



Duurzame beleggers in kaart

Onderzoek naar doelstellingen en verwachtingen van duurzame retailbeleggers



Lees verder



Inhoud

01	Introductie	3
02	Inzichten uit eerder onderzoek	5
	2.1 Het belang en de uitdagingen van impact	5
	2.2 Uitdagingen in het keuzeprocés van duurzame beleggers	7
03	Over het onderzoek	9
04	Onderzoeksresultaten	10
	4.1 Wat is de motivatie van duurzame beleggers?	10
	4.2 Hoe informeren duurzame beleggers zich voordat zij kiezen?	10
	4.3 Waar kiezen duurzame beleggers voor?	11
05	Conclusie en discussie	15
	Bijlage 1 Literatuur	17
	Bijlage 2 Vragenlijst	18





01 Introductie



De AFM heeft onderzoek gedaan om meer inzicht te krijgen in de verwachtingen, doelstellingen en het keuzeproces van Nederlandse duurzame beleggers. Met een representatief vragenlijstonderzoek onder 510 duurzame retailbeleggers hebben we zowel hun doelstellingen bij duurzaam beleggen uitgevraagd, als hun verwachtingen bij producten die als duurzaam zijn aangemerkt. Bovendien hebben we in kaart gebracht hoe beleggers zich informeren over de duurzaamheid van hun investeringen en of de randvoorwaarden aanwezig zijn om keuzes te maken die passen bij hun doelstellingen. De resultaten van dit onderzoek geven een beeld van het risico op een verschil tussen de invulling van duurzaamheid door aanbieders en de verwachtingen van duurzame beleggers in de praktijk.

Uit een eerdere AFM-verkenning blijkt dat fondsaanbieders het begrip 'duurzaamheid' op veel verschillende manieren invullen. Hierdoor ontstaat het risico dat duurzame beleggingen niet aansluiten bij de verwachtingen en doelstellingen van beleggers.¹ Beleggers hebben daarbij niet altijd inzicht in waarom fondsaanbieders voor een bepaalde beleggingsstrategie hebben gekozen. Bovendien is het onderscheid met niet-duurzame producten soms lastig te zien op basis van de samenstelling van een fonds. Als niet duidelijk is welke doelstellingen duurzame beleggingsproducten hebben en hoe bepaalde financiële producten deze doelen nastreven, maakt dit het voor consumenten moeilijk om passende producten te kiezen.

Er zijn bovendien aanwijzingen dat het proces om tot een besluit te komen bij beleggers niet optimaal verloopt. Niet alleen de fondsstrategieën, maar ook de motivaties van beleggers verschillen. Zo worden financiële overwegingen, de wens om de wereld beter te maken ('impact' te maken) en de wens om niet te beleggen in ondernemingen die conflicteren met de ethische voorkeuren van beleggers genoemd als motivaties om duurzaam te beleggen. Internationaal onderzoek toont bovendien aan dat consumenten vaak te weinig kennis hebben, en dat gedragspsychologische effecten ertoe leiden dat zij informatie beperkt gebruiken. Dit kan consumenten belemmeren bij het maken een keuze die past bij hun motivatie. De in sommige gevallen verwarrende productinformatie die aanbieders verstrekken, versterken deze problemen.²

Beleggingsondernemingen moeten ervoor zorgen dat de producten die zij aanbieden aansluiten bij de duurzaamheidsvoorkeuren en doelstellingen van de consument. Beleggingsondernemingen hebben de zorgplicht dat de producten die zij in het advies- en beheerkanaal aanbevelen geschikt zijn voor beleggers (artikel 4:23, eerste lid, Wet op het financieel toezicht). Vanaf 2 augustus 2022 moeten beleggingsondernemingen voor de bepaling van de beleggingsdoelstellingen ook informatie inwinnen over de duurzaamheidsvoorkeuren van beleggers (artikel 54 Gedelegeerde Verordening (EU) 2017/565). Zij moeten daarbij greenwashing (producten die hun duurzaamheidsclaims niet waarmaken) tegengaan. Daarnaast hebben beleggingsondernemingen de verplichting om ervoor zorgen dat de producten die zij aanbieden of distribueren aansluiten bij de doelstellingen van de doelgroep. Vanaf 22 november 2022 moeten de duurzaamheidsdoelstelling worden meegenomen bij het bepalen van de doelstellingen van de doelgroep (artikel 32b Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft). Beleggingsondernemingen moeten borgen dat producten niet buiten de doelgroep worden verkocht. De AFM houdt hier toezicht op.

