



# Rapportage Financiële Stabiliteit

**t.b.v. gesprek in de Tweede Kamer op 2 juni 2021**

Publicatiedatum: 26-mei-2021

## Inhoudsopgave

1. Inleiding	3
2. Samenvatting	4
3. De komst van handelsplatformen vanwege brexit	5
4. Actuele risico's op kapitaalmarkten	10
5. Stabiliteitsrisico's in het vermogensbeheer	14
6. Risico's voor klanten van financiële instellingen	21

## 1. Inleiding

**De AFM heeft binnen haar toezichtdomein aandacht voor risico's die in potentie de financiële stabiliteit raken.** Daarom analyseert de AFM of sprake is van stabiliteitsrisico's op drie terreinen die onder haar toezicht vallen, namelijk: kapitaalmarkten, de vermogensbeheersector en risico's die veel klanten van financiële instellingen raken. Deze notitie schetst per terrein het actuele risicobeeld en wijst op maatregelen in het toezicht om risico's te beperken.

**Belangrijke risicofactoren zijn momenteel de economische gevolgen van de COVID-pandemie en de lage maar oplopende rente.** Beide factoren leiden op elke van de AFM-toezichtdomeinen tot risico's. Daarnaast is de structuur van de Nederlandse kapitaalmarkt veranderd door de komst van handelsplatformen. Hier is een apart hoofdstuk aan gewijd.

## 2. Samenvatting

**Door de komst van handelsplatformen vindt momenteel een groot deel van de Europese handel in aandelen, obligaties en derivaten in Nederland plaats.** Het goed functioneren van handelsplatformen is van belang voor de financiële stabiliteit. Daarom dienen zij onder meer operationele risico's goed te beheersen en opgewassen te zijn tegen cyberaanvallen. Voor de AFM scheidt het toezicht hierop additionele verantwoordelijkheden. Naast de operationele stabiliteit van systemen is vooral van belang dat platformen zo georganiseerd zijn dat snel kan worden ingegrepen indien dat nodig is. De AFM heeft partijen op deze aspecten getoetst bij vergunningverlening. De overgang van handelsstromen begin dit jaar is zonder problemen verlopen.

**Op kapitaalmarkten speelt het risico op overwaardering van activa.** Door de lage rente en toegenomen beleggingen zijn activa wereldwijd in waarde gestegen. Hoewel het moeilijk is om overwaardering aan te tonen zijn daar wel tekenen van. Naast hoge aandelenkoersen en huizenprijzen zijn fenomenen zoals de GameStop-casus, waarbij een groep particuliere beleggers zorgt voor een tijdelijke koerssprong, en de opkomst van blanco-chequefondsen (SPACs) daar een aanwijzing voor. Ook de hoge en volatiele waarderingen van crypto's zijn een punt van aandacht. Een snelle, onordelijke daling van activawaarden leidt tot stabiliteitsrisico's. De recent opgekomen inflatievrees leidt momenteel tot een rentestijging. Een snelle verdere rentestijging kan aanleiding zijn voor abrupte waardedalingen.

**Daarnaast speelt de transitie naar nieuwe rentebenchmarks.** Gezien de grote rentederivatenportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen is van belang dat deze derivaten naar een robuuste benchmark verwijzen. Momenteel verwijzen zij vooral naar EURIBOR. Dat is voorlopig een stabiele benchmark. Het alternatief, €STR, lijkt echter op langere termijn het meest bestendig. Daarom zou de AFM graag zien dat in derivatenmarkten op termijn meer gebruik wordt gemaakt van €STR.

**Binnen de vermogensbeheersector is van belang dat het gebruik van rentederivaten leidt tot liquiditeitsrisico bij renteschokken en dat door de COVID-crisis commercieel vastgoed in waarde daalt.** AFM-analyse naar aanleiding van de COVID-marktschokken in maart 2020 laat zien dat pensioenfondsen vanwege hun derivatenportefeuille gevoelig zijn voor renteschokken. Dit vertaalt zich in liquiditeitsrisico, vanwege onderpandverplichtingen op derivatenposities. Daarnaast speelt bij vastgoedfondsen de afwaardering van kantoor- en winkelpanden vanwege de pandemie. AFM-analyses laten zien dat fondsen regelmatig hun portefeuilles opnieuw taxeren.

**Ook bij huishoudens spelen verschillende risico's die samenhangen met de lage rente en COVID-crisis.** Op de woningmarkt speelt het risico op overcreditering bij hypotheekverstrekking, gezien de schaarste aan woningen. Daarnaast is mede door de lage rente en de COVID-crisis een beleggingsdrift ontstaan onder vaak jonge particuliere beleggers. Beleggen kan bijdragen aan vermogensopbouw en aan kennis van financiële markten. Tegelijkertijd ziet de AFM wel risico's bij de opkomst van beleggingsapps die vanaf een telefoon altijd bereikbaar zijn. Daarnaast is het voor huishoudens belangrijk dat de transitie naar een nieuw pensioenstelsel goed verloopt en dat zij niet meer risico lopen dan ze kunnen dragen in het nieuwe stelsel.

**Tot slot is een deel van het MKB getroffen door de COVID-crisis, wat tot financieringsrisico's leidt.** Hoewel zakelijke kredietverlening niet onder AFM-toezicht valt, speelt hier dat MKB-ers in zwaar weer soms geneigd zijn dure financieringsbronnen te zoeken, terwijl dit problemen kan vergroten.

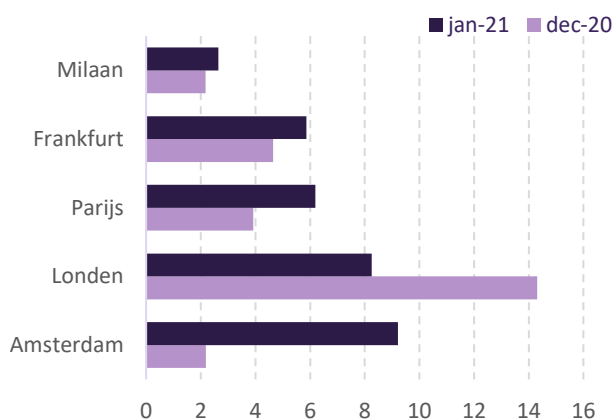
### 3. De komst van de handelsplatformen vanwege brexit

*Uittreding van het VK uit de EU was voor een aantal grote, wereldwijd actieve, handelsplatformen aanleiding om zich in Nederland te vestigen. Toen brexit begin dit jaar een feit was, zijn grote delen van het handelsvolume overgegaan van het VK naar Nederland. De Europese handel in aandelen, obligaties, derivaten en bepaalde grondstoffen vindt nu voor een groot deel plaats op platformen die opereren onder een AFM-vergunning. Daar komt binnenkort ook een aanzienlijk deel van de Europese handel in CO2-emissierechten bij.*

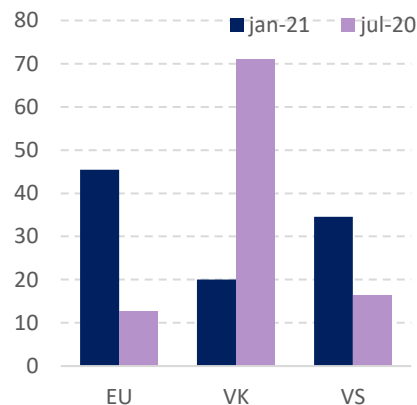
#### Aandelenhandel

**In Europa zijn er twee grensoverschrijdend opererende aandelenplatformen, Cboe en Turquoise, die beide sinds begin dit jaar vanuit Nederland opereren.** Traditioneel vindt aandelenhandel grotendeels plaats op de beurs waar de aandelen in eerste instantie zijn genoteerd. Hierdoor is er binnen Europa veelal sprake van nationale markten. Sinds enige jaren zijn echter internationaal opererende handelsplatformen in opkomst. Zij verzorgen niet de oorspronkelijke notering, maar maken handel mogelijk in een groot aantal elders genoteerde aandelen. Dit is aantrekkelijk voor beleggers die zo op één platform terecht kunnen voor alle in Europa genoteerde aandelen. Tevens zijn door de concurrentie van deze grensoverschrijdende platformen de kosten voor beleggers gedaald. In Europa zijn het Amerikaanse Cboe en het Britse Turquoise de grootste internationale aandelenplatformen. Tot eind vorig jaar bedienden zij de Europese markt vanuit Londen, maar sinds die tijd opereren ze ook vanuit Nederland. Samen met de aandelenhandel van de Amsterdamse vestiging van Euronext vertegenwoordigen de drie platformen zo'n 25 à 30 procent van de Europese aandelenhandel (inclusief VK), zie ook figuur 1.

*Figuur 1, aandelenhandel verplaatst zich naar Amsterdam gemiddelde dagomzet in EUR mrd*



*Figuur 2, toename handel rentederivaten EU percentage marktaandeel*



#### Obligatiehandel

**Obligaties worden veelal nog bilateraal verhandeld, maar de groeiende markt voor multilaterale platformhandel heeft zich verplaatst van Londen naar Nederland.** De totale omzet op de Europese obligatiemarkten is met EUR 101.000 mrd per jaar circa viermaal zo groot als de jaarlijkse aandelenhandel van EUR 23.700 mrd. Traditioneel verzorgen zakenbanken de uitgifte en handel in obligaties. Maar door technologische ontwikkeling zijn de afgelopen jaren multilaterale handelsplatformen in opkomst. Zulke platformen bieden beleggers onder meer de mogelijkheid om via één aanvraag een koop- of verkoopprijs te ontvangen van meerdere zakenbanken tegelijk, zodat ze eenvoudig een obligatie tegen de beste prijs kunnen (ver)kopen. Inmiddels loopt zo'n 25 procent

van de obligatiehandel binnen de EU over multilaterale platformen. Vier van de vijf grote obligatieplatformen in de EU opereren vanuit Nederland: Bloomberg, Tradeweb, MarketAxess en CME, zie ook figuur 2. Tezamen zijn deze platformen verantwoordelijk voor naar schatting zo'n 80 procent van de platformhandel in obligaties binnen de EU. Naar verwachting zet de trend van bilaterale naar multilaterale platformhandel zich de komende jaren voort. Dit is positief, in de optiek van de AFM, aangezien het bijdraagt aan goede prijsvorming en liquiditeit in de markt.

### Derivatenhandel

**Ook op de derivatenmarkt zijn vanwege brexit een aantal grote platformen naar Nederland gemigreerd.** Zo zorgt de komst van iSwap, Bloomberg en Tradeweb ervoor dat ook een belangrijk deel van de rentederivatenmarkt zich naar Nederland heeft verplaatst. Binnen Europa is de Nederlandse pensioensector een belangrijke speler in deze markt. Pensioenfondsen dekken via deze derivaten een deel van het renterisico van pensioendeelnemers af. In deze markt is platformhandel steeds meer de standaard. Voor de meest liquide rentederivaten is het zelfs verplicht om de handel via een EU erkend platform te laten verlopen. Dit draagt bij aan transparante prijsvorming. Vanwege deze verplichting en doordat de Britse platformen geen EU-erkenning hebben, verplaatste de handel in eurorentederivaten zich van Londen naar de EU en gedeeltelijk naar de VS, waar enkele platformen wel een EU-erkenning hebben, zie figuur 2. Het overgrote deel van de handel op platformen binnen de EU vindt plaats op de drie in Nederland gevestigde platformen. De afwikkeling van rentederivatentransacties vindt vaak nog wel in Londen plaats. Daar staat een belangrijk clearinghuis voor deze instrumenten, al weet de Duitse concurrent daar enkele procenten van over te nemen, zie ook box 1.

