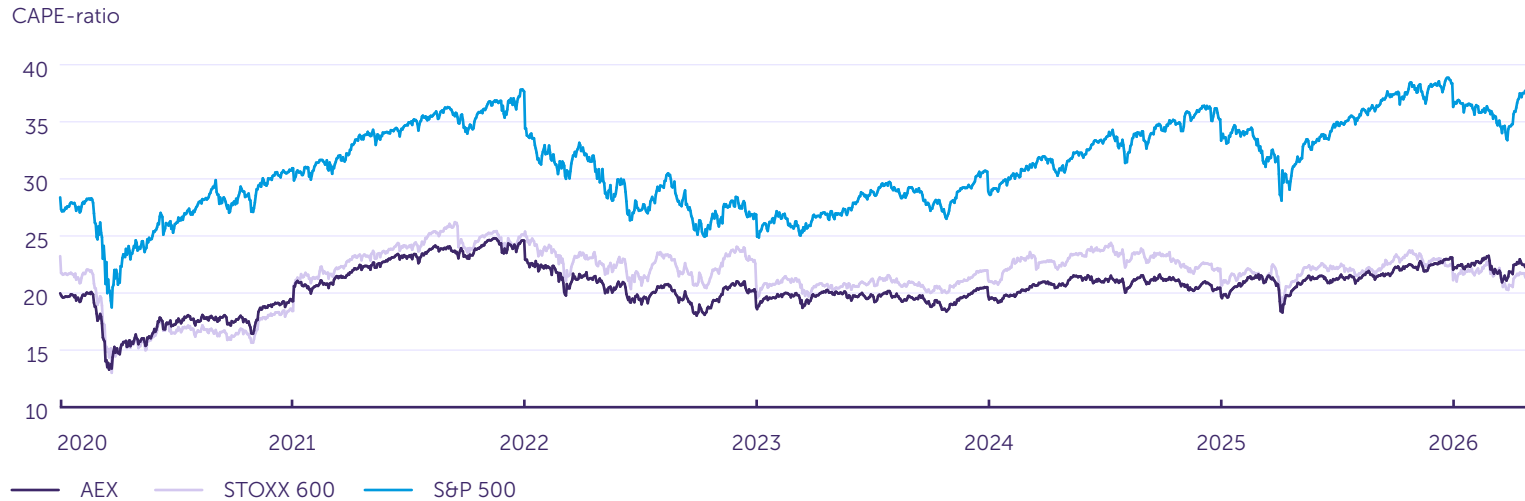
Bron: Bloomberg.

In deze marktomgeving speelt myopisch beleggersgedrag een belangrijke rol in de prijsvorming. Zoals beschreven in hoofdstuk 2 leidt geopolitieke onzekerheid via het financiële-marktkanaal tot verhoogde volatiliteit, terwijl onderliggende structurele risico's niet direct en volledig in marktprijzen worden verwerkt. Koersbewegingen worden sterk gedreven door korte-termijn-informatie en snel wisselende verwachtingen. De toegenomen invloed van algoritmes, waardoor alle mogelijke informatie (correct en incorrect) direct in de prijs tot uitdrukking komt, heeft hierop een versterkend effect. Dit kan resulteren in perioden waarin daadwerkelijke risico's slechts beperkt worden ingeprijsd. Wanneer het marktsentiment omslaat, kunnen deze perioden worden gevolgd door plotselinge en scherpe herprijsing.

Tegelijkertijd blijft de onzekere impact van AI op productiviteit en winstgevendheid een belangrijke factor in aandelenwaarderingen. Met name in de Verenigde Staten zijn aandelen in historisch perspectief nog steeds hoog gewaardeerd (Figuur 8), mede door verwachtingen over toekomstige productiviteitswinsten door AI-toepassingen. Hierdoor zijn met name de toekomstige omzetverwachtingen van

bedrijven in de AI-keten verhoogd. De waarderingen van onder meer chipproducenten en cloud-aanbieders zijn daardoor erg hoog. Tegelijkertijd spelen in andere sectoren zorgen over hoe nieuwe AI-toepassingen voor meer concurrentie kunnen zorgen, wat kan leiden tot lagere waarderingen van bedrijven. AI kan mogelijk veel taken in onder meer softwareontwikkeling, marketing, professionele dienstverlening (zoals juridisch of advies) overnemen, waardoor de toetredingsdrempels worden verlaagd. De spanning tussen hoge waarderingen en onzekerheid over de realisatie van deze verwachtingen, vergroot de kwetsbaarheid van markten voor abrupte correcties. Dit risico wordt versterkt doordat bedrijven in de AI-keten vaak fungeren als elkaars investeerders, klanten en financiers, waardoor deze bedrijven financieel en operationeel verder met elkaar verweven raken. Zo nemen AI-bedrijven belangen in chipproducenten of datacenters en gaan ze tegelijkertijd langlopende afnamecontracten aan. Hierdoor ontstaat er circulariteit in de financiering van deze bedrijven en verhoogde verwevenheid, waardoor waarderingen mogelijk worden opgeblazen en het risico van sectorbrede correcties toeneemt.

Figuur 8: Cyclisch aangepaste koers-winstverhoudingen (CAPE) op aandelenindices.



Bron: Bloomberg.

Tot slot worden veel AI-investeringen met schuld gefinancierd, wat voor grotere kwetsbaarheden kan zorgen als de markt een winner-takes-all-markt blijkt waarin alleen de partijen met voldoende schaalgrootte overblijven. Over de afgelopen twee jaar is de schuld-uitgifte voor AI-investeringen bijna verdubbeld tot meer dan USD 100 miljard. Het zijn echter met name de zogenoemde ‘hyperscalers’ - grote techbedrijven die infrastructuur voor AI ontwikkelen - die veel schuld uitgeven. Daartegenover staat dat zij sterke financiële posities en meegroeïende kasstromen hebben, waardoor de schuldfinanciering geen probleem hoeft te zijn voor de financiële stabiliteit.¹⁴ Wel worden er naast bedrijfsobligaties ook andere financieringsvormen gebruikt, zoals private credit en hefboomleningen. Daardoor nemen de verwevenheden tussen hyperscalers en private credit partijen en niet-bancaire instellingen toe.¹⁵ Door deze verwevenheden kan een afwaardering in de AI-sector zich sneller verspreiden.

¹⁴ IMF (2026), [Global Financial Stability report](#).

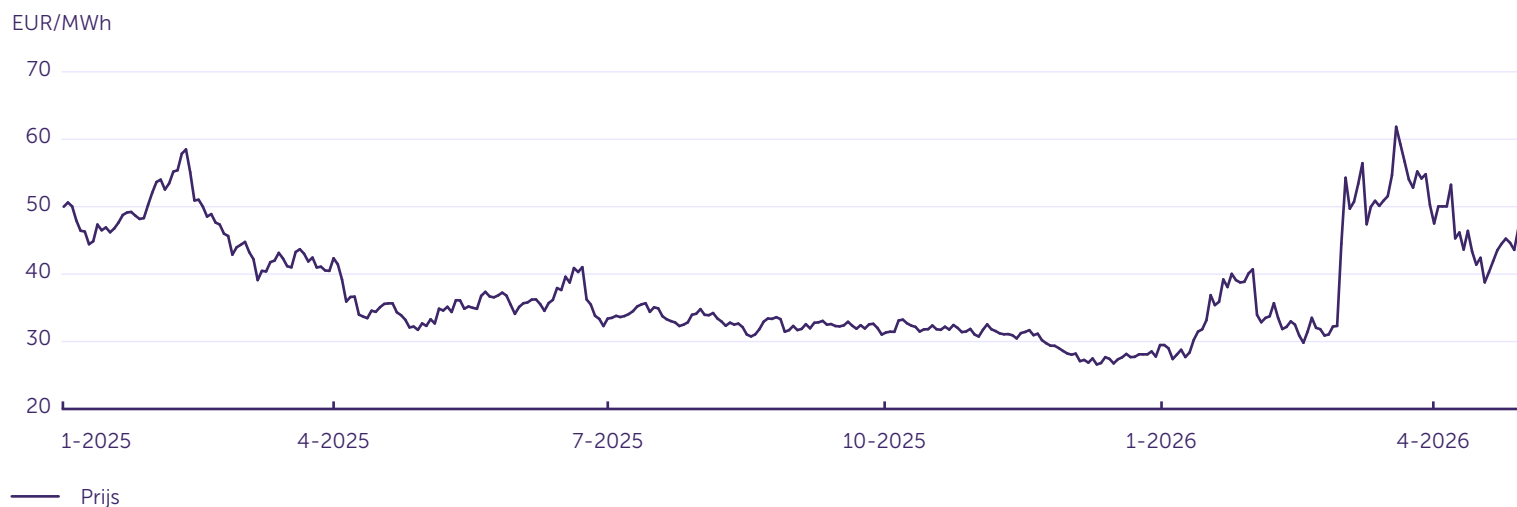
¹⁵ BIS (2026), [Financing the AI infrastructure boom: on- and off-balance sheet borrowing](#).

Gasmarkt

Door de sluiting van de Straat van Hormuz zijn wereldwijde olie- en gasprijzen sterk gestegen. Vóór de oorlog in het Midden-Oosten werden er dagelijks 20 miljoen olievaten door de Straat van Hormuz vervoerd, ongeveer een vijfde van de wereldwijde handel. Vanwege tegenaanvallen van Iran op schepen en landdoelen in de Golfregio, waaronder een groot gasveld in Qatar, is ook een deel van de olie- en gasproductie weggevallen. Qatar is een van de grootste LNG-producenten ter wereld en 20% van de wereldwijde handel in LNG komt uit de Perzische Golf. Doordat LNG wereldwijd per schip wordt verhandeld, concurreert Europa via biedingen direct met Aziatische afnemers. Ondanks dat het gas uit de Perzische Golf grotendeels bestemd is voor Azië, worden prijzen hierdoor wel opgedreven. De koers van een vat Brent-olie steeg van USD 73 eind februari naar een hoogtepunt van USD 110 op 18 maart. De prijs van TTF-gas

liep in diezelfde periode op van EUR 32 /Mwh tot een piek van EUR 62 (Figuur 9). Ter vergelijking: in 2022 liep de TTF-gasprijs op naar een piek van EUR 339/Mwh, nadat Rusland tijdelijk de gasaanvoer had stopgezet. Wat de prijsstijging niet ten goede komt, is de lage gasvoorraad. In Nederland waren de voorraden eind maart voor minder dan 6% gevuld. Hierdoor is er een zeer beperkte buffer om mogelijke tekorten op te vangen. Vanaf het voorjaar worden deze doorgaans weer aangevuld, omdat in de warmere maanden gas vaak goedkoper is. Nu zijn de gasprijzen juist hoger en is het niet aantrekkelijk om de voorraden aan te vullen. Voor consumenten bestaat er een significant risico dat de verstoringen in de olie- en gashandel langer duren en prijzen verder oplopen. Het aanvullen van de gasvoorraden is een verantwoordelijkheid van de EU-lidstaten. Na de energiecrisis in 2022 zijn er in Europa wel afspraken gemaakt die het mogelijk maken om gezamenlijk gas in te kopen en zijn er solidariteitsafspraken voor noodsituaties. Het doel daarvan is om de energiezekerheid te vergoten en de onderhandelingspositie van de EU te versterken.

Figuur 9: TTF gasprijs.



Bron: Bloomberg.