¹ 'Duurzaam retailbeleggen vereist het nodige huiswerk', AFM, 2022

² 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2^o Investing Initiative, 2020



Dit nieuwe AFM-onderzoek draagt bij aan de lopende beleidsdiscussies over duurzaam beleggen. Het is voor de AFM belangrijk om te weten hoe de markt voor duurzaam beleggen functioneert, en waar eventuele problemen zich voordoen. De AFM weegt dit nieuwe onderzoek dan ook mee in de toezichtaanpak voor de markt voor duurzaam beleggen. Daarnaast draagt het onderzoek bij aan de discussies over wetgeving over duurzaamheidsclaims en andere duurzaamheidsgerelateerde informatieverstrekking, die deels nog in ontwikkeling is.





02 Inzichten uit eerder onderzoek

2.1 Het belang en de uitdagingen van impact

Uit eerder internationaal onderzoek naar de verwachtingen van duurzame beleggers blijkt dat de onderliggende motivaties van beleggers sterk verschillen.

Uit verschillende studies blijkt dat een groot deel van de beleggers interesse heeft in financiële producten die rekening houden met duurzaamheidsaspecten. Onderzoek op buitenlandse markten laat zien dat 65%-85% van de beleggers interesse heeft in duurzaam beleggen.³ De literatuur onderscheidt drie motivaties om duurzaam te beleggen:⁴

- **Impact.** Beleggers willen een positieve duurzame verandering teweegbrengen met hun belegging. Van belang hierbij is de 'additionaliteit' van de belegging (zie Box 1).
- **Ethisch.** Beleggers willen beleggen in ondernemingen die in lijn zijn met hun persoonlijke normen en waarden, ook wel 'value-alignment' genoemd.
- **Rendement.** Beleggers zien duurzaamheid als een manier om te komen tot een betere risico/rendement-verhouding.

Impact maken is doorgaans een belangrijke motivatie voor duurzame beleggers.

Welke van de bovengenoemde motivaties het belangrijkste is, verschilt per markt en per studie. Uit een onderzoek onder Franse en Duitse beleggers in 2019 kwam naar voren dat impact maken de belangrijkste reden is om duurzaam te beleggen.⁵ In een groter onderzoek in diverse Europese landen, uitgevoerd in 2021, kwam naar voren dat 46% van de consumenten (in deze studie niet alleen beleggers) impact maken belangrijk vindt. Dat is minder dan de andere motivaties in deze studie (60% voor in lijn brengen met normen en waarden en 68% voor maximaliseren van rendement), maar nog steeds substantieel.⁶ Een gemene deler is dat impact een belangrijke, en

in sommige studies de belangrijkste, reden is dat beleggers kiezen voor duurzaam beleggen. Dit blijkt ook uit een recent onderzoek onder Nederlandse deelnemers van een pensioenfonds, waarbij een grote meerderheid desgevraagd wil dat het pensioenfonds duurzaamheidsdoelen nastreeft door middel van een engagement-strategie waar er gebruik wordt gemaakt van directe beïnvloeding op bijvoorbeeld een aandeelhoudersvergadering. Deelnemers zijn daarbij ook bereid om rendement op te geven.⁷

Er is relatief weinig aanbod van duurzame beleggingen met impact als doelstelling, en het is vaak niet duidelijk of deze beleggingen daadwerkelijk impact maken.

Eerder onderzoek van de AFM laat zien dat duurzame beleggingsproducten niet per definitie impact als doelstelling hebben.⁸ Een dominante strategie is om vervuilde ondernemingen uit te sluiten of enkel het type onderneming vast te leggen dat in aanmerking komt voor het fonds (bijvoorbeeld ondernemingen met een hoge ESG-score^{9,10}), in lijn met de ethische doelstelling. Het is bij deze strategie geen overweging of de beleggingen daadwerkelijk resulteren in verbeterd gedrag van de onderneming of een vergroting van het marktaandeel, die leiden tot een *additionele* duurzame uitkomst - en dus een verbetering op duurzaamheidsgebied (zie Box 1). Bovendien is de daadwerkelijke impact van de fondsen die impact wel als doel zegen te hebben ook niet altijd aangetoond.¹¹

³ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2° Investing Initiative, 2020
'What do your clients actually want?', 2° Investing Initiative, 2022

⁴ 'Guidance for assessing client sustainability preferences', 2° Investing Initiative, 2022

⁵ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2° Investing Initiative, 2020

⁶ 'What do your clients actually want?', 2° Investing Initiative, 2022

⁷ 'Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments', R. Bauer et al, 2021

⁸ 'Duurzaam retailbeleggen vereist het nodige huiswerk', AFM, 2022

⁹ ESG staat voor environment, social en governance en wordt vaak in dezelfde betekenis als 'duurzaam' gebruikt.