*Figuur 3, overzicht van de Nederlandse effectenplatformen*

<i>Euronext Amsterdam</i> Primair aandelenplatform, dat zowel de notering als de handel in Nederlandse aandelen verzorgt.	<i>CME</i> Handelsplatform dat zich richt op de staatsobligatie- en derivatenmarkt. Vooral in de Europese repomarkt heeft het een groot aandeel.
<i>Cboe</i> Aandelenplatform dat de mogelijkheid biedt om te handelen in aandelen die aan verschillende Europese beurzen genoteerd zijn. Dit jaar volgt ook een Europese derivatenmarkt. Onderdeel van Amerikaanse beursgroep.	<i>Bloomberg</i> Handelsplatform dat zich richt op de obligatie- en derivatenmarkt, met een breed productaanbod. Gelieerd aan het bekende dataservicebedrijf.
<i>Turquoise</i> Aandelenplatform dat de mogelijkheid biedt om te handelen in aandelen die aan verschillende Europese beurzen genoteerd zijn. Onderdeel van de London Stock Exchange Group.	<i>Tradeweb</i> Handelsplatform dat zich richt op de obligatie- en derivatenmarkt, met een breed productaanbod. Sinds kort onderdeel van de London Stock Exchange Group.
<i>ICE Endex</i> Platform dat handel verzorgt in derivaten op de gasmarkt en binnenkort ook in Europese CO2 emissierechten.	<i>MarketAxess</i> Obligatieplatform dat zich specifiek richt op de handel in bedrijfsobligaties. Deze zijn doorgaans minder liquide.
<i>iSwap</i> Derivatenplatform dat zich richt op de veel gebruikte rente- en valutaswaps.	

**Ook de handel in verschillende andere derivaten is toegenomen en zal in de toekomst waarschijnlijk verder toenemen.** Zo vindt de handel in termijncontracten in de Europese gasmarkt al plaats op het in Nederland gevestigde platform ICE Endex. Dit platform heeft aangekondigd dat het binnenkort ook de handel in Europese CO2-emissierechten zal overbrengen van de vestiging in Londen naar Nederland. In deze voor het Europese klimaatbeleid cruciale emissiehandel gaat dagelijks ruimt EUR 1 mrd om. Daarnaast bieden verschillende Nederlandse platformen krediet- en

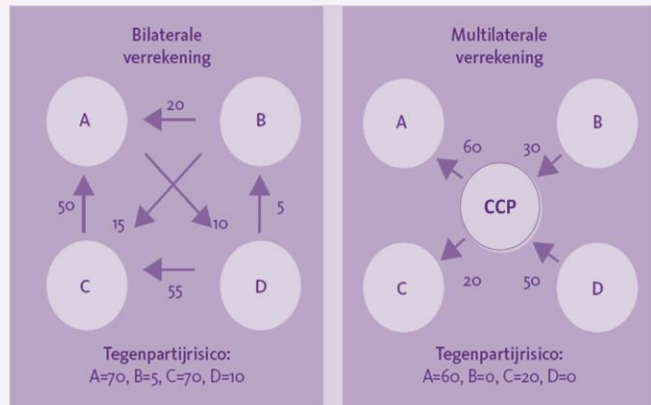
valutaderivaten aan. Ook heeft het aandelenplatform Cboe de ambitie om een pan-Europees platform te worden voor de handel in aandelenopties.

**BOX 1: Derivatenclearing via een centrale tegenpartij vooralsnog in Londen**

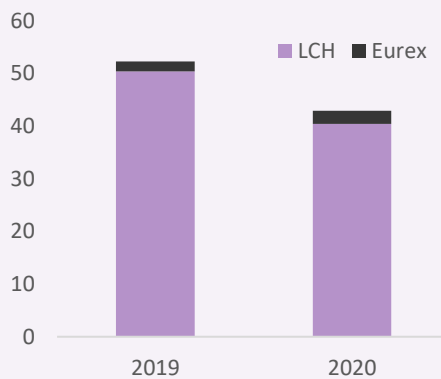
**Derivaten leiden in potentie tot grote tegenpartijrisico's.** Marktpartijen die een derivatencontract afsluiten gaan daarmee een bilaterale verplichting aan voor de looptijd van het contract. Voorbeelden zijn *kredietderivaten*, waarbij de ene partij de ander verzekert tegen wanbetaling op een obligatie of *renteswaps*, waarbij de ene partij betaalt als de rente daalt en de andere als de rente stijgt. Zulke verplichtingen leiden tot het risico dat een van beide partijen uiteindelijk niet kan betalen, ofwel tegenpartijrisico. Om dit risico te beperken maken partijen doorgaans gebruik van onderpand dat de actuele waarde van het derivaat dekt. Omdat marktpartijen met meerdere tegenpartijen handelen ontstaat zo een web aan lopende verplichtingen. Tijdens de financiële crisis van tien jaar geleden bleek dat zo'n web aan derivatenverplichtingen tot grote marktschokken kan leiden als een grote partij omvalt.

**Het gebruik van een centrale tegenpartij helpt om stelselrisico's te beperken.** Een centrale tegenpartij (CCP) is een clearinghuis dat zich direct na het sluiten van het derivatencontract plaatst tussen koper en verkoper. Daarmee vervallen de verplichtingen tussen koper en verkoper en ontstaan voor beide verplichtingen jegens het clearinghuis. Onderstaande figuur B1 illustreert dit. In plaats van onderlinge verplichtingen tussen handelaren (A,B,C,D), ontstaat een verplichting van of jegens de CCP. Dit heeft als voordeel dat verdergaande verrekening van posities mogelijk is, omdat elke transactie dezelfde tegenpartij heeft. Hierdoor neemt het totale tegenpartijrisico af. Tegelijkertijd ontstaat wel een sterke concentratie van risico bij de centrale tegenpartij. Dit is als voordeel te zien in de zin dat duidelijk is dat de CCP het risicomanagement bijzonder goed op orde moet hebben. Vanwege de systeemrelevantie van zulke clearinghuizen gelden dan ook strenge risicomanagementeisen. Door de betere risicobeheersing geldt in de EU voor de meest liquide derivaten de verplichting om ze via een CCP af te wikkelen, al is er voorlopig een uitzondering voor pensioenfondsen.

Figuur B1, afname tegenpartijrisico door CCP



Figuur B2, Londen groot in renteclearing omzet renteswaps in EUR 10.000 mrd



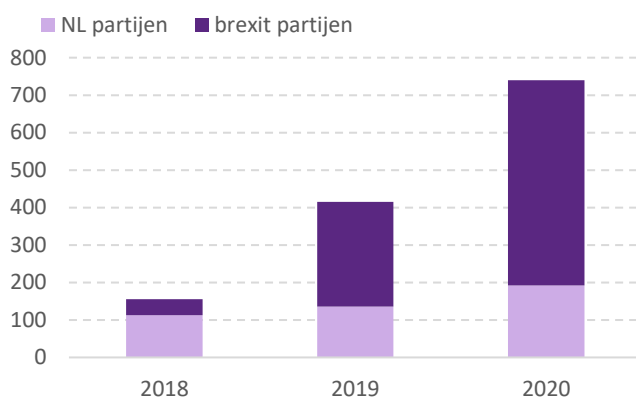
**Het London Clearing House (LCH) is verreweg de grootste CCP in Europa, maar door brexit is discussie ontstaan over de vraag of deze infrastructuur niet in de EU gevestigd dient te zijn.** Het grootste deel van de in euro gedenomineerde rentederivaten wordt momenteel in bij het Britse LCH gecleard, tweede is het veel kleinere Duitse Eurex, zie figuur B2. De rentederivatenmarkt is een zeer omvangrijke markt en daarmee is de clearing door LCH systeemrelevant. Tegen die achtergrond speelt op Europees niveau de vraag of zo'n belangrijk deel de financiële infrastructuur niet binnen de EU gevestigd zou moeten zijn.

**De komst van handelshuizen**

**In het kielzog van de platformen heeft een aantal grote effectenhandelaren zich in Nederland gevestigd.** Nederland kende al verschillende internationaal opererende handelshuizen zoals Optiver, IMC en Flow Traders. Daar zijn vanwege brexit een aantal grote partijen bijgekomen waaronder Jump Trading Europe en Tower Research Capital Europe, waardoor het aantal transacties flink is gestegen, zie figuur 4. Deze handelaren geven voortdurend quotes af in

aandelen- en bepaalde derivatenmarkten en koppelen zo vraag en aanbod, veelal zonder zelf grote posities in te nemen. Daarmee dragen ze bij aan doorlopende liquiditeit en kleinere biedlaatspreads. Ook arbitreren deze partijen over verschillende markten indien prijsverschillen daar aanleiding toe geven. Gevolg hiervan is dat prijzen snel naar elkaar toe bewegen, ook tussen platformen. Veel handelaren maken gebruik van algoritmes die zeer snel, soms in een miljardste van een seconde, transacties initiëren. Om risico's te mitigeren die onbeheerste algoritmes kunnen veroorzaken op de kapitaalmarkt dienen handelaren uitgebreide IT controles te hebben en mogelijkheden om de handel direct te stoppen.

*Figuur 4, toename transacties door komst brexit partijen*  
in mln transacties



**Al met al heeft zich in Nederland een cluster gevormd van technologie-gedreven effectenhandel.**

De migratie van de effectenhandel van Londen naar Nederland is daarbij zonder problemen verlopen. De platformen hebben zich in aanloop naar brexit goed voorbereid, onder meer door systemen uitvoerig te testen en hun participanten te informeren en aan te sluiten. Belangrijk is bovendien dat ook medewerkers het Kanaal zijn overgestoken om te zorgen voor de goede werking van de platformen. De reden dat partijen voor Nederland hebben gekozen is waarschijnlijk gelegen in de goede technische (internet) infrastructuur, de hoogopgeleide beroepsbevolking en het reeds aanwezige netwerk van aanverwante financiële diensten. Andere delen van de financiële sector zijn verhuisd van Londen naar Frankfurt en Parijs, vooral banken, of naar Luxemburg en Dublin, zoals beleggingsfondsen.

**De komst van de handelsplatformen betekent voor de AFM nieuwe verantwoordelijkheden op het terrein van kapitaalmarkttoezicht en financiële stabiliteit.**

Belangrijk is vooral de operationele betrouwbaarheid van deze platformen. Als platformen zouden uitvallen, kunnen belangrijke kapitaalmarkten minder toegankelijk worden en dat bedreigt in potentie de financiële stabiliteit. Daarom dienen de platformen bestand te zijn tegen cyberaanvallen, moeten ze een sterke toename van transacties kunnen opvangen (zoals bij de Covid-schokken vorig jaar) en dienen ze te beschikken over back-up faciliteiten. Het tijdelijk stilvallen van Euronext in november 2020 illustreert dat dit een reëel risico is. De AFM houdt toezicht op deze eisen, onder meer door de kwaliteit van hard- en softwaresystemen te toetsen en na te gaan of de organisatie van de platformen voldoet aan alle wettelijke eisen, waaronder de aanwezigheid van voldoende gekwalificeerd personeel en de aanwezigheid van stevige protocollen bij incidenten. De handelsplatformen zijn in grote mate IT-gedreven organisaties en van tijd tot tijd zullen incidenten plaatsvinden, die aan de AFM moeten worden gerapporteerd. Ten aanzien van cyberrisico's is de AFM aangesloten bij het Tiber-programma, dat door middel van zelf geïnitieerde (*red team*)



cyberaanvallen test of aangesloten instellingen voldoende beschermd zijn. Daarnaast ziet de AFM erop toe dat handel eerlijk verloopt, zodat geen sprake is van handel met voorkennis of marktmanipulatie. De AFM monitort hiertoe delen van de markt in real time, analyseert de ongebruikelijke transacties die platformen melden en zoekt in de handelsdata naar aanwijzingen voor misbruik. Mocht daar aanleiding toe zijn dan kan de AFM de handel op de Nederlandse platformen stilleggen.