¹⁶ NOS (2026). [Vattenfall en Eneco stoppen deels met aanbieden van vaste energiecontracten.](#)

Naast fysieke handel wordt gas ook verhandeld via derivatencontracten, met name via futurescontracten. Deze handel in derivaten vindt grotendeels plaats op het Nederlandse handelsplatform ICE Endex, onder toezicht van de AFM. Niet alleen energiebedrijven handelen hier, maar ook financiële instellingen. Omdat vraag en aanbod samenkomen op de derivatenbeurs, speelt het een belangrijke rol in de totstandkoming van de gasprijs. Die wordt vervolgens vaak als referentieprijs gebruikt, ook in contracten met landen die niet zijn aangesloten op het Nederlandse gasnetwerk. Verder maakt de handel in derivaten het ook mogelijk voor bedrijven om zich in te dekken tegen toekomstige prijsstijgingen. Zo kunnen energieleveranciers die gas aan consumenten aanbieden voor een vaste prijs, de toekomstige prijs al vastzetten en zich beschermen tegen fluctuaties. Bij onrust op de derivatenmarkt wordt het moeilijker voor energiebedrijven om zich in te dekken tegen prijschommelingen, onder meer vanwege hogere kosten en liquiditeitsvereisten. Daardoor kunnen zij ook minder geneigd zijn om lange vaste contracten aan consumenten aan te bieden, wat begin maart het geval was¹⁶, wat hen kwetsbaarder maakt

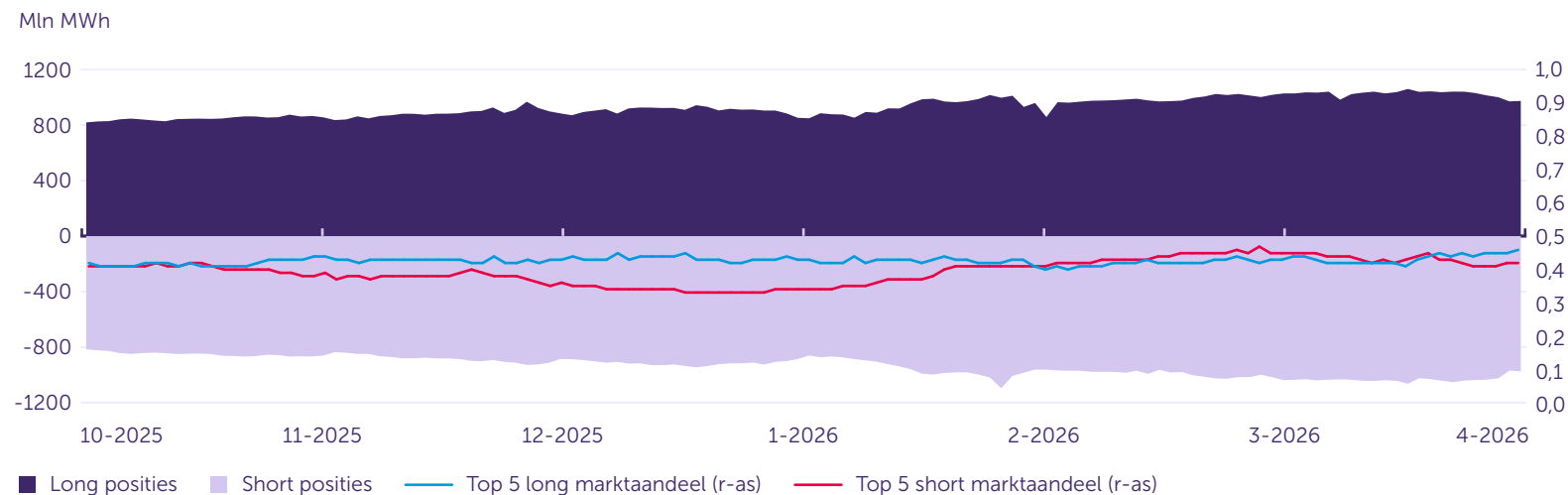
voor prijssschommelingen. Verstoringen in de derivatenhandel kunnen dus grote gevolgen hebben, ook voor de handel in fysiek gas en direct voor consumenten.

Na het uitbreken van de oorlog in het Midden-Oosten nam de volatilititeit op de gasmarkt toe. Bid-ask spreads, het verschil tussen bied- en laatprijzen, liepen op, net als handelsvolumes. Hogere bid-ask spreads kunnen wijzen op minder marktliquiditeit, terwijl hoge volumes juist voor meer liquiditeit kunnen zorgen. De open interest in futurescontracten, het totaal aan openstaande contracten, daalde vanwege de gestegen prijzen en hoge volatilititeit. Marktpartijen met geclearde posities krijgen dan te maken met margin calls en hogere clearingkosten, waardoor zij zowel long- als short-posities afbouwen. De netto long- en short-posities daalden niet (Figuur 10). De AFM zag daarnaast geen significante verschuivingen in het aandeel van de handel tussen verschillende marktparticipanten. Hoge concentratie van posities bij enkele partijen kan negatieve impact hebben op de marktliquiditeit en daarmee de prijsvorming. Het aandeel van de top-5-handelende partijen bleef bij zowel short- als long-posities rond de 40%. Hoewel

prijzen opliepen en open interest daalde, is er dus geen sprake van slechtere prijsvorming. Het was daarentegen wel duidelijk dat de oorlog voor een forse aanbodschock zorgde en dat de onzekerheid erg hoog was. Dat uit zich in hogere en volatielere prijzen.

De AFM houdt toezicht op de ordelijke handel op de gasmarkt en de weerbaarheid van platformen. Voor de ordelijke handel is het belangrijk dat transacties eerlijk en transparant verlopen, waarbij alle marktpartijen toegang hebben tot dezelfde informatie. De handel op platformen biedt hierbij voordelen, zoals gestandaardiseerde contracten en transparante prijzen. De alternatieven, waaronder over-the-counter (OTC) transacties, zijn vaak minder transparant en gaan gepaard met hogere risico's. Verder is het van groot belang dat de operationele weerbaarheid van platforms in orde is. Handelsplatformen moeten bestand zijn tegen IT-storingen, cyberdreigingen en operationele incidenten, omdat uitval direct gevolgen kan hebben voor prijsvorming en risicobeheer. In een periode van geopolitieke spanning zoals nu, is het des te belangrijker dat de marktsystemen stabiel functioneren. Tegen deze achtergrond monitort de AFM de ontwikkelingen op de gasmarkt nauwgezet.

Figuur 10: Netto long- en short-posities TTF-futures.



Bron: ICE Index.

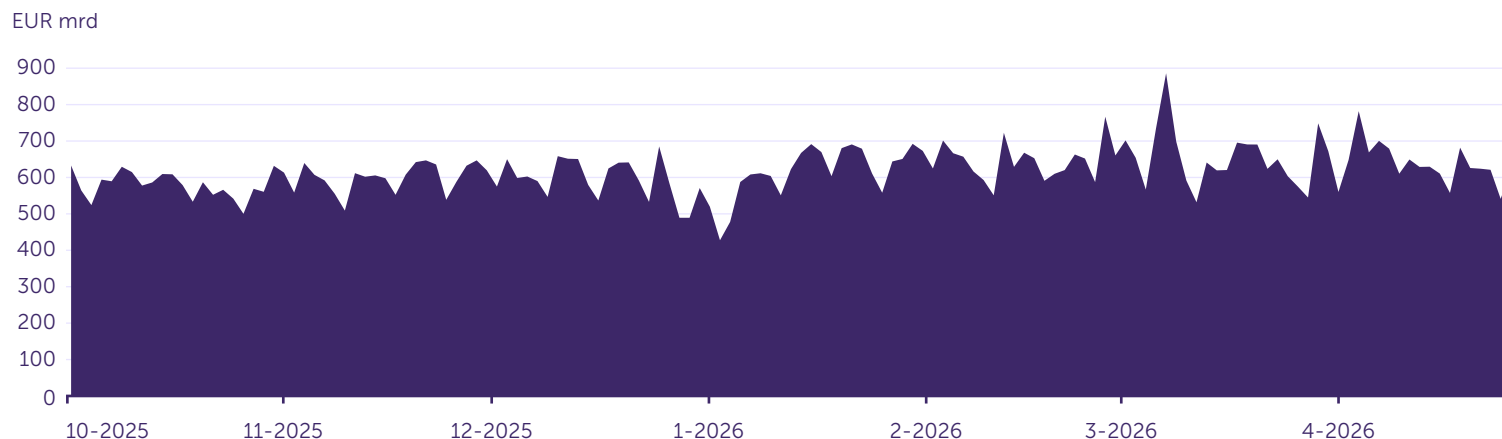
3.2 Geldmarkten

Geldmarkten hebben een belangrijke functie in de financiering van bedrijven en financiële instellingen. De repomarkt is een van de grootste en meest liquide geldmarkten. Op deze markt kunnen partijen op korte termijn schuld papier omzetten in cash, wanneer ze bijvoorbeeld aan margin calls moeten voldoen, of andersom. Financiële instellingen kunnen via repotransacties ook overtollige liquiditeit uitlenen met hoogwaardig schuld papier als onderpand. Op de wereldwijde repomarkten staat dagelijks voor USD 16 biljoen aan transacties uit met staatsobligaties als onderpand, waarvan 58% in de Verenigde Staten, 16% in het Verenigd Koninkrijk en 15% in de eurozone. Het dagelijkse volume van uitstaande transacties waarbij Nederlandse partijen zijn betrokken of dat op Nederlandse platforms plaatsvindt, bedraagt circa EUR 550 miljard (Figuur 11).

Er bestaan kwetsbaarheden in wereldwijde repomarkten die in tijden van marktstress voor verhoogde liquiditeitsrisico's kunnen zorgen.

Ten eerste is de repomarkt afhankelijk van intermediairs, vaak grote banken, die repo- en reverse reposities innemen. De posities die de intermediairs innemen, nemen wel balansruimte in. In tijden van marktstress kan het voorkomen dat intermedierende partijen minder actief zijn op de markt, waardoor de markt minder liquide is. Dat heeft vervolgens impact op instellingen die afhankelijk zijn van de repomarkt, om tijdig aan liquiditeit te komen. Zo bleek eerder uit onderzoek van de AFM en DNB dat Nederlandse pensioenfondsen afhankelijk zijn van de repomarkt om tijdig aan margin calls op derivaten te voldoen. Daarnaast zijn er marktpartijen, zoals hedge funds, die via de repomarkt hun hefboom vergroten. Dat doen ze bijvoorbeeld door staatsobligaties te kopen, deze tijdelijk te verkopen via de repomarkt en de opbrengst te gebruiken voor een short-positie met een futurescontract

Figuur 11: Repomarktvolume: uitstaande transacties.



Bron: SFTR.

(basis trade). Hiermee kunnen ze profiteren van prijsverschillen tussen de staatsobligatiemarkt en de futuresmarkt, maar zijn ze wel blootgesteld aan margin-risico. Bij forse prijsbewegingen moeten hedge funds extra onderpand storten en wanneer ze dit niet direct kunnen storten, moeten ze onderliggende staatsobligaties verkopen of posities versneld afbouwen. Dat versterkt de prijsdruk in de (staatsobligatie)markt. Risico's kunnen zo overslaan van de repomarkt naar de markt voor staatsobligaties. Andersom kunnen schokken vanuit de staatsobligatiemarkt overslaan naar de repomarkt. Grote rentestijgingen kunnen via het onderpand op repotransacties leiden tot margin calls, gedwongen afbouw van repotransacties en verminderde liquiditeit. Omdat de repomarkt globaal is en Europese partijen vaak afhankelijk zijn van de repomarkt voor hun dollarfinanciering, kan stress op de Amerikaanse treasurymarkt via dit kanaal makkelijk overslaan.

Het is belangrijk om de structurele kwetsbaarheden en risico's goed te monitoren. Vanwege het grensoverschrijdende karakter en de grote mate van verwevenheid is internationale samenwerking van belang. Het deel van de repomarkt waar Nederlandse partijen bij zijn betrokken, of dat plaatsvindt op Nederlandse platformen, is slechts een beperkt deel van de hele markt. 40% van de transacties op de repomarkt vindt plaats tussen partijen uit verschillende landen. Veel centraal geclearde transacties van Nederlandse instellingen worden bijvoorbeeld afgewikkeld bij CCP's in het buitenland. Het is dus lastig om de (concentratie)risico's inzichtelijk te maken en te beoordelen.

3.3 Crypto

De cryptomarkt is de afgelopen jaren sterk gegroeid en de verwevenheid met het traditionele financiële systeem is verder toegenomen.