¹⁰ Daar komt bij dat onder andere de grote techbedrijven vaak een hoge ESG-score hebben (mede op basis van hun prestaties op social en governance gebied) en dus veel in duurzame fondsen zitten. Deze ondernemingen zitten echter ook in niet specifiek duurzame fondsen, waardoor duurzame fondsen op basis van deze strategie in de praktijk niet veel verschillen van de niet-duurzame fondsen (AFM, 2022). Dit beperkt de impact die deze strategie kan hebben via het kapitaalallocatiekanaal.

¹¹ 'The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim', L. Scheitza et al, 2022



Box 1. De impact van duurzaam beleggen

Impact: zorgen voor een verbetering die er anders niet was gekomen. Impact door duurzame investeringen betekent dat er door deze investeringen verbeteringen worden gegenereerd op duurzaamheidsvlak, die anders niet zouden plaatsvinden.¹² Deze 'additionaliteit' is de voorwaarde om te spreken over impact. Een duurzame obligatie maakt bijvoorbeeld niet per definitie impact. De opbrengst van een duurzame obligatie kan weliswaar worden besteed aan een windmolen, de vraag is of die windmolen er ook was gekomen zonder deze duurzame obligatie. Dezelfde additionaliteitsvraag speelt op fonds-niveau; er kan worden belegd in groene ondernemingen, maar de vraag is of dit veranderingen teweegbrengt die anders niet waren ontstaan. Zie voor een uitgebreidere bespreking van de impact van duurzaam beleggen de gelijktijdige publicatie in hoofdstuk 4 van Trendzicht.¹³

Duurzaam beleggen kan op drie manieren voor impact zorgen.

1. **Kapitaalallocatiekanaal.** Door kapitaalstromen te beïnvloeden. Als steeds meer beleggers duurzaam willen beleggen, stijgen de kapitaalkosten voor vervuilende bedrijven en dalen de kapitaalkosten voor groene bedrijven (en dus ook het rendement voor de duurzame belegger). Groene bedrijven kunnen daardoor meer investeren dan vervuilende bedrijven en winnen (relatief) marktaandeel.
2. **Engagementkanaal.** Door directe beïnvloeding van bedrijven, bijvoorbeeld door engagement en stemgedrag in aandeelhoudersvergaderingen, wordt de onderneming richting een duurzamere bedrijfsvoering bewogen.
3. **Door indirecte effecten.** Bijvoorbeeld als lage duurzaamheidsprestaties leiden tot negatieve reputatie-effecten en vervolgens de vraag naar het product beïnvloeden, of als werknemers liever niet voor bedrijven willen werken die slecht presteren op duurzaamheid. Deze indirecte effecten zijn lastiger aan te tonen. Zo is niet duidelijk of dit soort effecten komt door duurzame beleggers of door bredere maatschappelijke druk (consumenten, werknemers, etc.).

¹² 'Impact investments: a call for (re)orientation', T. Busch et al, 2021.