**Ten aanzien van de handelshuizen is belangrijk dat zij op gecontroleerde wijze handelen, zodat algoritmes goed beheerst zijn en geen marktverstoringen veroorzaken.** Na eerdere incidenten met extreme, oneigenlijke koersfluctuaties (*flash crashes*) zijn de Europese regels sterk aangescherpt. De AFM ziet erop toe dat handelshuizen zich houden aan de uitgebreide vereisten die gelden voor algoritmische handel (o.a. governance, software-ontwikkelmethodes, IT-security, automatische controles). In 2020 heeft de AFM bij een vijftal instellingen deze aspecten onderzocht. Naast rechtstreekse terugkoppeling, bijsturing en waarschuwingen, is er ten behoeve van de sector een rapport gepubliceerd en zijn bevindingen meegenomen in wetsherzieningen op Europees niveau. Het thema algoritmisch handelen zal de komende jaren op de agenda van de AFM blijven staan. De brexitpartijen brengen qua organisatiestructuur nieuwe risico's met zich mee doordat ze onderdeel zijn van een grotere groep, waarvan de moeder vaak in Engeland of de VS gevestigd is. De AFM erkent dit risico en richt zich dit jaar daarom mede op het doorgronden van intra-group outsourcing van de belangrijkste activiteiten bij deze partijen

## 4. Actuele risico's op kapitaalmarkten

*Op het terrein van kapitaalmarkten ziet de AFM momenteel twee thema's die vanuit stelselperspectief aandacht verdienen. Ten eerste het meer cyclische risico van overwaardering van financiële activa. Dit raakt in potentie vele markten en hangt samen met de lage, maar oplopende rente. Ten tweede spelen transitierisico's vanwege de overstap naar nieuwe rentebenchmarks in onder meer de voor Nederland belangrijke rentederivatenmarkt.*

### 4.1 Overwaardering van financiële activa

**Wereldwijd zijn er op kapitaalmarkten signalen die wijzen op overwaardering en dit heeft in potentie gevolgen voor de stabiliteit van het stelsel.** Op financiële markten is vaak sprake van financiële cycli, waarbij sterke koersdalingen volgen op eerdere perioden van uitbundige waardeontwikkeling. Zulke negatieve koersschokken raken in potentie de financiële stabiliteit. Vanuit AFM-perspectief is vooral relevant dat marktonrust leidt tot hoge margeverplichtingen in verschillende delen van de kapitaalmarkt (e.g. vermogensbeheer, CCPs), tot het opdrogen van belangrijke kapitaalmarkten en tot een zware belasting van de marktinfrastructuur. Marktschokken gaan immers vaak samen met hoge omzetten. De marktonrust als gevolg van de COVID-crisis in maart 2020 illustreert deze effecten (zie: [AFM-notitie](#) voor Kamerleden). Wereldwijd zijn er momenteel verschillende aanwijzingen voor overwaardering, waaronder gestegen huizenprijzen, hoge aandelenkoersen en speculatief gedrag van beleggers in crypto's en andere markten (zie ook hoofdstuk 6 over retailbeleggers in Nederland).

**De huidige hoge aandelenkoersen wijzen op uitbundige waardestijgingen, al zijn er alternatieve verklaringen.** Sinds de marktcorrectie van maart 2020 zijn de koersen op aandelenmarkten sterk gestegen. Zo stond de Nederlandse AEX-index in april dit jaar boven de 700 punten en daarmee op recordhoogte. Hetzelfde geldt voor de bredere Amerikaanse marktindex S&P 500, die inmiddels 73 procent is gestegen vanaf het dal in maart vorig jaar. Ondertussen zijn de economische vooruitzichten als gevolg van de pandemie verbeterd, maar nog steeds onzeker, wat de vraag oproept of markten niet overoptimistisch zijn. Hoewel op basis van deze tweespant sprake lijkt van overwaardering, zijn er ook alternatieve verklaringen. Zo is het herstel op de aandelenbeurs niet gelijkwaardig verdeeld. Tot het vierde kwartaal van 2020 waren het vooral de 'nieuwe economie' aandelen (e.g. technologie en communicatiediensten) die profiteerden, terwijl 'oude economie' aandelen (e.g. banken en oliebedrijven) achterbleven. Deze wereldwijde trend is ook zichtbaar op de Nederlandse aandelenbeurs. Vier van de best presterende aandelen in de AEX-index zijn technologie aandelen, de minst presterende aandelen daarentegen komen uit 'oude' sectoren als banken, olie en vastgoed, zie figuur 5. Daarnaast geldt dat genoteerde bedrijven veelal minder hard geraakt zijn door de COVID-crisis dan kleinere MKB-bedrijven, waardoor aandelenindexen geen goed beeld geven van de economie als geheel. Ook heeft de ruime liquiditeit in markten de rente en risicopremies gedrukt en daarbij past een hogere aandelenkoers. De verdisconteerde waarde van toekomstige dividenden neemt immers toe. Op aandelenmarkten zijn dus wel aanwijzingen voor overwaardering, maar het is zoals altijd moeilijk dit vast te stellen omdat er ook alternatieve verklaringen zijn.

Figuur 5, vooral bedrijven uit 'nieuwe economie' kennen hoge koersstijging

	rendement 1-1-2020 tot 30-4-2021	rendement dal maart 2020 tov 1-1-2020	rendement piek april 2021 tov 1-1-2020
Adyen NV	179,3%	-6,6%	202,5%
ASM International NV	152,5%	-40,9%	169,1%
ASML Holding NV	105,2%	-29,5%	111,2%
BE Semiconductor Industries N	95,4%	-38,1%	126,5%
AEX index	17,0%	-33,2%	18,6%
ING Groep NV	-0,5%	-59,8%	3,6%
Aegon NV	-4,9%	-58,9%	5,5%
Royal Dutch Shell PLC	-39,5%	-61,5%	3,8%
Unibail-Rodamco-Westfield	-51,2%	-78,8%	0,7%

**Ook de koersturbulentie rond Gamestop en de snelle opkomst van SPACs wijzen op hoge waarderingen of in ieder geval de ruime beschikbaarheid van middelen op zoek naar rendement.**

Begin dit jaar dreven jonge, particuliere beleggers, aangevuurd op het Reddit-forum WallStreetBets, de beurskoers van het Amerikaanse aandeel GameStop naar recordhoogte. Aanleiding was dat veel grote hedgefondsen juist shortposities hadden ingenomen en dus speculeerde op een koersdaling van dit aandeel. Deze shortposities hielden vaak in dat hedgefondsen het aandeel GameStop elders leenden in de hoop dat het tijdens de duur van de lening in waarde zou dalen, zodat het goedkoper teruggekocht kon worden om de aandelenlening te voldoen. In totaal waren zelfs meer aandelen geleend dan er waren uitgegeven. De jonge beleggers speculeerden tegen de hedgefondsen in en het lukte hen om de koers van het aandeel sterk te laten stijgen, met als gevolg grote verliezen voor enkele hedgefondsen. Deze georkestreerde koopactie toont de kracht van sociale media, een nieuw fenomeen op aandelenmarkten. Daarnaast illustreert het dat er heel wat liquide middelen beschikbaar zijn. Een ander fenomeen dat wijst op ruime beschikbaarheid van gelden is de stijging van noteringen van blanco-chequefondsen, bekend onder de naam Special Purpose Acquisition Companies (SPACs), waarbij vaak voor Euronext Amsterdam wordt gekozen. SPACs keren in zekere zin de beursgang van een bedrijf om. Eerst halen deze bedrijven geld op en pas daarna zoeken ze één of meerdere bedrijven om aan te kopen. Gevolg is dat de aangekochte bedrijven een beursnotering verwerven. De bereidheid van veel investeerders om geld te investeren in SPACs, nog voordat duidelijk is welke bedrijven worden aangekocht, illustreert de ruimte beschikbaarheid van middelen.

**Activa kunnen in de huidige situatie snel in waarde dalen als de rente stijgt of het sentiment omslaat.** Aanleiding hiervoor kan een scherpe stijging van de verwachte inflatie zijn, vooral als centrale banken daardoor de beleidsrente verhogen. In de Verenigde Staten zijn sinds begin mei de eerste signalen van een oplopende inflatie zichtbaar. In het eurogebied blijft de inflatie voorlopig nog achter bij de VS en onder de 2%. Dit wil echter niet zeggen dat inflatie geen risico is voor Europese financiële markten. De gestegen inflatie in de VS leidde zowel tot een correctie op Amerikaanse als op Europese aandelenmarkten. Als inflatie oploopt en centrale banken opkoopprogramma's afbouwen of rentes verhogen, leidt dit tot een hogere rente en dus een herwaardering van aandelen en schuldtitels. Vooral technologie-aandelen waarvan de waardering op groei gebaseerd is, en dus op toekomstige dividenden, zijn gevoelig voor stijgende rentes. Dit zijn precies de bedrijven die het herstel sinds maart 2020 hebben gedreven. Daarnaast speelt mee dat door het lage niveau van de rente een kleine stijging relatief grote effecten heeft. Ook kan op markten het risicosentiment, met als gevolg hogere risicopremies. Dit zou leiden tot een waardedaling van de meer risicovolle aandelen en schuldtitels. Zoals altijd is het echter moeilijk

om overwaardering en de timing van kantelpunten op voorhand te identificeren. Maar het zijn duidelijk tijden om daar waakzaam op te zijn.

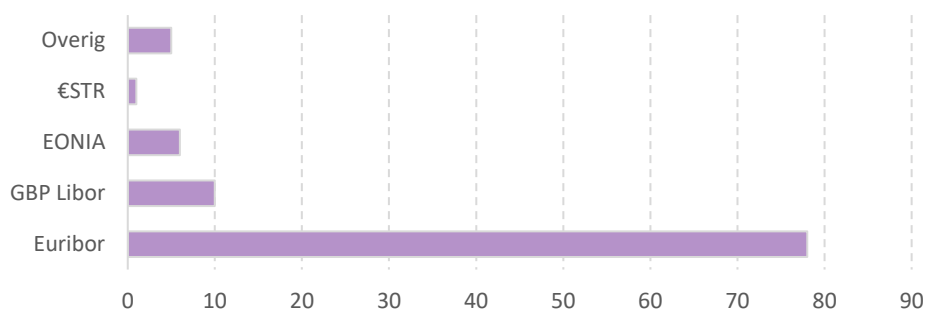
**Om de schadelijke gevolgen van een scherpe koerscorrectie te beperken is het vooral van belang dat marktpartijen goed zijn voorbereid.** De AFM ziet daar voor een deel van de markt op toe. Zo dienen infrastructurele partijen, zoals handelsplatformen, extra omzetten aan te kunnen en de handel automatisch te stoppen bij grote koersdalingen. Ook moeten vermogensbeheerders rekening houden met koersschokken en liquiditeitsrisico in geval van (plotse) onttrekkingen. Mochten partijen dat zelf niet doen, dan kan de AFM in een uiterst geval ingrijpen.