Nederlandse financiële instellingen, met name beleggingsfondsen, houden directe posities in cryptomunten ter waarde van circa EUR 113 miljoen (eind Q3 2025). Ook huishoudens beleggen in crypto. In 2025 gaf ruim een vijfde van de beleggers aan cryptomunten te

17 AFM (2025), [AFM Consumentenmonitor beleggers – Q3 2025](#).

18 DNB (2026), [Waarde Nederlandse indirecte cryptobeleggingen groeit tot ruim €1 miljard](#).

19 Zie onder meer berichtgeving in het Financieel Dagblad over noodlijdende bitcoin-bedrijven die genoodzaakt zijn hun crypto-reserves af te bouwen (Financieel Dagblad (7 april 2026), [Noodlijdende bitcoinbedrijven moeten hun crypto's verkopen](#)) en internationale analyses over verkopen door beursgenoteerde crypto-treasury bedrijven (o.a. CoinDesk, Bitcoin Magazine, april 2026).

bezitten, waarvan meer dan de helft voor minder dan EUR 2.500 aan cryptomunten bezit.¹⁷ Daarnaast kunnen instellingen en huishoudens ook indirect worden blootgesteld via crypto-ETF's, ETN's en aandelen in bedrijven met substantiële crypto-posities op de balans. In oktober 2025 bedroeg de indirecte blootstelling van Nederlandse sectoren circa EUR 1,2 miljard, tegenover EUR 81 miljoen in 2020.¹⁸ Daarmee is de blootstelling aan crypto-gerelateerde waardeschommelingen, hoewel nog beperkt in omvang, duidelijk toegenomen.

Hoewel de cryptomarkt relatief klein blijft vergeleken met traditionele financiële markten, vergroot een toenemende verwevenheid het risico op overloopeffecten. Scherpe prijsbewegingen in crypto-assets werken via directe en indirecte posities door in de waarde van beleggingen van huishoudens, beleggingsinstellingen en pensioenfondsen. De hoge volatiliteit van crypto-assets en het frequente gebruik van hefboomwerking in de markt, vergroten daarbij de kans dat koersdalingen worden versterkt door gedwongen afbouw van posities. Stablecoins spelen hierbij vooral een rol als transmissiemechanisme, doordat zij fungeren als schakel tussen de crypto-markt en traditionele financiële markten en bij stresssituaties verkoopdruk kunnen veroorzaken op onderliggende activa, zoals Amerikaanse Treasury Bills en goud.

Een specifieke en in omvang toenemende bron van verwevenheid wordt gevormd door zogenoemde bitcoin-treasury-companies: beursgenoteerde ondernemingen die een substantieel deel van hun balans of financieringsstrategie hebben gekoppeld aan bitcoin. De waardering van deze bedrijven is sterk afhankelijk van de prijs en volatiliteit van bitcoin, waardoor hun aandelenkoersen vaak sterker bewegen dan die van traditionele bedrijven. Dit kan de volatiliteit op aandelenmarkten vergroten. Recente marktontwikkelingen laten zien dat bij aanhoudende koersdruk op bitcoin sommige van deze bedrijven gedwongen zijn hun crypto-posities geheel of gedeeltelijk te verkopen om liquiditeit vrij te maken of schulden af te lossen.¹⁹ Dergelijke

verkopen kunnen de neerwaartse druk op de bitcoinprijs versterken en daarmee een zelfversterkend mechanisme creëren tussen crypto-markten en reguliere aandelen- en kredietmarkten. Dit vergroot het risico dat prijsbewegingen in crypto-assets via beursgenoteerde ondernemingen worden doorgegeven aan het bredere financiële systeem. De recente ontwikkeling van bitcoin-treasury-companies illustreert dat deze risico's zich verder kunnen materialiseren, met name wanneer bedrijfswaarderingen, financierings-structuren en beleggersverwachtingen nauw zijn gekoppeld aan een zeer volatiel onderliggend actief.

Hoewel de regulering van crypto-assetmarkten de afgelopen jaren is versterkt, blijft het toezicht minder vergaand dan in andere delen van het financiële systeem. De Europese Markets in Crypto-Assets-Regulation (MiCAR) biedt een kader voor het toezicht op cryptodienstverleners en draagt bij aan betere consumentenbescherming en marktordering, maar mitigeert niet alle financiële stabiliteitsrisico's. Zo zijn de vereisten omtrent productontwikkeling en transparantie beperkt en vallen activiteiten als het uitlenen van crypto-assets grotendeels buiten het regelgevend kader. Bovendien ontbreken uitgebreide en gestandaardiseerde rapportageverplichtingen, waardoor zicht op risico-opbouw in de markt beperkt kan zijn. Daarnaast is de wereldwijde implementatie van cryptoregulering nog sterk gefragmenteerd, wat ruimte laat voor toezichtsarbitrage. In combinatie met de toenemende verwevenheid tussen crypto-assets en traditionele financiële markten vraagt dit om blijvende aandacht voor potentiële stabiliteitsrisico's die buiten het directe bereik van bestaande regelgeving vallen.

3.4 AI-risico's

Op kapitaalmarkten speelt AI een steeds nadrukkelijker rol in verschillende processen. In een verkennend rapport laat de AFM zien dat dit zowel voordelen kan opleveren als hogere risico's.²⁰ Zo kunnen marktpartijen AI inzetten om betere analyses te maken met complexe data om zo betere handelsbeslissingen te maken. Dit draagt bij aan snelle informatieverwerking en daarmee aan efficiëntere kapitaal-

markten. Ook kan AI worden ingezet voor de ontwikkeling van handel-algoritmes die de uitvoering van transacties kunnen optimaliseren - met lagere kosten en betere prijsvorming als gevolg. Deze processen worden hierdoor mogelijk wel complexer en ondoorzichtiger, wat kan leiden tot risico's voor de integriteit en goede werking van kapitaalmarkten.

Hoewel AI-toepassingen de efficiëntie van markten kunnen verhogen, vergroten zij tegelijkertijd bestaande kwetsbaarheden en introduceren ze nieuwe risico's. AI-systemen zijn sterk afhankelijk van de kwaliteit van de data waarmee ze worden gevoed. Verkeerde, bevooroordeelde of gemanipuleerde input kan handelspatronen verstoren en besluitvorming ondermijnen. Ook kunnen zelflerende modellen strategisch gedrag ontwikkelen dat voldoet aan hun interne optimalisatie-doelen, maar dat schadelijke effecten heeft voor marktintegriteit, bijvoorbeeld door het versterken van volatiliteit of door onbedoelde vormen van manipulatie. Daarnaast wordt toezicht bemoeilijkt wanneer complexe modellen niet goed uitlegbaar zijn of wanneer automatisering leidt tot verlies van transparantie in de besluitvorming.

Verhoogde kwetsbaarheden en risico's als gevolg van nieuwe AI-toepassingen kunnen ook leiden tot systeemrisico's. Ten eerste worden AI-toepassingen gevoed met grote en complexe datasets en reageren ze op alternatieve databronnen, zoals social media of internetfora. Als deze ongecontroleerde datastromen gemanipuleerd worden of bijvoorbeeld worden beïnvloed door fake news, kunnen AI-modellen reageren op foutieve informatie. Dit kan leiden tot abrupte en niet-fundamentele prijsbewegingen en raakt het vertrouwen van marktdeelnemers. Ten tweede neemt het gebruik van autonome systemen in de toekomst mogelijk toe door de opkomst van AI-agents. Bij deze toepassingen kunnen AI-systemen zelf beslissingen nemen en neemt de tussenkomst van mensen af. In een scenario waarin autonome systemen steeds meer met elkaar handelen, vaak met dezelfde doelen zoals het maximaliseren van rendement, neemt de kans op onbedoelde collusie of manipulatie toe. Tegelijkertijd nemen de uitlegbaarheid en traceerbaarheid van transacties in zo'n scenario af. Het ingrijpen bij marktstress of het vaststellen van verant-

²⁰ AFM (2026), [AI in Capital Markets: Balancing Innovation and Integrity](#).

woordelijkheid wordt daardoor bemoeilijkt. Tot slot kan homogeen gedrag op kapitaalmarkten versterkt worden als AI-modellen dezelfde inputdata gebruiken of op dezelfde signalen reageren. Dat leidt er mogelijk toe dat plotselinge marktschokken worden versterkt door algoritmes. Als algoritmes massaal aanslaan op dezelfde signalen en dezelfde reacties hebben, leidt dat tot verhoogde volatiliteit en mogelijk feedback loops waarin marktstress wordt versterkt. In tijden van marktstress zijn kapitaalmarkten dan minder veerkrachtig.

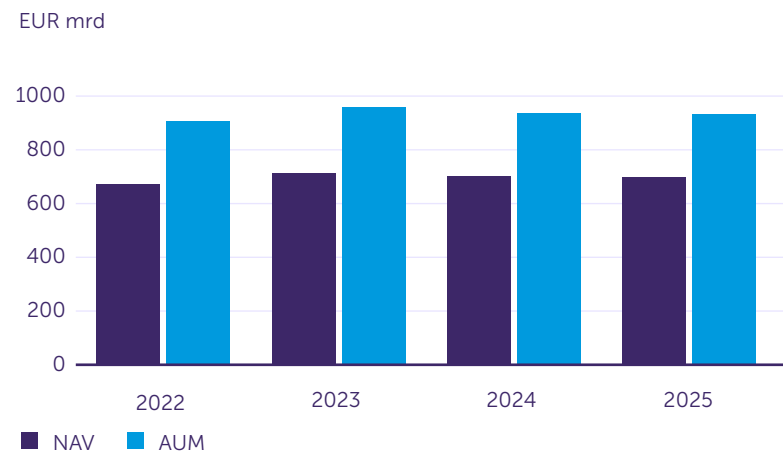
De structurele veranderingen op kapitaalmarkten door AI vraagt om betere inzichten en scherper toezicht. AI-modellen moeten betrouwbaar en veilig zijn om de integriteit en stabiliteit van kapitaalmarkten te waarborgen. Het is dus belangrijk dat marktpartijen die AI-modellen ontwikkelen en inzetten, adequate waarborgen inrichten zoals een goede datagovernance en modelvalidatie. Daarbij geldt dat het gebruik van autonome systemen de verantwoordelijkheid voor het gedrag nog steeds bij de marktpartijen ligt. Op systeemniveau is het van belang dat er een goed begrip bestaat over de werking van AI-modellen. Daarbij is de interactie tussen modellen ook van belang, omdat dit mogelijk leidt tot risicovol gedrag, feedback loops of de versterkende werking op marktschokken. De AFM zal zich inzetten voor verantwoord AI-gebruik door risico's te identificeren en te vertalen naar toezichtmaatregelen, een structurele dialoog te onderhouden met de sector en zowel nationaal als internationaal samen te werken met relevante autoriteiten en organisaties.

4. Trends en risico's in de assetmanagementsector

4.1 Trends en ontwikkelingen

Het belegd vermogen in Nederlandse beleggingsfondsen is afgelopen jaren redelijk stabiel gebleven, ondanks een groei in het aantal actieve instellingen. Het totaal belegde vermogen daalde in 2025 licht naar EUR 931 miljard (Figuur 12). Het vermogen in Nederlandse beleggingsfondsen is met name afkomstig van pensioenfondsen, al neemt het aandeel daarvan af. Dit komt doordat pensioenvermogen steeds meer via individuele mandaten wordt belegd in plaats van via beleggingsfondsen. Eind 2025 bedroeg de totale activa van Nederlandse pensioenfondsen meer dan EUR 1.900 miljard, waarvan bijna EUR 400 miljard in Nederlandse beleggingsfondsen wordt belegd.

Figuur 12: Belegd vermogen in Nederlandse alternatieve beleggingsinstellingen (abi's).



Bron: AIFMD-rapportage.

Pensioenfondsen belegden in 2025 meer in Europa en minder in de Verenigde Staten. Zo werd er veel Europees schuldpapier aangekocht, terwijl Amerikaans schuldpapier werd verkocht. Ook werden er veel aandelen verkocht, zowel Europese als Amerikaanse, om de portefeuilles te herbalanceren.²¹ In het vermogen in Nederlandse alternatieve beleggingsinstellingen (abi's) is ook een verschuiving te zien van de Verenigde Staten naar andere regio's, al komt dit ook doordat er minder pensioenvermogen wordt belegd via abi's. Toch blijft het zo dat pensioenfondsen voornamelijk in Amerikaanse aandelen beleggen vanwege de grotere marktomvang in de Verenigde Staten en aantrekkelijke rendementen. Door de geopolitieke ontwikkelingen en grotere onvoorspelbaarheid van de Verenigde Staten kan het echter aantrekkelijker worden om meer in andere regio's, waaronder Europa, te beleggen. De wens om meer investeringen via Europese kapitaalmarkten te generen, komt ook terug in de plannen van de Europese Commissie voor de Spaar- en Investeringsunie (SIU). Het doel daarvan is om meer spaargeld in de EU te activeren en in te zetten voor bedrijven en om Europese kapitaalmarkten te versterken en verder te integreren. Een grotere Europese kapitaalmarkt met meer investeringsmogelijkheden zou het ook voor pensioenfondsen aantrekkelijker maken om hier te investeren.