#### 4.2 Transitie naar stevigere referentierentes

**Een ander onderwerp dat de financiële stabiliteit raakt is de transitie naar robuustere rentebenchmarks.** Als gevolg van manipulaties in interbancaire rentebenchmarks (IBORs) en veranderingen in de onderliggende marktliquiditeit is wereldwijd besloten tot een transitie naar benchmarks die steviger zijn, omdat ze gebaseerd zijn op onderliggende transacties in plaats van quotes van handelaren. In de EU zijn dit de Euro Short-Term Rate (€STR) en een hervormde Euribor. Benchmarks worden gebruikt als basis voor de rente in financiële contracten, zoals rentederivaten en bedrijfsleningen. Marktpartijen moeten contracten die verwijzen naar verouderde benchmarks uiterlijk eind 2021 overzetten naar een nieuwe, goedgekeurde rentebenchmark. Ook moeten ze terugvalopties opnemen in lopende contracten. Indien ze dat niet op tijd doen en een benchmark komt te vervallen, leidt dat tot risico's, zoals onduidelijkheid over betalingen of waarderingen. Een opeenstapeling van risico's is een gevaar voor de financiële stabiliteit. Vooral in de rentederivatenmarkt is een robuuste benchmark van groot belang. In deze markten hebben Nederlandse pensioenfondsen grote posities.

**De AFM en DNB monitoren de status van de benchmarktransitie in Nederland en wijzen marktparticipanten op hun verantwoordelijkheden.** Een recente data-uitvraag (Q4 2020) onder 84 financiële instellingen die een groot deel van de toezichtpopulatie vertegenwoordigen geeft aan dat Nederlandse marktpartijen op weg zijn met de IBOR-transitie. Zo is de meerderheid van de gerapporteerde contracten die aflopen na de transitiedeadline van eind 2021 gebaseerd op nieuwe benchmarks. Tegelijkertijd is nog meer actie nodig, omdat terugvalopties vaak nog niet zijn opgenomen voor obligaties, leningen, hypotheek en securitisaties. Dankzij standaardbepalingen gepubliceerd door organisaties als de *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)* bevatten vrijwel alle gerapporteerde rentederivatencontracten wel terugvalopties.

*Figuur 6, EURIBOR meest gebruikte benchmarks bij rentederivaten Nederlandse partijen*  
aandeel o.b.v. notionele waarde



**Hoewel EURIBOR veruit de meest gebruikte benchmark is, zou de AFM graag zien dat meer gebruik wordt gemaakt van €STR.** In de AFM-DNB uitvraag is EURIBOR met 72 procent van de *notionele waarde* van alle gerapporteerde contracten duidelijk het meest gebruikt. €STR is met EUR 107 mrd slechts goed is voor 3 procent. Voor rentederivaten ligt dit laatste percentage zelfs op 1 procent, terwijl EUR 2.900 mrd van de rentederivaten naar EURIBOR verwijst zie figuur 6. Er zijn echter redenen om te twijfelen aan de lange-termijn robuustheid van EURIBOR, terwijl €STR wel een robuust alternatief is. €STR kent twee belangrijke voordelen ten opzichte van EURIBOR. Ten eerste komt €STR tot stand op basis van meer transacties dan EURIBOR. Ten tweede is €STR gebaseerd op data die verplicht wordt gerapporteerd aan de ECB door een panel van 48 banken. EURIBOR steunt op een vrijwillig panel van 18 banken die rapporteren aan een EMMI, een private benchmarkbeheerder. Voorheen was dit panel groter, maar vanwege kosten en uit vrees voor reputatieschade is de omvang van het panel geslonken. Daarmee is de stabiliteit van het EURIBOR-panel op lange termijn niet gegarandeerd. De AFM zou daarom graag zien dat in de rentederivatenmarkt meer gebruik wordt gemaakt van €STR.

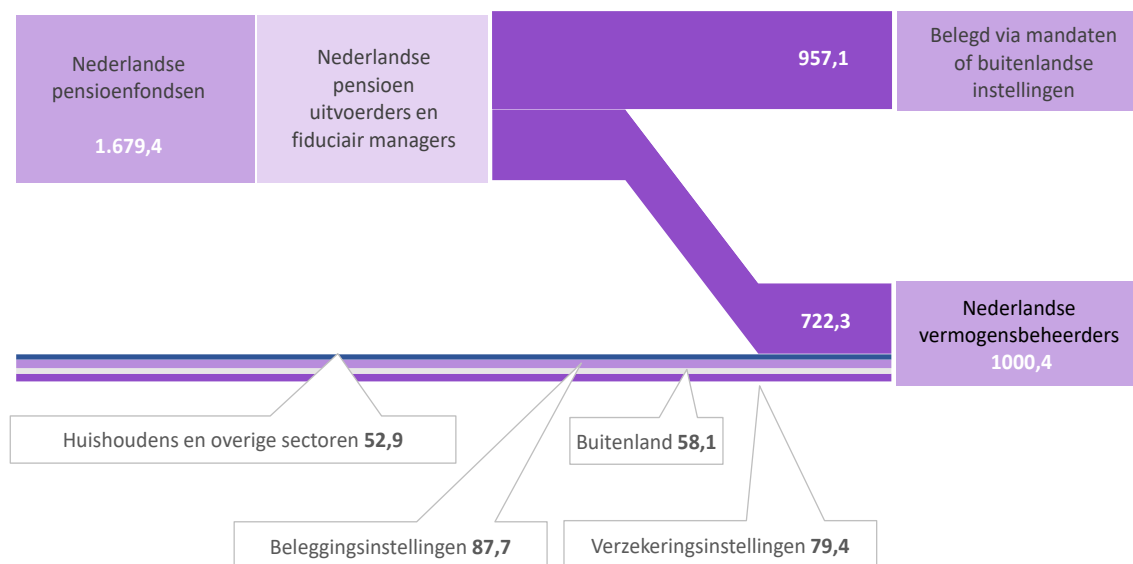
## 5. Stabiliteitsrisico's in de vermogensbeheersector

Vanwege de grote omvang is de Nederlandse vermogensbeheersector van belang voor de financiële stabiliteit. De marktschokken in maart 2020 als gevolg van het uitbreken van de pandemie tonen aan dat de sector gevoelig is voor renteschokken. Daarnaast raakt COVID de sector vanwege de afwaardering van vastgoedfondsen en toegenomen cyberrisico's. Ook heeft risicovol gedrag van hedgefondsen elders tot verliezen geleid. Hoewel de Nederlandse markt klein is heeft dit de aandacht van de AFM.

### 5.1 Door hoge pensioenbesparingen kent Nederland een grote vermogensbeheersector

**Internationaal is er toenemende aandacht voor het stabiliteitsrisico in de vermogensbeheersector.** Dit hangt samen met de toegenomen omvang van de sector vanwege gestegen activawaarderingen en demografische ontwikkelingen, die leiden tot meer behoefte aan het pensioenopbouw. In de EU is het beheerd vermogen in beleggingsfondsen sinds 2010 meer dan verdubbeld van circa EUR 6.300 mrd naar zo'n EUR 14.800 mrd. De negatieve prijseffecten van de COVID-marktonrust in maart 2020 zijn meer dan goedgemaakt.

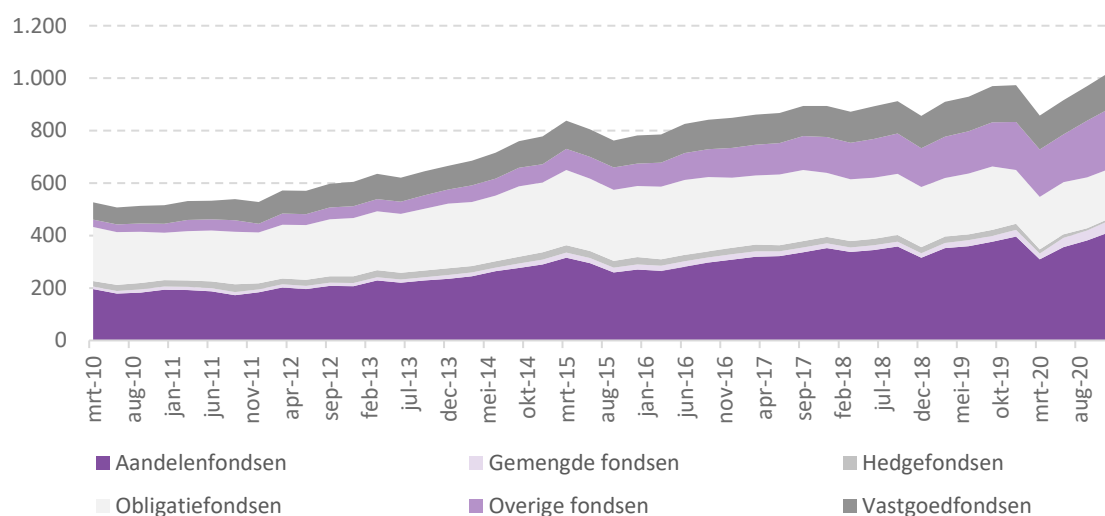
*Figuur 7, de verbondenheid van Nederlandse pensioenfondsen met de vermogensbeheersector bedragen eind 2020, in EUR mrd*



**Nederland kent een grote vermogensbeheersector vanwege het omvangrijke opgebouwde pensioenvermogen van EUR 1.679 mrd.** Dit is ook de belangrijkste component van de financiële activa van Nederlandse huishouders. Een veel kleiner deel bestaat uit directe beleggingen, al stijgt het aantal beleggende Nederlanders sterk (zie volgende hoofdstuk). Gezamenlijk gaat het om 43 procent van de huishoudactiva, het hoogste percentage binnen Europa. Het beheer van het pensioenvermogen wordt uitgevoerd door Nederlandse pensioenuitvoerders (PUOs) en fiduciair managers, zie figuur 7. Zij beleggen EUR 722 mrd in Nederlandse beleggingsfondsen. Daarmee zijn ze verreweg de belangrijkste financieringsbron van de Nederlandse fondsensector. Verzekeraars, huishoudens, beleggingsinstellingen en buitenlandse partijen zijn samen goed voor EUR 288 mrd aan fondsbeleggingen. PUO's en fiduciaire managers beleggen EUR 957 mrd aan pensioenvermogen op een andere wijze, waaronder het verstrekken van beleggingsmandaten aan financiële instellingen en beleggingen in buitenlandse fondsen. De Nederlandse beleggingsfondsen beheren

circa EUR 1.000 mrd aan vermogen, zie figuur 8. Daarmee is het fondsvermogen verdubbeld de afgelopen tien jaar.

Figuur 8, ontwikkeling beheerd vermogen van Nederlandse beleggingsfondsen

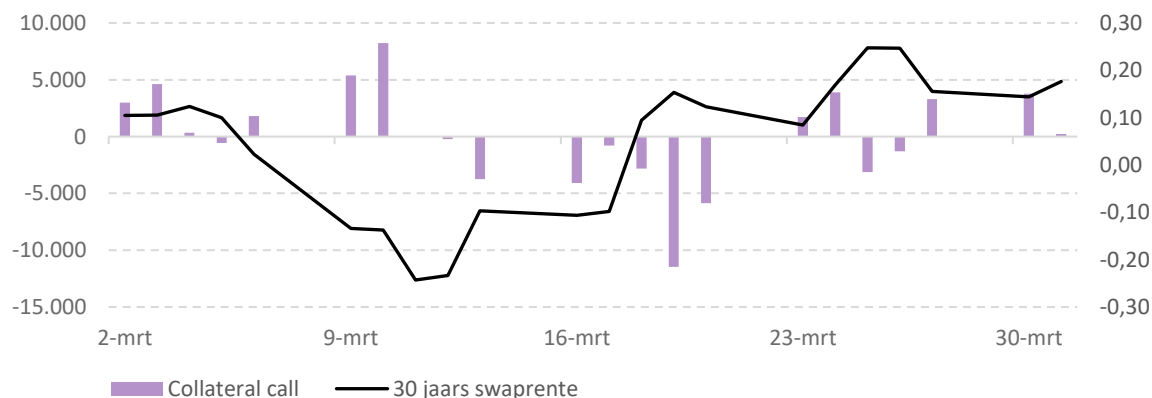


**Vanuit een stabiliteitsperspectief spelen in de vermogensbeheer sector momenteel verschillende risico's.** Daarbij gaat het om hoge margeverplichtingen op rentederivaten, liquiditeitsrisico, de juiste waardering van vastgoed, cyberrisico's en de beschikbaarheid van geldmarktfondsen.