4.2 Liquiditeitsrisico's

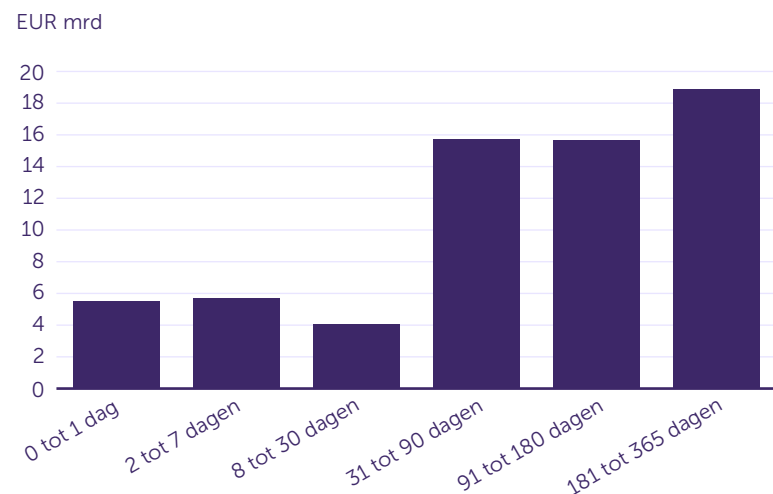
Assetmanagers kunnen te maken krijgen met liquiditeitsrisico's, onder meer als gevolg van hoge margin calls op derivatenposities of door liquiditeitsmismatches bij beleggingsfondsen. Met name beheerders van pensioenvermogen lopen het risico dat grote rentebewegingen of valutaschokken leiden tot substantiële margin calls op rente en valutaderivaten. De AFM en DNB concludeerden eerder dat Nederlandse pensioenfondsen dergelijke margin calls in stressscenario's doorgaans kunnen opvangen, maar dat zij daarbij sterk afhan-

²¹ DNB (2026), [Pensioenfondsen belegden in 2025 meer in Europa en minder in de VS](#).

kelijk zijn van het goed functioneren van geldmarkten.²² Daarnaast kunnen beheerders van beleggingsfondsen geconfronteerd worden met omvangrijke uittreedverzoeken van beleggers. Dit risico is met name relevant bij fondsen met een liquiditeitsmismatch, waarbij de mate waarin beleggers kunnen uittreden groter is dan de snelheid waarmee onderliggende beleggingen liquide gemaakt kunnen worden. Als beleggers binnen een bepaalde tijd een groter deel van het vermogen in een fonds kunnen onttrekken dan dat er liquide gemaakt kan worden, kan dit leiden tot problemen waardoor er beleggingen tegen nadelige prijzen moeten worden verkocht of uittreedverzoeken opgeschort moeten worden. In Nederland is het totale vermogen in fondsen met een dergelijke mismatch relatief beperkt. Het netto vermogen dat onderhevig is aan een liquiditeitsmismatch, bedraagt circa EUR 19 miljard in de tijdsbucket van 181 tot 365 dagen, wat neerkomt op minder dan 3% van het totale fondsvermogen (Figuur 13). Deze maatstaf ziet primair op de verhouding tussen de liquiditeit van beleggingen en de uitstapmogelijkheden voor beleggers, en geeft daarmee vooral inzicht in structurele mismatches. Dit laat onverlet dat ook bij beperkte structurele mismatches liquiditeitsrisico's kunnen ontstaan als uitstroom zich in de tijd concentreert.

Marktstress kan worden versterkt wanneer assetmanagers genoodzaakt zijn om activa versneld te verkopen om aan margin calls of uittreedverzoeken te voldoen. Gedwongen verkopen kunnen dan plaatsvinden tegen ongunstige prijzen en kunnen in tijden van verhoogde onzekerheid bijdragen aan neerwaartse prijseffecten en procyclische dynamiek op financiële markten. Wanneer meerdere partijen gelijktijdig liquiditeit moeten vrijmaken, kan dit leiden tot spill-over-effecten en versterkte procyclische dynamiek. Hoewel we niet hebben gezien dat recente marktstress tot gedwongen verkopen heeft geleid, is het wel van belang om adequate voorbereiding te nemen op stressscenario's, door middel van robuust liquiditeitsrisicomanagement, regelmatige stresstests en de beschikbaarheid van passende liquiditeitsmanagement-instrumenten (LMT's).

Figuur 13: Vermogen in Nederlandse fondsen waarbij sprake is van een liquiditeitsmismatch per tijdsbucket.



Bron: AIFMD-rapportage.

²² AFM en DNB (2024), [Liquiditeitsrisico's derivaten pensioenfondsen onder verschillende stress scenario's](#).

Met de inwerkingtreding van AIFMD II sinds 16 april is het Europese kader voor liquiditeitsrisicobeheer bij open-end beleggingsfondsen verder aangescherpt.²³ De regelgeving beoogt te voorkomen dat liquiditeitsdruk bij fondsen in stresssituaties leidt tot ontwrichtende marktdynamiek. Daarbij gaat het niet alleen om de beschikbaarheid van LMT's, maar om een geïntegreerd liquiditeitsmanagementraamwerk waarin fondsontwerp, uitstapvoorwaarden en LMT-beleid zorgvuldig op elkaar zijn afgestemd. Een belangrijk onderdeel hiervan zijn de uitstapvoorwaarden, waaronder de uitstapfrequentie en de lengte van notificatie- en afwikkelingsperiodes. Waar traditionele maatstaven voor liquiditeitsmismatch vooral kijken naar de verhouding tussen de liquiditeit van beleggingen en uitstapmogelijkheden, laten recente casuïstiek en marktontwikkelingen zien dat ook de frequentie en de spreiding van uitstroommomenten van groot belang is. Recente marktontwikkelingen in vastgoedfondsen laten zien dat een lage uitstapfrequentie structurele liquiditeitsmismatches kan beperken, maar tegelijkertijd nieuwe kwetsbaarheden kan introduceren. Wanneer de tijd tussen uitstapmomenten te lang wordt, kan liquiditeitsvraag zich concentreren, wat de kans op plotselinge en omvangrijke uitstroom vergroot. De aanwezigheid van notificatie- en/of afwikkelingsperiodes helpt in de mitigatie van het risico. Dit benadrukt dat uitstapvoorwaarden in balans moeten zijn met de liquiditeit van de onderliggende beleggingen en de wijze waarop LMT's zijn gekalibreerd.

LMT's zijn onder AIFMD II nadrukkelijk bedoeld voor uitzonderlijke, niet-normale omstandigheden en niet als instrument om structurele liquiditeitsmismatches te accommoderen. Effectief liquiditeitsbeheer vereist duidelijke governance-afspraken, vooraf vastgelegde triggers en een proportionele kalibratie van LMT's, zodat deze tijdig kunnen worden ingezet wanneer marktomstandigheden verslechteren. Dit sluit aan bij internationale aanbevelingen, waaronder die van IOSCO, die benadrukken dat een samenhangende inrichting van uitstapvoorwaarden, stresstesten en liquiditeitsinstrumenten essentieel is voor een ordelijke afwikkeling van uitstroom.²⁴ De AFM vindt het van belang dat beheerders niet alleen voldoen aan de formele vereisten, maar ook

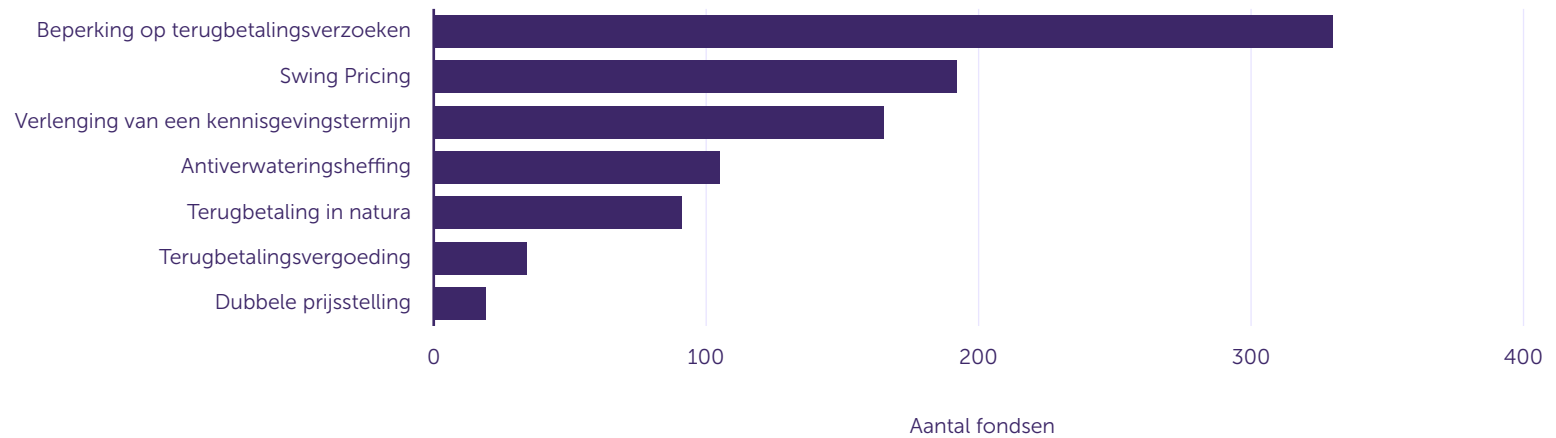
beoordelen of de gekozen combinatie van instrumenten daadwerkelijk bijdraagt aan een stabiele afwikkeling van uitstroom in stressscenario's. Daarbij verwacht de AFM dat beheerders regelmatig stresstests uitvoeren en de uitkomsten daarvan actief gebruiken om het ontwerp van het liquiditeitsmanagement te toetsen, waaronder de selectie, kalibratie en herijking van LMT's en de samenhang met uitstapvoorwaarden. Een evenwichtig en geïntegreerd liquiditeitsmanagementraamwerk vermindert het risico op procyclische effecten, ondersteunt het behoud van beleggersvertrouwen en draagt bij aan de stabiliteit van het financiële stelsel.

In het kader van de inwerkingtreding van AIFMD II op 16 april hebben open-end fondsen bij de AFM gerapporteerd welke liquiditeitsmanagement-instrumenten (LMT's) zij hebben geselecteerd om te voldoen aan de vereiste beschikbaarheid van ten minste twee instrumenten. Deze meldingen hebben betrekking op fondsen die hun instrumentarium hebben moeten aanpassen om aan de nieuwe vereisten te voldoen. In totaal heeft de AFM van 359 fondsen meldingen ontvangen. De selectie van LMT's laat zien dat de mogelijkheid om uitstroom te beperken (gates) door fondsen duidelijk wordt gezien als een nuttig instrument, terwijl voor het doorbelasten van liquiditeitskosten vooral wordt gekozen voor swing pricing (Figuur 14). De verdeling van het aantal geselecteerde LMT's laat daarnaast zien dat een aanzienlijk deel van de fondsen meer instrumenten selecteert dan het vereiste minimum van twee (Figuur 15). Daarbij geldt dat alle fondsen van rechtswege beschikken over de mogelijkheid tot een tijdelijke gelijktijdige opschorting van inschrijvingen, terugkopen en aflossingen, evenals de inzet van side pockets. Los van de inwerkingtreding van AIFMD II is het van belang dat beheerders kritisch blijven kijken naar de samenstelling en kalibratie van het instrumentarium. Juist in stressscenario's is bepalend of de gekozen combinatie van instrumenten tijdig en effectief kan bijdragen aan een ordelijke afwikkeling van uitstroom, zonder onnodige impact op bredere financiële markten.

²³ AFM (2026), [Nieuwe Europese regels voor liquiditeitsmanagement](#).