5.2 Hoge margeverplichtingen derivatenportefeuilles pensioenfondsen

**Nederlandse vermogensbeheerders gebruiken derivaten voor het afdekken van rente- en valutarisico.** Pensioenfondsen lopen per saldo renterisico vanwege hun langlopende uitkeringsverplichtingen. Als de rente daalt, stijgt de waarde van toekomstige verplichtingen. Om dit risico te verkleinen maken ze gebruik van rentederivaten, die juist in waarde stijgen als de rente daalt. Het beheer besteden ze veelal uit aan vermogensbeheerders (PUO's en fiduciair managers), die opereren onder een AFM-vergunning. Derivaten brengen risico's met zich mee. Zo kunnen verliezen optreden als gevolg van het faillissement van een tegenpartij in een derivatencontract. Marktpartijen verkleinen dit tegenpartijrisico door het uitwisselen van onderpand, veelal in de vorm van kasgelden. Dat vereist uiteraard wel dat zij over voldoende liquide middelen beschikken. Dit liquiditeitsrisico trad naar de voorgrond in maart 2020 als gevolg van een snelle rentestijging.

Figuur 9, hoge onderpandverplichtingen door scherpe rentebewegingen bedragen in EUR mrd (L-as) en rente in procenten (R-as)



**De AFM heeft het liquiditeitsrisico op rentederivaten dat vorig jaar optrad onderzocht onder een steekproef van grote vermogensbeheerders.** Daaruit blijkt dat de betrokken beheerders eerst veel kasmiddelen als onderpand ontvingen, vanwege de rentedaling begin maart. Daarbij ging het om EUR 12,0 mrd, zie figuur 9. Vervolgens moesten ze door de rentestijging vanaf 10 maart grote bedragen aan onderpand storten. Alleen al op 19 en 20 maart werd van deze partijen tezamen EUR 16,6 mrd aan onderpand gevraagd. Daarna stabiliseerde de situatie doordat de rentestijging stopte.

**De grote vraag naar onderpand zette druk op de liquiditeitsposities van vermogensbeheerders.** Begin maart steeg de liquiditeitspositie van de managers in de AFM-analyse tot EUR 80 mrd. Maar deze daalde daarna sterk naar EUR 47 mrd op 23 maart. Het bedrag dat fondsen op de termijn van één dag vrij kunnen maken was echter nog veel kleiner. De geschatte eindagsliquiditeit lag op het dieptepunt op EUR 5,5 mrd en dat is dicht bij de dagelijkse onderpandstortingen in die tijd.

**De marktonrust van vorig jaar toont aan dat de Nederlandse vermogensbeheerders gevoelig zijn voor renteschokken.** Ook toekomstige renteschokken kunnen voor liquiditeitsdruk zorgen. Dit heeft niet alleen effect op de vermogensbeheerders zelf. Door het volume en de snelheid waarmee Nederlandse beheerders vorig jaar liquiditeit vrijmaakten door bijvoorbeeld kortlopend schuld papier of aandelen in geldmarktfondsen te verkopen heeft dit ook een aanzienlijk effect gehad op de Europese geldmarkt. De ECB schat dat in maart 2020 Nederlandse pensioenfondsen een derde van de uitstroom bij Europese eurogenomineerde geldmarktfondsen voor hun rekening namen<sup>1</sup>. Dit laat zien dat het stabiliteitsrisico van de sector aanzienlijk is.

**Vanwege het stabiliteitsrisico van de grote portefeuilles rentederivaten van vermogensbeheerders, heeft de AFM daar ook komende tijd aandacht voor.** In een gezamenlijk project met DNB zal aan de hand van scenario's het totale liquiditeitsrisico van de sector verder in kaart worden gebracht, om zo beleidsopties te identificeren die het stabiliteitsrisico verkleinen.

## 5.2 Liquiditeitsrisico bedrijfsobligatie- en vastgoedfondsen

**Analyse van de liquiditeitsrisico's van Nederlandse fondsen die beleggen in bedrijfsobligaties en vastgoed laat zien dat deze risico's beperkt zijn.** Naar aanleiding van een aanbeveling van het Europees Comité voor systeemrisico's (ESRB) heeft de AFM, net als collega toezichthouders in de EU, de liquiditeitsrisico's van beleggingsfondsen met blootstellingen aan bedrijfsschulden en vastgoedactiva onderzocht. Doel was om de paraatheid te beoordelen voor negatieve schokken, gezien de door de coronacrisis toegenomen risico's voor bedrijven en de waarde van vastgoed. Uit deze analyse blijkt dat de sector in algemene zin voldoende is voorbereid op negatieve schokken. Wel constateert de AFM dat niet alle beleggingsfondsen over voldoende liquiditeitsinstrumenten<sup>2</sup> beschikken. Daarom heeft de AFM beheerders opgeroepen na te gaan of hun instrumentarium op orde is en geadviseerd om daarbij aandacht te hebben voor de mogelijkheid om uitstappen tijdens stresssituaties extra te beprijzen. Dit voorkomt dat snelle uitstappers een voordeel hebben ten opzichte van partijen die in het fonds blijven en beperkt zo de prikkel om versneld uit te stappen.

## 5.3 Risico op overwaardering vastgoed

**Door de COVID-crisis is de markt voor commercieel vastgoed gevoelig geworden voor correcties.** Huurinkomsten zijn gedaald en de trends naar online shoppen en thuiswerken zijn versterkt. Voor

---

<sup>1</sup> Zie [ECB \(2020\)](#)

<sup>2</sup> Liquidity Management Tools of LMT's zijn instrumenten van fondsbeheerders om beheerste in- en uitstroom en gelijke behandeling van fondsparticipanten te bewerkstelligen en gedwongen verkopen van de fondsactiva te voorkomen.

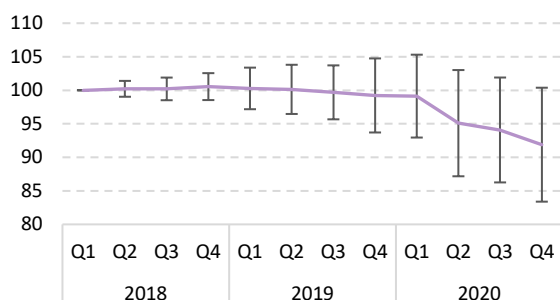


de AFM was dit reden om onderzoek te doen naar de waarderingsprocedures van vastgoedfondsen en daarbij te kijken hoe vastgoedfondsen tijdens de coronacrisis hun portefeuilles hebben (af)gewaardeerd. Doordat pensioenfondsen zo'n 15 procent van hun vermogen beleggen in vastgoedfondsen is de Nederlandse markt voor vastgoedfondsen relatief groot. In het AFM-onderzoek zijn 11 beheerders onderzocht die 24 commercieel vastgoedfondsen beheren<sup>3</sup>.

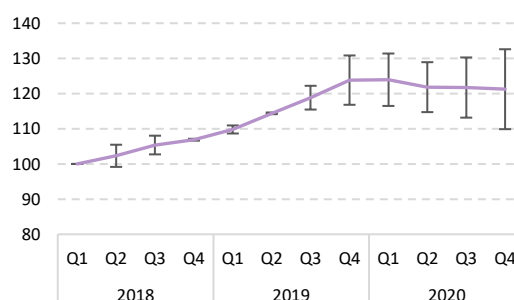
**Verreweg de meeste onderzochte beheerders besteden de waarderungen van activa uit aan één of meerdere externe taxateurs.** Doorgaans betreft dit grote internationale vastgoedondernemingen. De taxatiefrequentie varieert van minimaal jaarlijks tot één keer per kwartaal. Enkele beheerders voeren in aanvulling op de externe taxaties ook zelfstandig waarderungen uit, op structurele basis of wanneer omstandigheden daarom vragen.

**Door de COVID-crisis nam de onzekerheid rondom waarderungen in de eerste helft van 2020 sterk toe.** Dit kwam door een gebrek aan transacties en grote onduidelijkheid over het verdere verloop van de crisis en de impact op het vastgoed. In de eerste helft van 2020 werd voor 14 van de 24 fondsen een materiële onzekerheidsclausule afgegeven over vrijwel de gehele portefeuille. Dit houdt in dat wel een waardering wordt afgegeven, maar dat de taxateur aangeeft dat deze minder zeker is. Daarnaast heeft de COVID-crisis tot vermindering van huurinkomsten geleid. Voor de meeste fondsen was de huur daling beperkt (0-2% van de huur over 2020). Voor enkele winkelvastgoedfondsen waren de gederfde huurinkomsten substantiëler (6-10%).

*Figuur 10, taxatiewaarde winkelfondsen*  
gemiddelde en st. deviatie 5 fondsen, index 2018 = 100



*Figuur 11, taxatiewaarde kantoorfondsen*  
gemiddelde en st. deviatie 4 fondsen, index 2018 = 100



**De COVID-crisis heeft effect gehad op de waarderungen van vastgoedfondsen.** Uit de analyse blijkt dat er in de eerste helft van 2020 afwaarderingen hebben plaatsgevonden voor winkel- en kantoorfondsen, zie figuren 10 en 11. Dit in tegenstelling tot fondsen die vooral in supermarkten of logistiek vastgoed beleggen. Deze sectoren zijn minder of niet geraakt door de COVID-maatregelen. Vooruitkijkend zijn verdere waardedalingen niet uitgesloten gezien de onzekere economische situatie. Daarom blijft van belang dat fondsen hun vastgoed op tijd taxeren en zo voorkomen dat onduidelijk ontstaat over de juiste waardering. Gezien het grote belang van deze fondsen kan dit uiteindelijk de financiële positie van onder meer pensioenfondsen en verzekeraars raken.