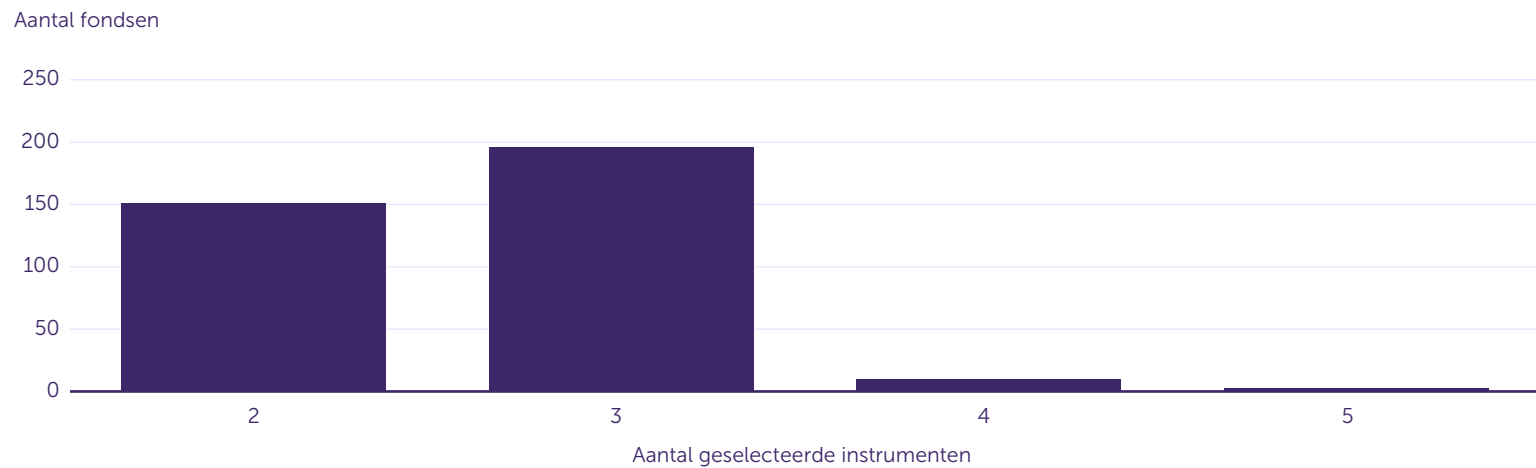
²⁴ Zie IOSCO (2025), [Revised recommendations for liquidity risk management for collective investment schemes](#) en IOSCO (2025), [Guidance for open-ended funds for effective implementation of the recommendations for liquidity risk management](#).

Figuur 14: Geselecteerde liquiditeitsmanagementinstrumenten vanwege AIFMD II.



Bron: AFM.

Figuur 15: Aantal fondsen per gekozen aantal LMTs.



Bron: AFM.

4.3 Pensioentransitie

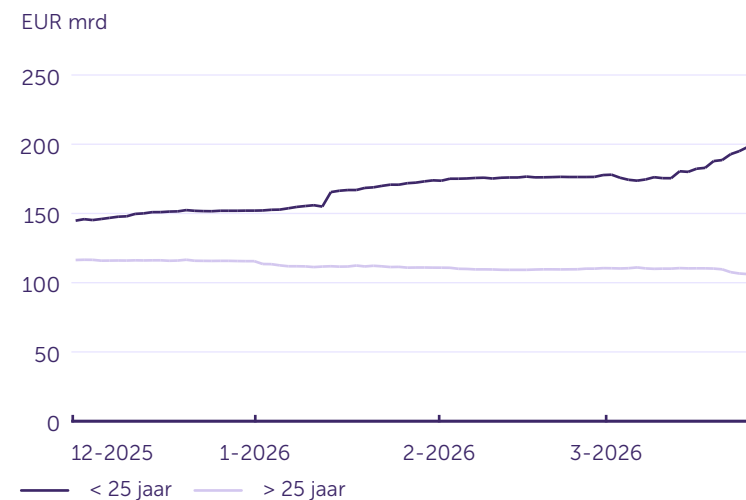
Op 1 januari van dit jaar is een aanzienlijk deel van het pensioenvermogen ingevaren in het nieuwe pensioenstelsel. Voorafgaand aan dit invaarmoment bestonden er zorgen over de marktimpact die de transitie zou kunnen veroorzaken, met name voor de rentemarkten. In het nieuwe pensioenstelsel hoeven pensioenfondsen namelijk naar verwachting minder renterisico af te dekken. Dit kan leiden tot een grote en gelijktijdige afbouw van de renteafdekking door pensioenfondsen - met verslechterde liquiditeit in de renteswapmarkt als gevolg. Daarbij speelt ook dat pensioenfondsen in aanloop naar het invaren vaak hun renteafdekking verhogen om de dekkingsgraad te beschermen, wat deze effecten kan versterken. Met name op 1 januari 2026 en 1 januari 2027 varen veel pensioenfondsen in, waardoor er op die momenten gelijktijdige aanpassingen kunnen plaatsvinden. Daarbij waren er ook signalen dat hedge funds probeerden in te spelen op deze verwachte beweging.

Ondanks de zorgen vooraf, heeft het invaren van een deel van de pensioensector tot nu toe geen grote impact gehad op markten.

Sinds het begin van het jaar is de omvang van de renteswapportefeuille van ingevaren pensioenfondsen niet afgenomen. Wel is er een verandering in de looptijd zichtbaar. De netto notionele waarde van zeer lange renteswaps (>25 jaar looptijd) is geleidelijk afgenomen, terwijl die van kortere renteswaps (<25 jaar looptijd) juist toeneemt (Figuur 16). Per saldo neemt hierdoor de rentegevoeligheid van de swapportefeuille af. Ook zijn er geen signalen dat er grote rentebewegingen hebben plaatsgevonden als gevolg van de transitie. Doordat pensioenfondsen met name de renteafdekking voor lange looptijden afbouwen, is de verwachting dat de rentecurve steiler wordt. Tot nu toe is dat niet het geval. In het begin van 2026 werd het verschil tussen de 20-jaars rente de 50-jaars rente juist kleiner, wat wijst op een vlakkere curve. Tot slot wijzen bid-ask spreads niet op verslechterde marktliquiditeit.

Dat de transitie niet leidde tot marktonrust, kan komen doordat pensioenfondsen meer tijd hebben gekregen om de aanpassingen door te voeren in de portefeuilles. Verder is het ook mogelijk dat sommige pensioenfondsen voorafgaand aan het invaren hebben voorgesorteerd, en aanpassingen al (gedeeltelijk) hebben doorgevoerd. De beperkte rentebewegingen wijzen erop dat de aanpassingen mogelijk al waren ingeprijsd in de markt. Op 1 januari 2027 vindt er een nieuw piekmoment plaats, met mogelijk dezelfde effecten op de renteswapmarkt. Dan vaart naar verwachting weer een groot deel van de pensioensector in.

Figuur 16: Netto notionele waarde renteswaps van pensioenfondsen naar looptijd.



Bron: EMIR.

4.4 Digitale weerbaarheid

Digitale processen bij assetmanagers en nieuwe technologische ontwikkelingen, zoals op het gebied van AI, kunnen efficiëntiewinst opleveren, maar leiden ook tot operationele risico's. De toenemend digitale processen gaan gepaard met mogelijke kwetsbaarheden voor cyberrisico's en IT-incidenten. Dit wordt versterkt door de huidige geopolitieke ontwikkelingen, waarin cyberaanvallen en digitale verstoringen steeds vaker als strategisch middel worden ingezet. Dit geldt in het bijzonder wanneer assetmanagers in toenemende mate afhankelijk zijn van een beperkt aantal externe IT en datadienstverleners, zoals cloudproviders en gespecialiseerde technologiebedrijven. Een verstoring bij zo'n derde partij kan daardoor niet alleen individuele instellingen raken, maar ook gelijktijdig gevolgen hebben voor meerdere assetmanagers, wat het concentratierisico vergroot. Om de continuïteit van de dienstverlening en het vertrouwen in de sector te waarborgen, zijn robuuste IT-systemen cruciaal. Assetmanagers moeten dus hun bedrijfsvoering en risicomanagement op orde hebben en passende beheersmaatregelen nemen. Met de komst van de DORA-regelgeving zijn de vereisten omtrent digitale weerbaarheid wettelijk vastgelegd. Het toezicht van de AFM op deze sector zal de komende jaren inzetten op naleving van deze vereisten.

Het gebruik van AI door assetmanagers zal naar verwachting toenemen in de komende jaren. Dit kan voordelen opleveren, zoals efficiëntere processen of betere marktanalyses. Tegelijkertijd worden risico's voor de transparantie, de uitlegbaarheid van beslissingen en mogelijke fouten of vooroordelen in modellen, mogelijk groter. De AFM houdt toezicht op de bedrijfsvoering van assetmanagers. Daaronder valt ook het gebruik van AI in processen en het bijbehorende risicomanagement.

Verkenkend onderzoek van de AFM laat zien dat een deel van de assetmanagementsector nog niet voldoende is voorbereid op toenemende AI-risico's.²⁵ Ongeveer de helft van de assetmanagers maakt gebruik van AI-toepassingen of is van plan dit te gaan doen. De

²⁵ AFM (2026), [AI-gebruik in de Nederlands assetmanagementsector](#).

²⁶ AFM (2025), [Modelrisico door assetmanagers](#).

investeringen in AI zijn nog beperkt, maar het merendeel van de assetmanagers geeft aan te verwachten deze in de komende jaren te zullen opschroeven. Tot nu toe wordt AI met name gebruikt voor informatieverwerking en data-analyse. Sommige partijen, zoals handelaren voor eigen rekening, lopen al voor in het gebruik van AI en passen ook complexere AI-oplossingen toe. Toenemend gebruik vraagt om goede governance en goed risicobeheer; dit om AI-gebruik verantwoord te houden en de risico's beheersbaar. Een kwart van de assetmanagers die aangeeft gebruik te maken van AI, heeft echter geen beleid opgesteld om het gebruik van AI door werknemers te reguleren. Ook geven niet alle partijen trainingen aan medewerkers die AI gebruiken. Om op een verantwoorde manier AI te gebruiken, is het belangrijk dat medewerkers voldoende kennis en kunde hebben. De verwachting van 'AI-geletterdheid' is ook opgenomen in de AI-verordening. Tegen deze achtergrond zal AFM de komende jaren aandacht hebben voor het toenemende gebruik van AI door assetmanagers en het risicobeheer op dit gebied.

Het belang van goede governance en risicobeheersing geldt ook breder voor het gebruik van modellen door assetmanagers. De toenemende beschikbaarheid van data en de waarde van data-analyses zorgt ervoor dat assetmanagers steeds meer (complexere) modellen gebruiken in verschillende processen, zoals portfolio-management en risicobeheer. De AFM heeft op basis van onderzoek daarom eerder haar verwachtingen gecommuniceerd over het risicomanagement gericht op het gebruik van modellen.²⁶ Daarbij hebben we ook een aantal good practices gedeeld die assetmanagers verder kunnen ondersteunen bij het opzetten van processen, systemen en interne controles voor modelrisicobeheer.