#### 5.4 Hoge hefboomfinanciering bij hedgefondsen elders leidt tot risico's

**Sommige eindbeleggers zoals een deel van de hedgefondsen en family offices maken gebruik derivaten of geleend geld om via de hefboomwerking extra rendement te genereren.** Keerzijde hiervan is dat extra risico wordt aangegaan, wat kan bijdragen aan systeemrisico's. Vooral Het

<sup>3</sup> Deze fondsen beslaan 86% van het vermogen belegd in fysieke, commercieel vastgoedfondsen. Fondsen die in beursgenoteerd vastgoed beleggen zijn niet meegenomen in het onderzoek.

gebruik van hefboomfinanciering door hedgefondsen leidt met enige regelmatig tot stabiliteitsrisico. Voor hedgefondsen geldt dat, afhankelijk van hun strategie, ze zich vaak kenmerken door een grote exposure op markten in verhouding tot hun eigen vermogen. Die exposure creëren ze door met geleend geld te beleggen, door derivaten aan te gaan en door effecten te lenen en zo een *short*-positie in te nemen. Zulke vormen van hefboomfinanciering worden beschouwd als een van de belangrijkste manieren waarop beleggingsfondsen kunnen bijdragen aan systeemrisico's. Hedgefondsen zijn niet alleen gevoelig voor liquiditeitsrisico maar ook voor solvabiliteitsrisico. Het klassieke voorbeeld van een hedgefonds wiens telloorgang de stabiliteit van het stelsel op het spel zette is Long Term Capital Management. Maar ook recenter zijn er voorbeelden van problemen bij hedgefondsen. Zo leed begin dit jaar Melvin Capital een omvangrijk verlies van USD 4,5 mrd in de GameStop-affaire. Nog recenter is het faillissement van Archegos Capital Management dit voorjaar dat significante synthetische aandelenposities bij enkele zakenbanken afsloot en zich als *family office* onttrok aan de monitoringvereisten die sinds de vorige crisis gelden. Toen aandelenkoersen daalden kon deze partij niet aan haar margeverplichtingen voldoen. Haar val resulteerde in grote verliezen bij tal van zakenbanken (van in totaal circa USD 10 mrd) die als tegenpartij van dit fonds optraden en hun posities onvoldoende hadden afgedekt

**Ook in de Nederlandse vermogensbeheersector is de hefboomfinanciering het hoogst bij hedgefondsen.** In Nederland zijn circa 60 (per ultimo 2020) hedgefondsen actief, met een beheerd vermogen van in totaal EUR 3 mrd. Daarmee is de sector klein in omvang. Hoewel het stabiliteitsrisico beperkt is, zal de AFM komende tijd extra aandacht hebben voor deze fondsen.

#### 5.5 Toegenomen cyberrisico's

**Sinds het uitbreken van de pandemie en veel medewerkers van financiële instellingen thuis werken nemen cyberrisico's toe.** De afhankelijkheid van IT-systemen is significant gegroeid en legt nieuwe risico's bloot. Zo maakt thuiswerken ondernemingen kwetsbaarder voor het lekken van gevoelige informatie, bijvoorbeeld door het gebruik van onveilige apparatuur of communicatiekanalen. Ook ziet de AFM bij ondernemingen een toenemende afhankelijkheid van (externe) dienstverleners, waaronder leveranciers van VPN-verbindingen. Andere risico's waar ondernemingen extra alert op moeten zijn betreffen het risico op DDoS-aanvallen en onveilige IT-systemen door het uitstel van de installatie van beveiligingspatches.

**De AFM heeft in december 2020 vermogensbeheerders opgeroepen om incidenten te melden bij de AFM, om zo een vinger aan de pols te houden.** Cyberrisico's bij een enkele beheerder zijn geen bedreiging voor de financiële stabiliteit, maar wanneer netwerken of kritische systemen worden geraakt heeft dit wel consequenties voor stabiliteit van het stelsel. Komende tijd blijft cyberrisico een aandachtspunt voor de AFM.

#### 5.6 Voorkomen dat geldmarktfondsen wederom in problemen komen

**Geldmarktfondsen vervullen een belangrijke intermediaire rol in het financiële stelsel.** Deze fondsen voorzien in korte termijnfinanciering aan banken en grote bedrijven die kortlopende schuldtitels uitgeven. Daarnaast zijn deze fondsen belangrijk voor het liquiditeitsmanagement van vermogensbeheerders, omdat ze snel hun geld kunnen opvragen bij geldmarktfondsen. Deze kenmerken maken geldmarktfondsen echter ook kwetsbaar. Als veel partijen tegelijk uit het fonds stappen (*fondsrun*), dan is de liquiditeit van activa, ondanks de korte looptijd, soms onvoldoende om de vraag te accommoderen. Dit risico werd zichtbaar tijdens de COVID-marktschokken vorig

jaar. Zowel in de VS als Europa zijn centrale banken ingestapt, door het aankopen van schuldpapier waar geldmarktfondsen in beleggen, om een liquiditeitstekort te voorkomen.

**Gezien het risico van geldmarktfondsen in tijden van stress, wordt momenteel in diverse internationale gremia nagedacht over beleid om het systeemrisico van geldmarktfondsen te verkleinen.** Geldmarktfondsen in het eurogebied bezitten in totaal ongeveer EUR 1.440 mrd aan activa. Zij zijn gevestigd in enkele landen, met name Ierland, Luxemburg en Frankrijk. Slecht 10 geldmarktfondsen opereren onder een Nederlandse vergunning en zij beheren gezamenlijk slecht EUR 290 mln (0,02% van totale in eurogebied). Voor Nederlandse pensioenbeleggers zijn de Europese geldmarktfondsen echter een belangrijk onderdeel van het liquiditeitsmanagement.

#### 5.7 Nieuwe toezichtsvraagstukken

**Internationaal speelt de vraag of additionele macroprudentiële instrumenten nodig zijn om te voorkomen dat risico's van beleggingsfondsen leiden tot systeemrisico.** Zulke instrumenten zijn vooral bekend uit het bancaire toezicht, waarbij toezichthouders bijvoorbeeld een tijdelijk hogere kapitaalbuffer kunnen opleggen als systeemrisico's toenemen. Ook voor beleggingsfondsen bestaan reeds enkele macroprudentiële instrumenten. Zo kunnen toezichthouders de hefboomfinanciering maximeren of fondsen sluiten. Het is de vraag of dit voldoende is. In de optiek van de AFM biedt het huidige toezichtkader al veel waarborgen om systeemrisico's tegen te gaan. Daarbij is het in de eerste plaats aan fondsmanagers zelfs om instrumenten in te zetten om zo fondsen door volatiele marktomstandigheden te loodsen. Dit neemt niet weg dat de AFM voldoende redenen ziet om te onderzoeken of additionele macroprudentiële instrumenten nodig zijn die toezichthouders kunnen inzetten, bijvoorbeeld gericht op liquiditeitsrisico's.

**Binnen de vermogensbeheersector speelt duurzaam beleggen een steeds grotere rol.** In maart van dit jaar is de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) van kracht geworden. De SFDR verplicht vermogensbeheerders om in productinformatie transparant te zijn over de duurzaamheidskenmerken van hun financiële producten. Daarbij gaat het bijvoorbeeld om financiële producten die ecologische of sociale kenmerken promoten of die duurzaam beleggen ten doel hebben. Op deze wijze draagt de sector eraan bij dat beleggers weten op welke wijze ze via hun investeringen klimaat- en andere duurzaamheidsrisico's kunnen beperken. Vanwege het hoge eigen vermogen zijn fondsen minder gevoelig voor financiële risico's die samenhangen met duurzaamheid, zoals een waardedaling van activa gerelateerd aan de fossiele industrie. De AFM zal er op toezien dat fondsbeheerders voldoen aan de SFDR.

**Ook zal de AFM nagaan in hoeverre de transitie naar een nieuw pensioenstelsel leidt tot structurele veranderingen in de vermogensbeheersector.** Hierbij hangt nog veel af van de verdere invulling van het stelsel en de risico's die deelnemers willen en kunnen dragen. Mogelijk ontstaat een prikkel om meer te investeren in illiquide effecten, zoals vastgoed en niet-beursgenoteerde aandelen en obligaties. Ook zal de renteafdekking door pensioenfondsen wellicht veranderen, al spelen hierbij tegengestelde krachten. Zo lopen jongeren in principe meer renterisico dan ouderen, maar kunnen ze ook meer risico dragen. Daarom is niet eenvoudig vast te stellen of afdekking hiervan de juiste strategie is. De AFM zal er op toezien dat vermogensbeheerders hun veranderde pensioenportefeuille op professionele wijze beheren.

## 6. Risico's voor klanten van financiële instellingen

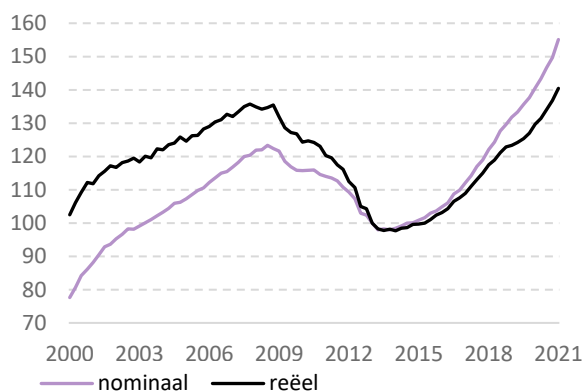
*De lage rente en de effecten van de COVID-crisis raken ook huishoudens en het MKB. Voor huishoudens ontstaan prikkels tot risicovoller gedrag op de huizenmarkt en bij het beleggen van spaargeld. Daarnaast worden zij geconfronteerd met een wijziging van het pensioenstelsel en met tegenvallers bij sommige rentegevoelige verzekeringsproducten. Binnen het MKB zijn veel bedrijven zwaar getroffen door de COVID-crisis en speelt het risico dat schulden hoog oplopen en zij zich wenden tot dure financieringsbronnen.*

### 6.1 Krapte op de woningmarkt leidt tot stijgende prijzen

**De prijsstijging op de Nederlandse woningmarkt worden veroorzaakt door toename van de vraag bij stagnerend aanbod en de lage rente.** Tijdens de COVID-crisis zijn huizenprijzen blijven stijgen, zie figuur 12. Oorzaak is onder meer de schaarste aan woningen door bevolkingsgroei en afname van de huishoudomvang, zie figuur 13. Volgens schattingen van onderzoeksbureau ABF Research kent Nederland momenteel een woningtekort van circa 300.000 woningen. Dit tekort zal naar verwachting de komende tijd verder oplopen, al is deze projectie met onzekerheden omgeven. Het PBL schat dat er de komende tien jaar tussen de 266.000 en 688.00 huishoudens bij komen. Daarmee neemt de vraag ook komende jaren toe. Daarnaast speelt vooral de lagere rente een rol. Hierdoor kunnen huishoudens en beleggers hogere hypothecaire leningen afsluiten, wat de prijzen opdrijft. Wel zijn door de COVID-crisis voor het eerst in de vijf grote steden de vrijesectorhuren gedaald. Oorzaak was vooral het wegblijven van expats.

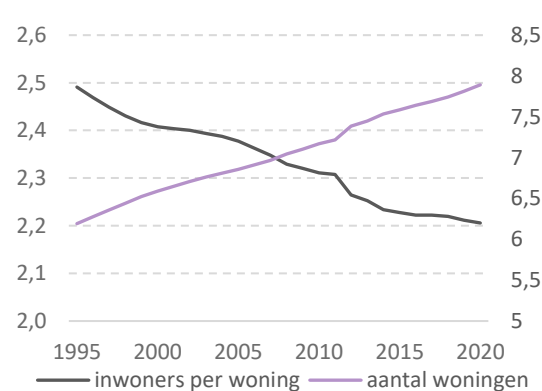
*Figuur 12, huizenprijzen stijgen*

ontwikkeling huizenprijzen NL, index 2013 = 100



*Figuur 13, de vraag woningen stijgt*

huishouden per woning (L-as) en aantal woningen (R-as)



**Gevolg van de hogere huizenprijzen is dat bepaalde groepen huishoudens moeilijker een geschikte woning kunnen vinden.** Huishoudens met een eigen woning hebben door de gedaalde rente de afgelopen jaren de woninglasten zien dalen. Voor starters en middeninkomens is het echter heel moeilijk geworden om een betaalbare woning te vinden. Zij hebben vaak een te hoog inkomen voor een sociale huurwoning, maar onvoldoende middelen voor een koopwoning. Deze groepen zijn daarom veelal aangewezen op de vrije huursector. Terwijl kopers profiteren van renteaftrek en sociale huurwoningen impliciete subsidies kennen, is de vrije huursector niet gesubsidieerd. Daardoor is deze sector relatief duur en klein, al groeit de sector de afgelopen jaren wel enigszins (met 43.000 in 2020).