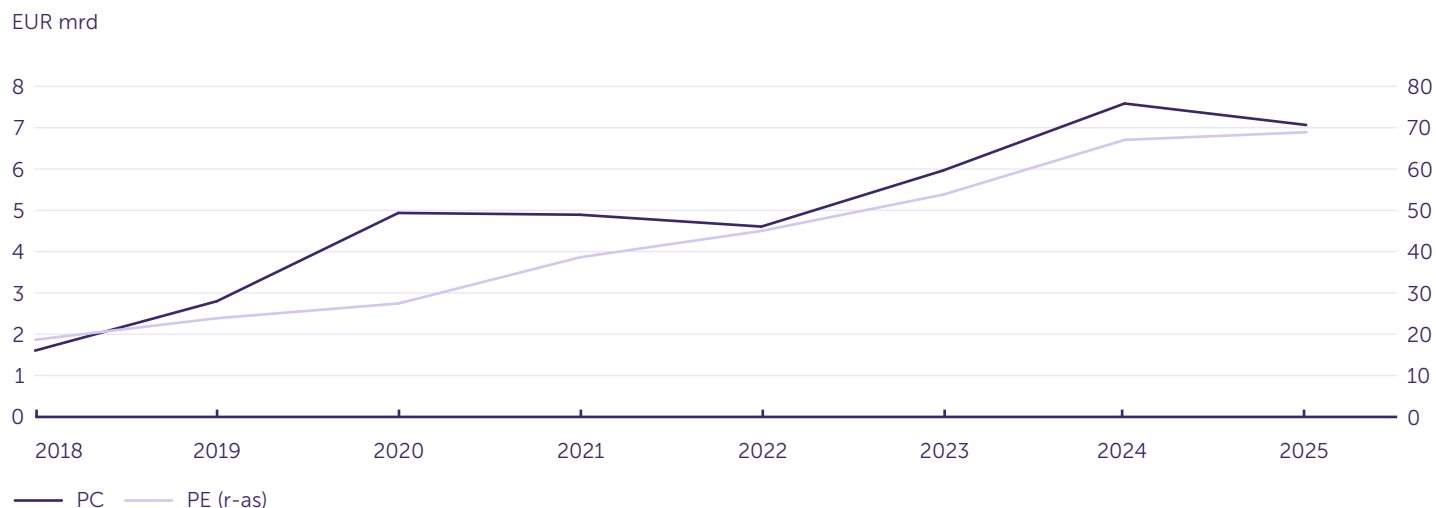
4.5 Private credit

De snelle groei van de private-creditmarkt en de relatief beperkte transparantie ervan leiden tot toenemende aandacht van toezicht-houders. Private credit wordt verstrekt buiten het traditionele bancaire systeem, veelal via alternatieve beleggingsfondsen, en kent daardoor

andere waarborgen dan traditioneel bankkrediet. Deze verschuiving van kredietverlening draagt bij aan diversificatie van financieringsbronnen voor bedrijven, maar kan ook nieuwe kwetsbaarheden introduceren. De markt wordt gekenmerkt door hoge mate van complexiteit en beperkte transparantie, waardoor risico's en onderlinge verwevenheden minder goed zichtbaar zijn voor toezichthouders en beleggers. Daarbij speelt dat er geen eenduidige afbakening bestaat

van wat precies onder private credit wordt verstaan. In verschillende analyses worden uiteenlopende kredietvormen wel of juist niet tot private credit gerekend, wat de vergelijkbaarheid van analyses en het zicht op risico-opbouw bemoeilijkt. De afgelopen jaren groeide het vermogen van zowel private credit- als private-equityfondsen hard, al blijft private credit een relatief klein segment binnen de fondsensector (Figuur 17).

Figuur 17: Groei van Nederlandse private credit- en private-equityfondsen.



Bron: AIFMD data.

Privatecreditbeleggingen kenmerken zich door beperkte verhandelbaarheid en infrequente waarderingen, waarbij de waarde van onderliggende leningen in sterke mate wordt bepaald op basis van interne modellen. Hierdoor kunnen herwaarderingen, met name in perioden van economische verslechtering of plotselinge marktstress, vertraagd plaatsvinden en kan het inzicht in de feitelijke risicopositie worden vertroebeld. Dit risico wordt vergroot doordat sommige fondsen gebruikmaken van leverage, waardoor verliezen kunnen

worden versterkt. Tegelijkertijd is private credit de afgelopen jaren in toenemende mate toegankelijk geworden voor retailbeleggers. Wereldwijd is de participatie van particuliere beleggers gestegen van 0% in 2010 tot circa 13% in 2025. Naar schatting is circa EUR 1,3 miljard aan vermogen van retailbeleggers belegd in Nederlandse private-credit-fondsen.²⁷ Om deze groei te faciliteren, maken aanbieders steeds vaker gebruik van openend fondsstructuren met periodieke in- en uittredingsmogelijkheden, soms gecombineerd met opschortings

²⁷ Analyse op basis van AIFMD-rapportagedata. Fondsen waarvan meer dan 50% van de beleggingen is ondergebracht in de activaklasse loans, zoals gedefinieerd in de AIFMD-rapportage, worden aangemerkt als private credit fondsen.

of restrictiemechanismen. Het gebruik van dergelijke structuren bij illiquide onderliggende leningen kan echter spanningen opleveren, met name wanneer liquiditeitsverwachtingen van beleggers onvoldoende aansluiten bij de beperkte verhandelbaarheid en waarderingsonzekerheid van private credit. In stresssituaties kan dit leiden tot verhoogde uitstapverzoeken, opschorting van uittredingen en onverwachte verliezen, wat het vertrouwen van beleggers kan aantasten.

Ondanks de vooralsnog beperkte omvang van private credit in Nederland, kan deze activaklasse potentiële risico's voor de financiële stabiliteit met zich meebrengen. Door beperkte transparantie, illiquide onderliggende activa en het ontbreken van marktprijzen zijn risico's en onderlinge verwevenheden met andere delen van het financiële stelsel moeilijk tijdig zichtbaar. Dit geldt in het bijzonder voor de blootstelling van institutionele beleggers en de indirecte verbindingen met het bancaire stelsel, onder meer via kredietfaciliteiten aan private-creditfondsen, investeringen in gesecuritiseerde producten, zoals CLO's en posities op geldmarkten. In stresssituaties kunnen waardedaalingen in private-creditportefeuilles leiden tot margin calls, herziening van kredietlijnen en liquiditeitsdruk bij beleggers, wat kan resulteren in gedwongen verkopen van andere, meer liquide activa en daarmee bijdragen aan bredere spanning op financiële markten. Deze dynamiek kan worden versterkt door concentratie bij een beperkt aantal grote fondsbeheerders en de verwevenheid van private credit met publieke kredietmarkten. Recente ontwikkelingen bij met name Amerikaanse private-creditfondsen, die te maken kregen met hoge uitstroom en uittredingen moesten opschorten, illustreren hoe vertrouwens-effecten en liquiditeitsdruk elkaar kunnen versterken. Hoewel dergelijke spanningen zich in Nederland tot op heden niet hebben voorgedaan, onderstrepen deze ontwikkelingen het belang van blijvende aandacht voor de potentiële versterkende werking van private credit in stressscenario's.

De groei van de private-creditmarkt vraagt om blijvende aandacht vanuit toezichtperspectief. De AFM verwacht dat beheerders aantoonbaar inzicht hebben in risico's rond illiquiditeit, waardering en leverage en dat fondsstructuren, uitstapvoorwaarden en liquiditeitsmanagementinstrumenten hier consistent op zijn ingericht. Daarbij is

sinds de inwerkingtreding van AIFMD II nadrukkelijk aandacht vereist voor de aangescherpte eisen aan liquiditeitsrisicobeheer en voor fondsen die leningen initiëren, waaronder passende governance, risicobeheersing en transparantie. Gezien de toenemende verwevenheid met banken en andere niet-bancaire instellingen, blijft de AFM deze ontwikkelingen nauwgezet volgen met het oog op mogelijke implicaties voor de financiële stabiliteit.

5. Risico's voor klanten van instellingen

5.1 Financiële criminaliteit

Digitale fraude ontwikkelt zich snel tot een structurele bedreiging voor consumenten, waarbij recente analyse door de AFM laat zien dat de feitelijke omvang en digitalisering van fraudepraktijken aanzienlijk groter zijn dan officiële meldcijfers doen vermoeden.²⁸ In Nederland wordt de jaarlijkse schade door beleggingsfraude geraamd op circa EUR 750 miljoen, waarbij een aanzienlijk deel verborgen blijft door lage meldingsbereidheid en het grensoverschrijdende karakter van online fraude. De wervingsfase vindt vrijwel altijd digitaal plaats en maakt gebruik van professioneel ogende platforms, misleidende advertenties, sociale-mediakanalen en intensieve social-engineering-technieken. Internationale gegevens laten een vergelijkbaar patroon zien: schadebedragen in onder meer de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, Duitsland en Italië lopen op van honderden miljoenen tot miljarden euro's per jaar, met duidelijke stijgingen over meerdere jaren. Volgens het meest recente INTERPOL-dreigingsbeeld wordt de wereldwijde jaarlijkse schade door financiële fraude inmiddels geraamd op circa USD 442 miljard, wat de mondiale schaal en urgentie van dit probleem onderstreept.²⁹ Dat digitale fraude daarmee een steeds bepalender consumentenrisico vormt, wordt bevestigd door de OECD, die rapporteert dat in 85% van de jurisdicties financiële oplichting inmiddels wordt gezien als het belangrijkste risico voor consumenten, mede door de snelle opkomst van AI-gedreven en moeilijk herkenbare fraudemethoden.³⁰

²⁸ AFM (2025), [Van piramide tot ijsberg: de onzichtbare omvang van beleggingsfraude](#).

²⁹ INTERPOL (2026), [Global financial fraud threat assessment](#).

³⁰ OECD (2026), [Consumer Finance Risk Monitor 2026](#).

³¹ AFM (2025), [Trendzicht 2026](#).

³² IMF (2026), [The rise of cyber events and digital fraud in the financial sector](#).

³³ PYMNTS (2025), [Financial scams and consumer trust](#).

De verdere digitalisering van fraudepraktijken leidt tot een duidelijke schaalvergroting en professionalisering, gedreven door generatieve AI, grensoverschrijdende criminele netwerken en commerciële crime-as-a-service-modellen. Moderne fraude-operaties zijn modulair opgebouwd en maken gebruik van gestroomlijnde diensten zoals leadlijsten, nepadvertenties, synthetische identiteiten en volledig nagebouwde handelsplatformen, waardoor fraudeurs zich snel kunnen aanpassen aan nieuwe digitale kanalen. Deze ontwikkeling sluit aan bij de waargenomen verschuiving naar geautomatiseerde en AI-gestuurde social-engineering-technieken, die de drempel om grootschalige digitale oplichting uit te voeren verder verlagen.³¹ Ook internationale dynamiek is dit patroon te zien: cyber-enabled fraude is wereldwijd bijna verdrievoudigd, met een sterke toename in betalings- en crypto-gerelateerde fraude, en verspreidt zich via digitale infrastructuren die weinig frictie kennen. Hierdoor neemt niet alleen de snelheid toe waarmee nieuwe fraudevormen ontstaan, maar ook de mate waarin fraude zich grensoverschrijdend en gecoördineerd manifesteert.³²

De gevolgen van digitale fraude beperken zich niet tot financiële schade en leiden tot gedragsreacties die het vertrouwen in digitale financiële dienstverlening aantasten. Slachtoffers van beleggingsfraude ervaren niet alleen substantiële verliezen, maar ook psychologische drempels zoals schaamte, wantrouwen en een verminderd gevoel van controle, waardoor zij terughoudender worden in het gebruik van digitale diensten. Uit gedragsobservaties blijkt dat consumenten die slachtoffer worden van digitale fraude, hun gebruik van online bankieren, mobiele betaalapps en andere digitale kanalen substantieel verminderen wanneer herstel van schade uitblijft.³³ Wanneer dergelijke

reacties zich op grotere schaal voordoen, kan dit leiden tot een structurele daling van digitaal kanaalgebruik en tot feitelijke marginalisatie van specifieke consumentengroepen binnen het digitale financiële ecosysteem, doordat vertrouwen in digitale interacties afneemt en alternatieven beperkter zijn.

De groeiende mondiale fraude-opbrengsten zorgen bovendien voor aanzienlijke financiële slagkracht aan de daderkant, waarbij criminele groepen hun middelen inzetten om operaties te professionaliseren en nieuwe digitale aanvalstechnieken te ontwikkelen. De digitalisering en AI-gedreven schaalvergroting versterken dit effect, omdat fraudeurs wereldwijd en met lage drempels kunnen opereren via malafide platforms, synthetische identiteiten en ingekochte crime-as-a-service-diensten. Deze dynamiek speelt zich af tegen een achtergrond van toenemende geopolitieke onrust, waarin statelijke actoren – zoals Noord-Korea – cyberprogramma's steeds vaker ook voor financieel gewin inzetten, naast spionage en sabotage.³⁴ Hierdoor vervaagt de grens tussen cybercriminaliteit en geopolitieke cyberdreiging, wat de complexiteit van het digitale dreigingslandschap verder vergroot. De accumulatie van fraude-opbrengsten versterkt daarmee niet alleen criminele structuren, maar ook de bredere internationale cyberdreiging.