**Om te voorkomen dat huishoudens in de huidige omstandigheden zich te diep in de schulden steken is het belangrijk om leennormen goed te handhaven.** Nederland kent twee leennormen.

Zo mag sinds 2018 een hypotheek niet hoger zijn dan de woningwaarde. Daarnaast wordt jaarlijks door het kabinet vastgesteld wat de maximale woonquote is bij een gegeven inkomen. Dit gebeurt op basis van een advies van het Nibud, waarbij een flink aantal factoren in ogenschouw wordt genomen, waaronder gezinssamenstelling, rente en partnerinkomen. Vergeleken met andere landen zijn de Nederlandse leennormen ruimhartig. Zo zijn er maar weinig landen waar een LTV van 100 procent geldt. Bovendien is belangrijk dat leennormen sluitend zijn. Momenteel kunnen ze op punten worden omzeild, bijvoorbeeld door studieleningen niet op te geven bij het aangaan van een hypotheek of door consumptief krediet aan te gaan nadat de hypotheek is verstrekt.

**Op macroniveau begrenzen leennormen de vraag naar koopwoningen, al blijft via substitutie naar huurwoningen vraag naar huizen bestaan met als gevolg alsnog een opwaarts prijseffect.**

Leennormen maximeren het totale bedrag dat huiseigenaren kunnen uitgeven aan woningen. Dit heeft op zichzelf een dempend effect op huizenprijzen. Daarom worden deze normen internationaal gezien als belangrijk macroprudentieel instrument om overwaardering en huizenprijzubbels te voorkomen. Tegelijkertijd bestaat een substitutie-effect tussen koop- en huurwoningen, wat in Nederland vooral in de grote steden te zien is. Substitutie treedt op als beleggingswaarde van een huis hoger is dan de eigen woningwaarde. Dan loont het voor beleggers om huizen te kopen, die voorheen door de eigenaren werden bewoond, en daar huurwoningen van te maken. Via dit mechanisme zorgt extra vraag naar woningen in de vrije huursector ervoor dat deze sector groter wordt. Een positief aspect hiervan is dat zo extra huurwoningen ontstaan voor huishoudens waarvan het inkomen onvoldoende is om verantwoord een huis te kopen. Wel zorgt de vraag die huurders via beleggers uitoefenen op de woningmarkt nog steeds voor prijsdruk.

**Een meer evenwichtige woningmarkt op termijn vereist structurele oplossingen, waaronder extra bouwen en het verminderen van overheidssubsidies.** Om ervoor te zorgen dat de woningmarkt zich de komende tijd evenwichtiger ontwikkelt dienen voldoende extra woningen te worden gebouwd. De Nederlandse bevolking zal de komende jaren blijven toenemen en huishoudens zullen in omvang afnemen, zodat de vraag naar woningen stijgt. Daarnaast draagt een minder uitzonderlijke fiscale behandeling van de eigen woning, inclusief afbouw van de hypotheekrenteaftrek bij aan een meer evenwichtige ontwikkeling. Dit verlaagt de druk op huizenprijzen en draagt bij aan een evenwichtiger afweging tussen huur en koop, waardoor de huursector naar verwachting zal groeien en huren minder snel zullen stijgen.

**In de optiek van de AFM is vooral van belang dat de structureel krappe situatie op de woningmarkt er niet toe leidt dat huishoudens te hoge schulden aangaan.** Ook in economisch mindere tijden moeten schulden betaalbaar blijven. Daarom is van belang dat huiseigenaren niet meer dan 50 procent van de woning aflossingsvrij kunnen financieren, zoals momenteel gangbaar is. Dit voorkomt dat eigenaren snel onder water staan bij een huizenprijsdaling. Daarnaast dienen leennormen te worden gehandhaafd. Er zijn aanwijzingen dat deze momenteel soms worden omzeild, bijvoorbeeld doordat koopstarters hun studieschuld verzwijgen bij de hypotheekaanvraag. Hoewel het wettelijk verplicht is de studieschuld hierbij mee te nemen, is dit in de praktijk lastig te verifiëren. Daarom pleit de AFM voor het opnemen van studieschulden in het BKR-kredietregister.

#### 6.2 Toegenomen beleggingsdrift onder Nederlandse huishoudens

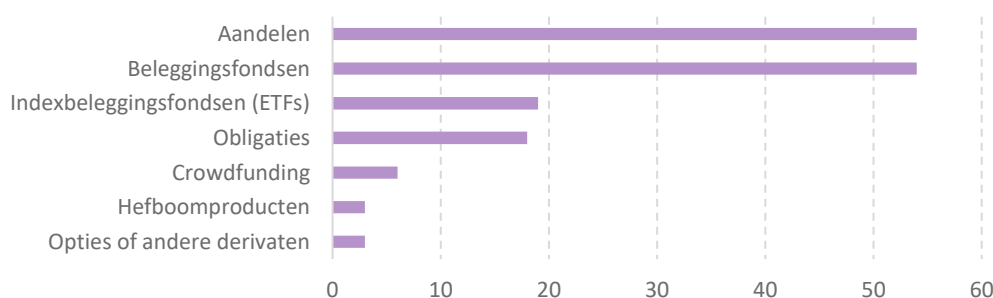
**Mede door de lage rente en extra spaargeld vanwege COVID-beperkingen, is het aantal beleggende Nederlanders het afgelopen jaar met 11 procent gestegen.** AFM-onderzoek laat zien dat er in 2020 160.000 vaak jonge beleggers bijkwamen, waardoor momenteel 1,6 miljoen

Nederlanders beleggen. Voor twee derde van de startende beleggers was de behoefte aan een hoger rendement de belangrijkste reden om te gaan beleggen. De lage spaarrente heeft mensen dus gestimuleerd. Vier op de tien startende beleggers geeft aan dat zij dit al langer van plan waren, maar een geschikt instapmoment zochten. De coronacrisis lijkt een rol te hebben gespeeld. De koersdalingen in maart 2020 creëerde in de optiek van beleggers het goede instapmoment en spaargelden namen toe door sluiting van delen van de economie. Het merendeel van de beginnende beleggers (60%) kiest voor zelfstandig beleggen (*execution only*), dus zonder advies van een bank of vermogensbeheerder.

**Kijkend naar de portefeuille blijkt dat aandelen en beleggingsfondsen veruit de populairste producten zijn (ruim 50% beide), zie figuur 14.** Daarnaast is er een gestage stijging van indexbeleggingsfondsen (ETFs) de afgelopen jaren (van 8% in 2016 naar 19% in 2020). Onder startende beleggers is indexbeleggen populairder dan onder beleggers die al langer beleggen (34% beginnende beleggers heeft ETF's versus 14% van ervaren beleggers). Indexbeleggen groeit mondiaal en daardoor ontstaan risico's voor de financiële stabiliteit. Zo was afgelopen jaar veel aandacht voor het waarderingsrisico van ETFs dat zich voor leek te doen tijdens de COVID-marktschokken van maart 2020. AFM-analyse wijst er echter op dat waardeverschillen verklaard kunnen worden door afgenomen liquiditeit in onderliggende markten en dus niet wijzen op het slecht functioneren van indexfondsen zelf.

**De opkomst van gebruiksvriendelijke beleggingsapps speelt een rol bij de aantrekkingskracht van beleggen voor jongeren en dat heeft een keerzijde.** Uit de enquête blijkt dat jongeren beleggen aantrekkelijk vinden vanwege apps die het eenvoudig maken om te beleggen. Keerzijde hiervan is dat sommige aanbieders via deze voortdurend beschikbare apps beleggers proberen te verleiden veel transacties te doen of veel risico te nemen, door dit op het eerste gezicht aantrekkelijk te maken, "gamification". Dit is niet in het belang van veelal onervaren beleggers. Daarnaast baren grensoverschrijdende aanbieders de AFM zorgen. In Nederland zijn buitenlandse partijen actief onder een EU-paspoort met agressieve verkoopmethoden en misleidende reclame. Omdat ze niet onder AFM-vergunningen opereren, is het lastig voor de AFM deze praktijken aan te pakken.

*Figuur 14, beleggingsproducten in portefeuille in 2020*  
in percentages, meerdere antwoorden mogelijk



**Ook Nederlandse beleggers waren betrokken bij de Gamestop-casus die eind januari speelde.** Op het internetbeleggingsforum *WallStreetBets* riepen retailbeleggers elkaar op om aandelen GameStop te kopen om zo grote hedgefondsen uit de markt te drukken die een *short*-positie op het aandeel van de computerspellenketen hadden ingenomen. Deze opzet slaagde, in de zin dat het aandeel inderdaad een koerssprong maakte en sommige hedgefondsen met grote verliezen te kampen hadden. De sterke koersschokken in het aandeel GameStop die volgden leidden echter ook

tot verliezen van kleine beleggers die laat instapten en tot hoge margeverplichtingen bij kleine beleggers die in derivaten handelden. In reactie op deze marktvolatiliteit hebben Nederlandse beleggingsondernemingen die de handel in aandelen en opties GameStop aanbieden maatregelen genomen. Sommigen van hen hebben de handel in opties tijdelijk stilgelegd. De koop en verkoop van aandelen GameStop was voor het overgrote deel van de beleggers bij Nederlandse beleggingsondernemingen doorlopend mogelijk. In Nederland hebben zo'n 30.000 beleggers, met een gemiddelde leeftijd van eenendertig jaar voor een mediane inleg van USD 745 aan aandelen Gamestop gekocht.

**Een ontwikkeling die eveneens kenmerken heeft van speculatief beleggingsgedrag is de handel in crypto's.** Bitcoin en andere crypto's zijn (opnieuw) in opkomst als speculatieve belegging onder Nederlandse particulieren. Omdat momenteel het totaal ingelegde vermogen nog relatief klein is, zijn er vooralsnog geen stabiliteitsrisico's. Maar diverse gremia volgen de groei van crypto's op de voet, waaronder de Financial Stability Board. Risico's die wel zorgen baren zijn het speculatieve karakter van de beleggingen, de niet integere marktpraktijken zoals *pump and dump schemes*, fraude en witwaspraktijken. Deze risico's zijn door de AFM en DNB in het adviesrapport van 2018<sup>4</sup> reeds gesignaleerd. Inmiddels zijn er stappen gezet om bepaalde risico's te adresseren, bijvoorbeeld door aanpassingen in EU-witwasrichtlijnen. Daarnaast wordt op Europees-niveau gewerkt aan regelgeving voor markten in cryptoactiva, zodat crypto-uitgiften en dienstverlening gereguleerd worden.

**In de optiek van de AFM is het als positieve ontwikkeling te zien dat steeds meer huishoudens een deel van hun geld beleggen, mits zij dat op verstandige manier doen.** Beleggen biedt particulieren de mogelijkheid om rendement te maken op hun spaargeld. Daarnaast draagt het bij aan bekendheid met financiële markten, wat nuttig kan zijn, bijvoorbeeld in de context van het nieuwe pensioenstelsel dat risico's explicieter bij deelnemers legt. Wel is belangrijk dat particulieren niet meer risico nemen dan ze kunnen dragen. Zo past het niet om te veel risico te nemen met vermogen dat binnenkort nodig is, bijvoorbeeld om te studeren. Ook is beleggen met geleend geld af te raden. Maar voor spaargeld dat niet direct nodig is biedt beleggen kansen, waarbij het natuurlijk verstandig is om risico's te spreiden. Nieuw aan de huidige beleggingshause is de grote invloed van sociale media, waarbij via chatrooms en influencers (e.g. rapper boef) jonge beleggers worden aangesproken om mee te doen. Beleggers moeten er alert op zijn zich niet te laten meeslepen door zulke influencers en dienen hun eigen afwegingen maken.

**Belangrijk is ook dat dienstverleners de belangen van beleggers voor ogen hebben.** Voor alle beleggers, maar vooral voor startende beleggers zonder veel kennis of ervaring, is van belang dat de producten en dienstverlening die zij afnemen doen wat zij mogen verwachten en hen helpt om hun doelen te bereiken. De AFM zal komende tijd extra aandacht voor hebben voor de rol van aanbieders.

**Uit AFM-analyse van de handelsbeperkende maatregelen door beleggingsondernemingen rond GameStop blijkt dat zij binnen hun bevoegdheden hebben gehandeld al is meer transparantie richting beleggers wenselijk.** Als een beleggingsonderneming beperkende maatregelen treft moet deze belangen tegen elkaar afwegen. Zo betekent een beperking op nieuwe optieposities dat beleggers die al aandelen bezitten zich niet met een optie-aankoop kunnen verzekeren tegen een

---

<sup>4</sup> <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2019/jan/adviesrapport-crypto>

koersdaling. Tegelijkertijd worden beleggers zo wel behoed voor beslissingen waarvan de consequenties, gelet op de marktonrust, moeilijk te overzien zijn. De maatregelen die beleggingsondernemingen tijdens de GameStop-casus hebben genomen passen binnen hun bevoegdheden. Wel vindt de AFM dat zij vooraf helderder kunnen communiceren dat zulke maatregelen mogelijk zijn, zodat beleggers hier rekening mee kunnen houden.

#### 6.2 De transitie naar een nieuw pensioenstelsel gaat gepaard met risico's

**Als gevolg van het pensioenakkoord dat in juni 2019 is gesloten zal naar verwachting per 2027 de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel zijn afgerond.** De kern van de verandering is dat niet langer sprake is van aanspraken, maar dat de ingelegde premie en beleggingen ervan leidend zullen zijn. Hierdoor komen risico's expliciet bij pensioendeelnemers te liggen. Elementen van het huidige stelsel die worden behouden zijn onder meer de verplichtstelling en het collectief delen van het langlevensrisico. Andere onderdelen komen te vervallen, zoals het FTK, de dekkingsgraad en de doorsneesystematiek. De AFM ondersteunt het wetsvoorstel dat nu voorligt en dat beoogt pensioenen transparanter en persoonlijker te maken en beter te laten aansluiten bij de maatschappelijke ontwikkelingen en de arbeidsmarkt.

#### **De transitie naar het nieuwe stelsel bestaat uit een aantal stappen en is een majeure operatie.**

De huidige aanspraken van deelnemers moeten worden vertaald naar een persoonlijk gereserveerd vermogen. Afhankelijk van de contractkeuze zal ook een solidariteitsreserve (collectieve buffer) moeten worden gevuld. Vervolgens dient het bedrag van de persoonlijke pot te worden vertaald naar een verwacht pensioen en twee risicoscenario's daar omheen, op basis van een beleggingsstrategie die past bij de deelnemer. Bij de transitie spelen verschillende factoren een rol, zoals de leeftijd van een deelnemer en opbouwjaren, het risicoprofiel van belegging, de verdeling van eventuele dekkingstekorten en verwachtingen over rente en risicopremies in de toekomst. Daarmee is de transitie een complexe operatie. Aangezien hier miljoenen deelnemers en EUR 1.700 mrd aan vermogen mee gemoeid is, is het goed verlopen ervan van belang voor de financiële stabiliteit.

#### **De AFM ziet verschillende risico's bij de pensioentransitie en verdere invulling van het pensioenstelsel.**

Als gedragstoezichthouder beziet de AFM vooral of het pensioenstelsel aansluit bij de wensen en mogelijkheden van deelnemers. Tegen die achtergrond vraagt de AFM aandacht voor een aantal zaken die samenhangen met de transitie en invulling van het stelsel. Ten eerste moeten pensioenregelingen aansluiten bij de risico's die deelnemers kunnen en willen dragen. Uit AFM-onderzoek (bij variabele pensioenregelingen) blijkt dat pensioenenuitkeringen met hoog risico soms aantrekkelijk lijken aangezien dan een hoger verwacht rendement kan worden weerspiegeld. Omdat dit ertoe kan leiden dat gepensioneerden meer risico lopen dan wenselijk is, pleit de AFM voor wettelijke waarborgen die ervoor zorgen dat de regeling aansluit bij de deelnemerspopulatie. Ten tweede is van belang dat pensioenuitvoerders hun administratie op orde hebben, voordat de transitie kan worden ingezet. Uit AFM-analyses blijkt dat sommige fondsen op dit punt nog stappen moeten zetten. Ten derde is het voor het vertrouwen in het pensioenstelsel van belang dat er voldoende aandacht is voor de uitlegbaarheid van het stelsel. Als deelnemers begrijpen hoe het stelsel werkt neemt het vertrouwen erin toe. Daarom dienen pensioenuitvoerders de regelingen niet te complex te maken en in heldere taal uit te leggen aan hun deelnemers.



#### 6.4 Druk op verdienmodellen verzekeraars

**Momenteel voldoen verzekeraars aan de solvabiliteitsvereisten (Solvency II), maar vooral de positie van uitvaart- en levensverzekeraars is kwetsbaar vanwege de langlopende of reële verplichtingen.** Hier liggen diverse factoren aan ten grondslag. Het is echter vooral de aanhoudend lage rente die de financiële positie en het traditionele bedrijfsmodel van verzekeraars onder druk zet. In gesprekken met de AFM geven verzekeraars aan dat de bewegingsruimte in de aanhoudende lage renteomgeving afneemt. De consument zal daar gevolgen van (gaan) ondervinden door bijvoorbeeld versoering van polisvoorwaarden. Of de consument ervaart een lagere winstbijschrijving bij winstdelende verzekeringen, hetgeen een consequentie is van de winstdelingssystematiek.

**Door druk op de verdienmodellen van verzekeraars bestaat het risico dat zij minder in het belang van de klant handelen.** Daarom heeft de AFM specifiek oog voor polishouders met producten die kwetsbaar zijn voor de aanhoudend lage renteomgeving<sup>5</sup>. Het verhogen van premies of verlagen van uitkeringen is helaas niet altijd uit te sluiten, maar dient op evenwichtige wijze te worden toegepast. Bovendien dienen verzekeraars zulke consequenties op een heldere wijze te communiceren aan hun klanten. De AFM zal ook de komende tijd in haar toezicht scherp zijn op zulke aanpassingen en de informatieverstrekking hierover.

#### 6.5 Alternatieve financieringsvormen MKB voorzien in behoefte, maar kennen ook risico's

**Veel Nederlandse midden- en kleinbedrijven zijn hard geraakt door de coronacrisis.** Door de contactbeperkingen en de afname van de internationale handel dalen de inkomsten van bedrijven. Juist in de zwaar getroffen sectoren, zoals de horeca en de persoonlijk verzorgingssector, gaat het daarbij vaak om kleine ondernemingen. Steunmaatregelen van de overheid, zoals de NOW-regeling en het uitstel van belastingen hebben bedrijven geholpen om de crisis door te komen. Opvallend is dat het aantal faillissementen in 2020 met 2.703 duidelijk lager was dan in voorgaande jaren, al zijn wel meer MKB-ers gestopt dan in 2019 (23%) buiten faillissement om. Bij veel ondernemers raken financiële middelen uitgeput. Daardoor en vanwege het idee dat de crisis tijdelijk is en dat betere tijden zullen volgen, zijn veel kleinere bedrijven op zoek gegaan naar financieringsmogelijkheden.

**Tegen deze achtergrond heeft de AFM onderzoek gedaan naar de markt voor alternatieve financiering.** Hoewel bancaire kredietverlening nog steeds het belangrijkste kanaal is voor MKB-financiering, valt op dat het uitstaand krediet al sinds 2012 afneemt. Tegelijkertijd nemen alternatieve financieringsvormen een vlucht. Vooral *equipment lease* en factoring kennen een snelle groei, maar ook alternatieven zoals crowdfunding en kortlopende (flits)kredieten zijn meer in gebruik. Deze financieringsvormen voorzien duidelijk in een behoefte. Wel bestaat het risico dat ondernemingen die financieel in zwaar weer zitten, en daarom niet bij een bank terecht kunnen, hun toevlucht nemen tot alternatieven als laatste redmiddel. Daarbij geldt dat kleine zelfstandigen vaak persoonlijk garant staan voor deze financieringsvormen. Mede vanwege deze link met persoonlijke schulden heeft de AFM deze markt onder de loep genomen, hoewel de AFM geen toezicht houdt op zakelijke kredietverlening. Ook speelt mee dat kleine ondernemers zich qua kennis van financiering vaak niet onderscheiden van consumenten.

---

<sup>5</sup> De AFM heeft een nadere verkenning gedaan naar de impact van de aanhoudend lage rente op pensioen- en verzekeringsproducten voor consumenten; zie <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2020/december/effect-lage-rente-pensioen-en-verzekeringsproducten>

**Uitkomst van de AFM-analyse is dat alternatieve financierskanalen duidelijk in een behoefte voorzien, maar dat risico's op de loer liggen vanwege hoge kosten en omdat kredietverstrekkers beperkt nagaan of ondernemers de schuldenlast kunnen dragen.** Uit onderzoek van de Radboud Universiteit bleek al dat de kosten van een kortlopend krediet (<3 maanden) van 5000 euro een gemiddeld rentepercentage kent van 126 procent op jaarbasis, met uitschieters naar 400 procent. Dit is fors hoger dan de 20 procent zoals afgesproken in de Gedragscode MKB-financiering en dit voorbeeld is excessief in de optiek van de AFM. Daarnaast blijkt dat kosten vaak ondoorzichtig zijn waardoor het moeilijk is vooraf een goede inschatting te maken. Ook hebben bepaalde partijen, zoals crowdfundingplatformen, meer baat bij het genereren van omzet dan bij een goede risicoanalyse aangezien risico's bij de financiers terechtkomen en niet bij de platformen zelf.

**Na een jaar coronacrisis is het de uitdaging om steunmaatregelen aan bedrijven in het juiste tempo af te bouwen.** Doel daarbij is om in de kern gezonde bedrijven op de juiste wijze te helpen. Eerder heeft de AFM er net als anderen op gewezen dat de oplossing van vandaag niet het probleem van morgen moet worden. De komende periode zal blijken dat een deel van bedrijven die steun heeft ontvangen het niet eigenstandig redt. Dat hoort in een goed werkende economie. Zo worden menskracht en middelen vrij gespeeld om elders aan te wenden. Voor de ondernemers zelf zal het een zware beslissing zijn om een bedrijf stop te zetten of zelfs failliet te laten verklaren. Juist daarom wijst de AFM op de risico's van alternatieve financiering. De verleiding kan groot zijn dit als laatste redmiddel te zien, maar dat kan problemen juist vergroten, zeker als een ondernemer persoonlijk garant staat. Daarom is het voor MKB-ers in financiële problemen belangrijk om op tijd na te gaan of stoppen niet de betere optie is, al zal dat een moeilijke beslissing zijn.

Autoriteit Financiële Markten  
T 020 797 2000 | F 020 797 3800  
Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam  
[www.afm.nl](http://www.afm.nl)

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