De toename van digitale fraude kan, via de in Box 1 (zie onder) beschreven transmissieroutes, bestaande kwetsbaarheden in het financiële systeem versterken. Vertrouwendynamiek speelt daarbij een centrale rol: wanneer consumenten door fraude hun vertrouwen in digitale financiële dienstverlening verliezen, kan dit leiden tot verschuivingen van tegoeden, verminderd gebruik van digitale betaal- en bankkanalen en het beëindigen van financiële relaties, met mogelijke gevolgen voor liquiditeit en de stabiliteit van digitale dienstverlening.³⁵ Daarnaast kan digitale fraude druk zetten op het betalingsverkeer, vooral wanneer fraude zich voordoet via snelgroeiende digitale betaalmethoden of crypto-gerelateerde kanalen, waar transactiesnelheid en beperkte frictie het risico op verstoring vergroten. De afhankelijkheid van digitale infrastructuren maakt het systeem boven-

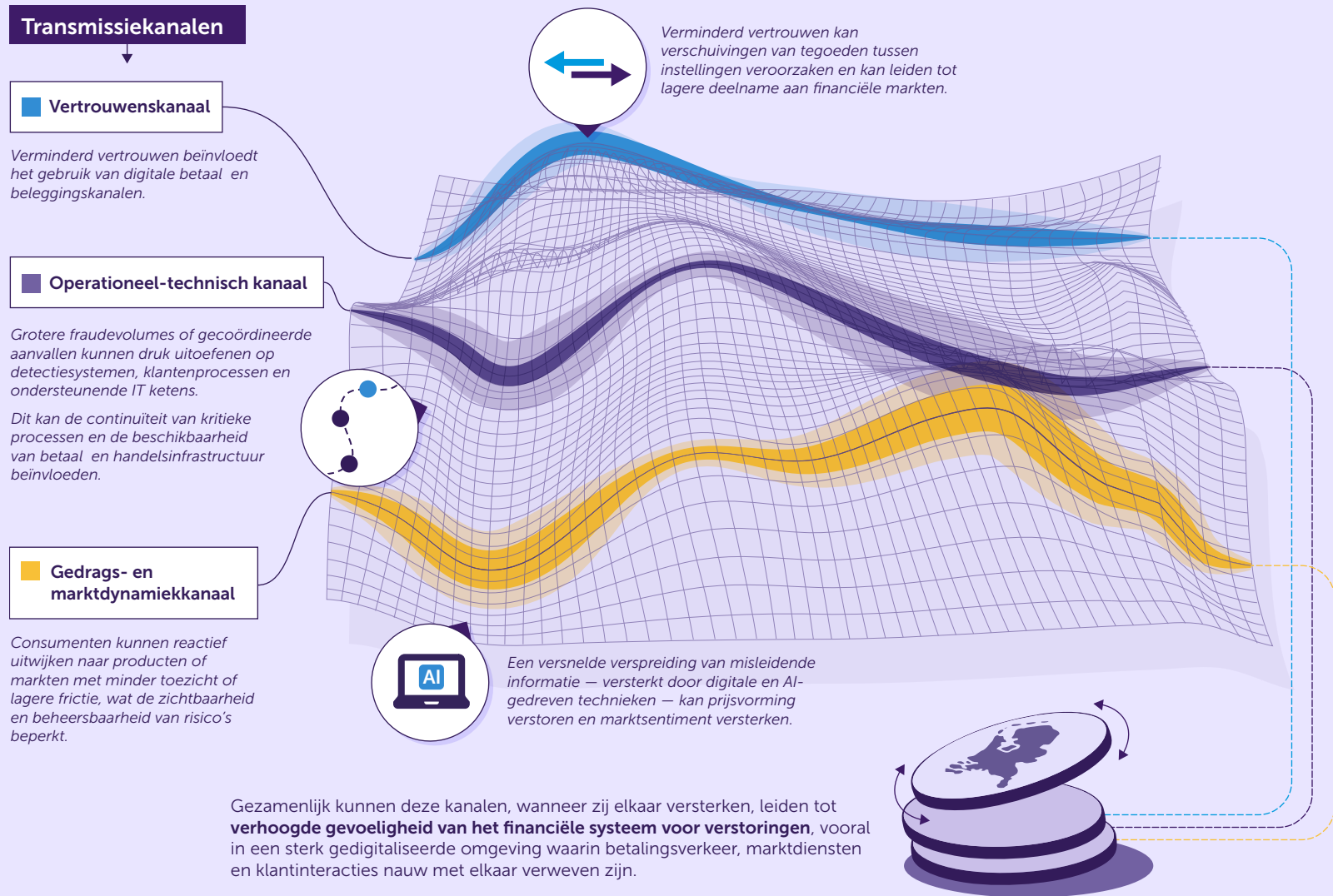
dien gevoeliger voor operationele ontregeling: fraude-incidenten kunnen samenvallen met cyberaanvallen of verstoringen bij externe dienstverleners, waardoor de continuïteit van kritieke processen onder druk komt te staan. Hierdoor kan digitale fraude, hoewel niet systemisch op zichzelf, functioneren als een versterkende factor die zowel vertrouwen als de operationele robuustheid van het financiële systeem beïnvloedt.

Tegen de achtergrond van de groeiende schaal en professionalisering van digitale fraude en de sterke internationale component ervan, is verdere versterking noodzakelijk van digitale weerbaarheid, fraudedetectie en herstelprocessen. Daarbij is ook een intensivering van internationale samenwerking essentieel, omdat fraudeurs gebruikmaken van grensoverschrijdende structuren en digitale infrastructuren die alleen effectief kunnen worden aangepakt wanneer toezichhouders, platforms en handhavingdiensten grensoverstijgend en gecoördineerd optreden.

³⁴ NCTV (2025), *Cybersecuritybeeld Nederland 2025*.

³⁵ BIS (2023), *Digital fraud and banking: supervisory and financial stability implications*.

Box 1: Transmissiekanaal waarlangs digitale fraude risico's voor financiële stabiliteit kan versterken. Digitale fraude vormt op zichzelf geen systeemrisico, maar kan via verschillende transmissiekanaal bijdragen aan bredere kwetsbaarheden binnen het financiële stelsel. Drie kanalen zijn daarbij centraal:

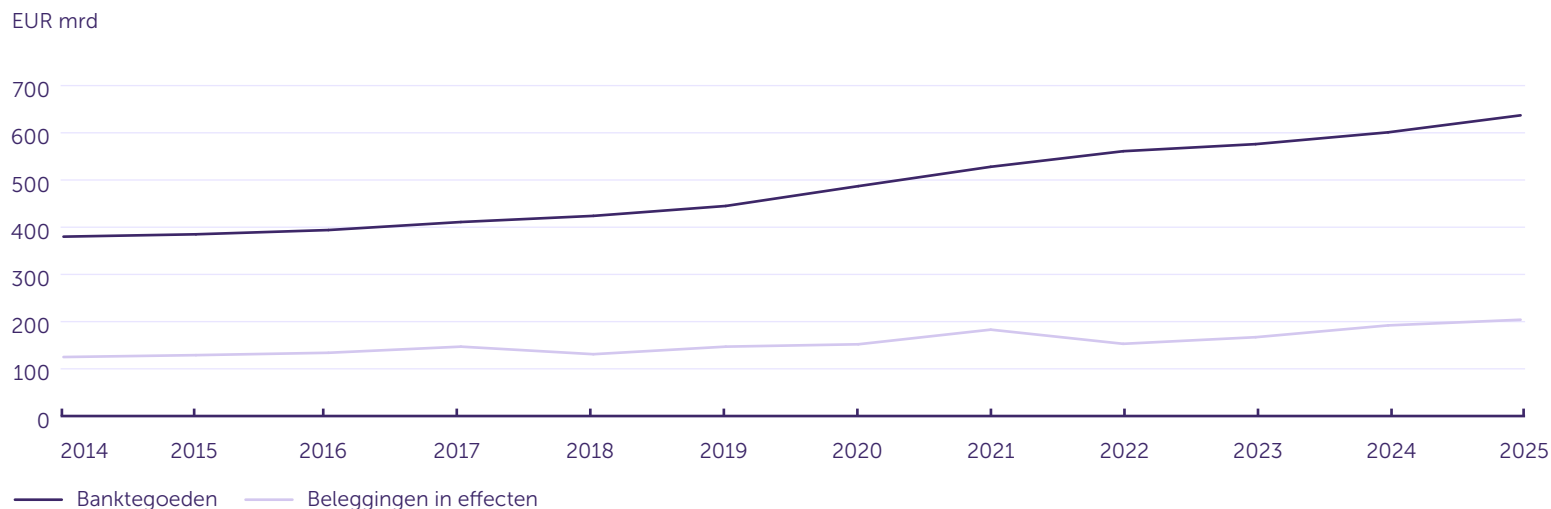


5.2 Retailbeleggingen

Kapitaalmarkten spelen een belangrijke rol in de financiering voor bedrijven en overheden. Gezien de huidige uitdagingen waar Europa voor staat, zoals de wens om onafhankelijker te worden op het gebied van defensie en de noodzaak van de duurzaamheidstransitie, zijn investeringen onmisbaar. In Nederland, en de eurozone als geheel, blijft het aandeel marktfinanciering ten opzichte van bankfinanciering relatief beperkt. Onder andere hierom is de Spaar- en Investeringsunie (SIU), een initiatief van de Europese Commissie, ontstaan. De SIU heeft als belangrijk doel om de Europese kapitaalmarkten te versterken, onder andere door huishoudens te stimuleren een groter deel van hun spaargeld te beleggen. Dit moet er enerzijds toe leiden dat er meer kapitaal beschikbaar komt voor investeringen in Europese bedrijven, waardoor de concurrentie- en innovatiekracht van Europa wordt vergroot. Anderzijds moeten huishoudens eenvoudiger kunnen profiteren van de doorgaans hogere rendementen op kapitaalmarkten.

Hoewel Nederlandse huishoudens meer sparen dan rechtstreeks beleggen, nemen zij vooral via pensioenregelingen deel aan de kapitaalmarkten. Eind 2025 hadden huishoudens in totaal EUR 637 miljard aan banktegoeden tegenover EUR 204 miljard aan directe beleggingen in effecten (Figuur 18). Veel huishoudens hebben ruimte om te beleggen, maar doen dit niet.³⁶ Dit terwijl beleggen van spaargeld op lange termijn meer rendement kan opleveren en zo kan bijdragen aan een beter pensioen. In de Verenigde Staten beleggen huishoudens een veel groter deel van het vermogen in effecten. Daar staat wel tegenover dat Nederland een omvangrijke pensioensector kent. Nederlandse pensioenfondsen hebben meer dan EUR 1.900 miljard aan activa, bijna twee keer het bbp, die grotendeels via kapitaalmarkten worden belegd. Indirect beleggen huishoudens een aanzienlijk deel van hun vermogen via kapitaalmarkten (zie Box 2).

Figuur 18: Banktegoeden en beleggingen in effecten van Nederlandse huishoudens.



Bron: DNB.

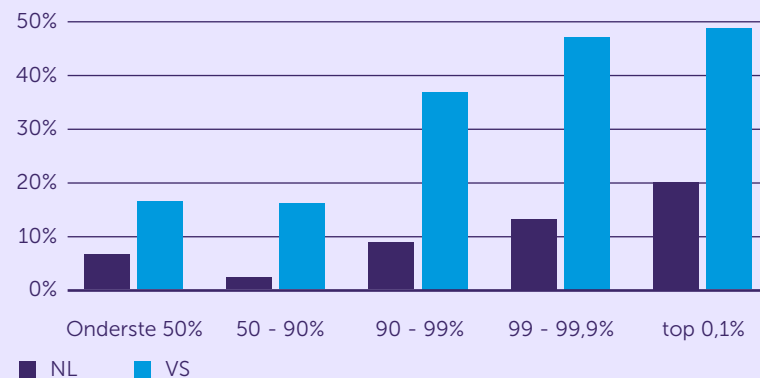
³⁶ AFM (2026), [Onbenut vermogen – een studie naar niet-beleggers](#).

Verdere versterking van Europese kapitaalmarkten vergroot het concurrentievermogen, innovatie en de strategische autonomie van de EU. Tegelijk bieden goed functionerende kapitaalmarkten aan huishoudens de mogelijkheid om hun vermogen op te bouwen en te laten meegroeien met de economie via doorgaans hogere rendementen dan sparen op lange termijn. Omdat kapitaalmarkten sterk internationaal verweven zijn, is verdere integratie binnen Europa belangrijk om voldoende schaal te bereiken en effectief te kunnen concurreren met andere grote markten, zoals die van de Verenigde Staten. Dit vraagt om toegankelijke, transparante en betrouwbare markten, met passende producten, goede informatievoorziening en effectieve bescherming van beleggers. De doelen van de SIU sluiten hierop aan, door het streven naar sterkere en meer geïntegreerde Europese kapitaalmarkten, het beter benutten van spaargelden voor productieve investeringen en het vergroten van het vertrouwen van huishoudens om deel te nemen. Verdere harmonisatie van regels en, waar passend, meer gecentraliseerd toezicht kunnen daarbij bijdragen aan een gelijk speelveld, consistente handhaving en een efficiëntere werking van Europese kapitaalmarkten.

Box 2: Beleggingen Nederlandse huishoudens in vergelijking met de Verenigde Staten.

Directe deelname aan kapitaalmarkten in Nederland blijft achter bij die van Amerikaanse huishoudens. Waar in Nederland het grootste deel van het vermogen in de eigen woning (circa 60%) zit, geldt voor de Verenigde Staten dat huishoudens hun vermogen grotendeels in effecten hebben belegd (circa 35%). Voor Nederland geldt dat slechts 6,5% van het vermogen (excl. pensioenen) is belegd in effecten. Bij rijkere huishoudens is het aandeel effecten in het totaalvermogen groter. De top 0,1% huishoudens in Nederland heeft 20% van het vermogen in effecten belegd en in de Verenigde Staten is dit zelfs bijna 50%. Het vermogen van huishoudens in het 50-90% segment is voor slechts 2,1% belegd in effecten, terwijl dat in de Verenigde Staten circa 16% is (Figuur A). Daarbij is de vermogensverdeling in de Verenigde Staten ongelijker dan in Nederland en bezitten de rijkste huishoudens een groter deel van het totale vermogen. In de Verenigde Staten lijkt kapitaal van huishoudens dus gemakkelijker de weg naar kapitaalmarkten te vinden en zo investeringen te bevorderen.

Figuur A: Percentage van vermogen in effecten, excl. pensioenen.



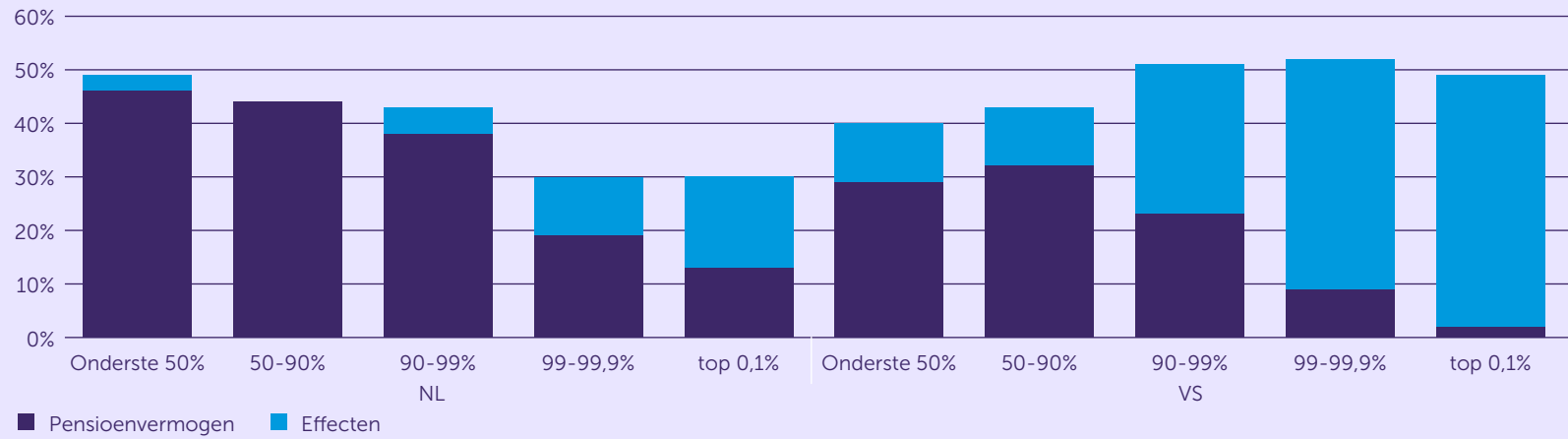
Bron: AFM-bewerking o.b.v. CBS-, Fed- en FRED-data.

³⁷ CBS dashboard: 'Vermogen in vogelvucht'

³⁸ FRED data: B.101.h Balance Sheet of Households.

Nederlanders hebben minder directe beleggingen dan Amerikaanse huishoudens, maar doen via pensioenen wel indirect mee op kapitaalmarkten. Als we pensioenen meenemen in het vermogen, wordt de vermogensverdeling minder scheef. Dit heeft er mee te maken dat het inkomen lagere vermogensgroepen vaak meer uit arbeid komt, terwijl dat van zeer rijke huishoudens juist meer komt uit vermogen en eigen bedrijven. Als de indirecte kapitaalmarktparticipatie van huishoudens via pensioenen wordt meegenomen, komen Nederlandse huishoudens een stuk meer in de buurt van Amerikaanse huishoudens. In 2024 bestond 35% van het Nederlandse vermogen uit pensioenvermogen.³⁷ In de Verenigde Staten maakt de pensioenpot circa 20% uit van het totaalvermogen.³⁸ In de lagere vermogensgroepen komt de kapitaalmarktparticipatie daarmee zelfs iets hoger uit dan in de Verenigde Staten (Figuur B). Bij de zeer rijke huishoudens blijft de Verenigde Staten wel voorlopen wat betreft kapitaalmarktparticipatie. Dit heeft er onder meer mee te maken dat de rijkste huishoudens in de Verenigde Staten in absolute zin vermogender zijn dan Nederlandse huishoudens en daarnaast een groter aandeel van het totale vermogen bezitten. Waar de rijkste Nederlandse huishoudens hun vermogen typisch in een eigen onderneming of vastgoed zit, geldt voor de Verenigde Staten dat het vooral in aandelen is belegd.

Figuur B: Percentage van vermogen in effecten, incl. pensioenen.

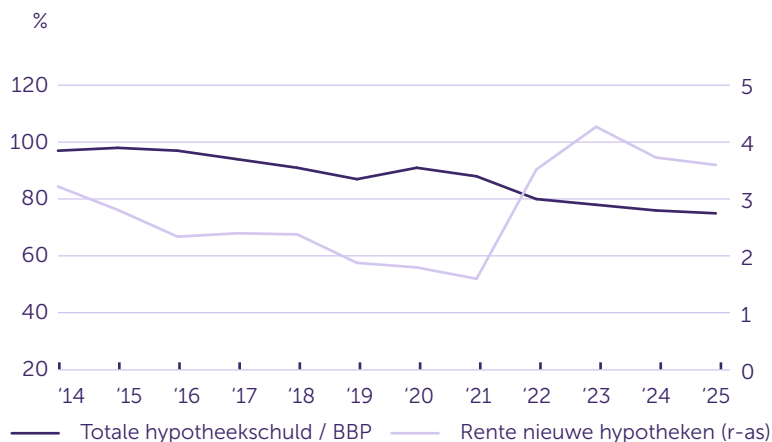


Bron: AFM-bewerking o.b.v. CBS-, Fed en FRED-data.

5.3 Huizenmarkt

Stabiliteitsrisico's vanuit hoge hypotheekschulden zijn in de afgelopen jaren afgenomen. Bij zeer hoge schulden zijn huishoudens en kredietverstrekkers kwetsbaar voor een rente- of inkomensschok, of wanneer de huizenprijzen dalen. Huishoudens kunnen dan mogelijk niet meer hun hypotheeklasten dragen en kredietverstrekkers lijden verliezen op hun leningenportefeuilles. Indirect kan dit de consumptie van huishoudens of de kredietverlening van banken beperken, waardoor het ook effect heeft op de economische groei. De totale Nederlandse hypotheekschuld is internationaal gezien relatief hoog, al neemt deze als percentage van het bbp wel af (Figuur 19). Hierdoor verbetert de houdbaarheid van de schuld.

Figuur 19: Hypotheekschuld van Nederlandse huishoudens en de rente op nieuwe hypotheekleningen.



Bron: DNB.

³⁹ AFM & DNB (2026), [Monitor leennormen en financiële stabiliteit](#).

⁴⁰ AFM (2026), [Funderingsherstel: financieelbaar voor woningeigenaren?](#)

Om risico's bij huishoudens en kredietverstrekkers te mitigeren, zijn prudente leennormen van belang. De AFM en DNB hebben in maart voor het eerst een nieuwe jaarlijkse monitor gepubliceerd over de stabiliteitsrisico's op de huizenmarkt in relatie tot de leennormen.³⁹ Daarbij gaat het om de loan-to-value (LTV) en de loan-to-income (LTI). Uit de monitor blijkt dat stabiliteitsrisico's sinds het invoeren van de leennormen zijn afgenomen. Zo is de gemiddelde LTV-ratio afgenomen tot iets boven de 50%, ten opzichte van meer dan 80% in 2013. Wel neemt de LTV weer iets toe bij starters, waar meer dan de helft van de huishoudens een lening afsluit met een LTV van meer dan 90%. Ook op basis van het inkomen wordt er meer leenruimte gebruikt. Verder blijkt uit de monitor dat op basis van andere risicokenmerken de stabiliteitsrisico's op korte termijn beperkt zijn. Per eind 2025 moest bij slechts 4,5% van de uitstaande leningen de rente worden herzien in het komende jaar. Omdat veel huishoudens de rente voor langere tijd vastzetten, is dat percentage relatief laag. Omdat de rente sinds 2022 flink is gestegen, krijgen de meeste huishoudens waarbij de rente moet worden herzien, naar verwachting te maken met een renteverhoging. Verder is het aandeel aflossingsvrije leningen in de hypotheekportefeuille in de afgelopen jaren afgenomen tot iets minder dan 40%. Bovendien hebben deze leningen doorgaans een relatief lage LTV.

Het is niet wenselijk om leennormen te verruimen, omdat dit de risico's bij huishoudens en kredietverstrekkers verhoogt. Daarbij draagt het ook bij aan stijgende huizenprijzen. Die zijn de laatste jaren al fors gestegen vanwege de krapte op de woningmarkt, al vlakt de prijsstijging recentelijk af. Een verkrapping is op dit moment ook niet wenselijk, omdat dit met name de positie van starters zal verslechteren. Krappere leennormen kunnen op termijn wel bijdragen aan financiële stabiliteit, mits dit geleidelijk gebeurt.

Tot slot zijn de financiële risico's van funderingsproblemen voor huishoudens aanzienlijk.⁴⁰ Onderzoek van de AFM laat zien dat 120.000 huishoudens kampen met funderingsproblemen. De herstelkosten die hiermee gepaard gaan zijn naar schatting EUR 11 miljard. Een groot deel daarvan ligt bij huishoudens die dit niet uit eigen

middelen kunnen betalen. Bij 25.000 huishoudens is het daarnaast ook niet verantwoord om het herstel met een lening te financieren, waardoor er voor EUR 3 miljard aan herstelkosten mogelijk geen financiering is. Vanwege de omvang van de herstelkosten en het grote aantal huishoudens dat ermee te maken heeft, is er een verhoogd risico op restschulden bij huishoudens, druk op woningwaardes en verslechtering van onderpanden van hypotheekportefeuilles. Collectieve actie is daarom noodzakelijk. Daarbij speelt de informatievoorziening aan woningeigenaren en huizenkopers een belangrijke rol. Zo wordt de fundering sinds april meegenomen in woningtaxaties, al vindt deze wel pas plaats nadat er een koopovereenkomst is getekend. Dit kan impact hebben op het bedrag dat huishoudens kunnen lenen voor een huis, dus is het belangrijk dat ze zich hier bewust van zijn voordat ze een woning aankopen.