¹³ Trendzicht 2023

Er is bewijs voor een (bescheiden) effect van het verleggen van kapitaalstromen naar duurzame ondernemingen, voornamelijk bij kleinere, niet-beursgenoteerde bedrijven. Onderzoeksresultaten zijn niet eenduidig, maar verschillende onderzoeken tonen aan dat duurzame beleggingen eenzelfde of een lager rendement hebben dan niet-duurzame beleggingen.¹⁴ Een lager rendement is consistent met lagere financieringskosten voor duurzame ondernemingen.¹⁵ Onderzoeken tonen wel aan dat, gegeven het huidige beperkte vermogensaandeel van duurzame investeerders, het effect op kapitaal-kosten te klein is om echt een factor van belang te zijn.¹⁶ Het directe prijseffect van individuele retailbeleggers is hierbij te verwaarlozen, maar voor grote institutionele investeerders is dit anders.¹⁷ Op het moment dat het vermogensaandeel van duurzame beleggers toeneemt en banken en institutionele beleggers dezelfde druk uitoefenen, zal het effect op financieringskosten groter worden. Ook dan is er een grote verschuiving nodig naar duurzaam beleggen om tot een zichtbaar prijseffect te komen.¹⁸ Om het uiteindelijke positieve verduurzamingseffect te genereren door duurzame financiering via het kapitaalallocatiekanaal is het noodzakelijk dat het bedrijf door de lagere kapitaalkosten groeit en marktaandeel wint. Een bedrijf groeit alleen door goedkoper krediet als het afhankelijk is van externe financiering en beperkt toegang heeft tot alternatieve financieringsmogelijkheden. Het effect is dus het grootst als financiering een belemmerende factor is.¹⁹ Dat is met name het geval bij kleine, nieuwe bedrijven en bedrijven die opereren in minder volwassen kapitaalmarkten. Ook geldt dit vooral bij investeringen met een erg lange horizon of met grote staartrisico's. Het geldt in veel mindere mate bij beursgenoteerde bedrijven, waar retail-

¹⁴ 'Drawing Up the Bill: Does Sustainable Investment Affect Stock Returns Around the World?', R. Alvis et al, 2022. 'Impact investing', B. Barber et al, 2021. 'Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds', M. Baker et al, 2018. 'The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds', O.D. Zerbib, 2019. 'The price of sin: The effects of social norms on markets', H. Hong & M. Kacperczyk, 2009.

¹⁵ 'Dissecting green returns', L. Pastor et al, 2022. 'Do investors care about carbon risk?', P. Bolton & M. Kacperczyk, 2021.

¹⁶ 'The Impact of Impact Investing', J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021. 'Climate Impact Investing', T. de Angelis et al, 2022.

¹⁷ 'Unpacking the Impact in Impact Investing', P. Brest & K. Born, 2013.

¹⁸ 'The Impact of Impact Investing', J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

¹⁹ 'Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact', J.F. Kölbl et al, 2020. 'The Impact of Impact Investing', J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021. 'How Investors Can (and Can't) Create Social Value', P. Brest et al, 2018.



fondsen doorgaans op gericht zijn. Wel kunnen andere kredietverstrekkers, zoals banken, via eisen aan de kredietverstrekking een belangrijke aanjagende rol spelen bij de bedrijven die zij financieren en op die manier wellicht het effect via de kapitaalmarkt versterken. Hier spelen ook macro-economische omstandigheden een rol; als financiering duurder wordt, worden kapitaalkosten voor meer ondernemingen een belemmerende factor en wordt de impact van duurzame investeringen groter.

Het engagementkanaal kan succesvol zijn in het genereren van impact.

Directe beïnvloeding (engagement) houdt in dat investeerders in de rol van aandeelhouder de ondernemingen waar zij in beleggen vragen om hun gedrag te veranderen. Het engagementkanaal is vooral toegankelijk voor institutionele investeerders. Investeerders, zoals zij die verenigd zijn in de Climate Action 100+-groep, vragen bedrijven om hun gedrag te veranderen. Dit gebeurt zowel in direct gesprek met deze ondernemingen als via stemmingen op de algemene vergadering van aandeelhouders, bijvoorbeeld over bestuurdersbenoemingen, beloningsbeleid en specifieke duurzaamheidsvoorstellen. Anders dan het kapitaalallocatiekanaal richten investeerders zich hier op ondernemingen waar ze substantiële ruimte zien voor verbeteringen. Dit hoeven dus niet per definitie duurzame ondernemingen te zijn. Hier speelt ook het probleem van conflicterende ESG-doelen minder, aangezien er per onderwerp invloed kan worden uitgeoefend. Institutionele investeerders hebben met deze methode met succes ervoor gezorgd dat bedrijven zichzelf emissiedoelen zijn gaan stellen.²⁰ Bovendien heeft dit kanaal een veel lagere deelname nodig om succesvol te zijn dan het kapitaalallocatiekanaal.²¹ Er zijn wel enkele kanttekeningen bij de reële impact van directe beïnvloeding te plaatsen. De onderzochte effecten hebben betrekking op het stellen van duurzame doelen en het rapporteren daarover door ondernemingen. In het algemeen zijn de inspanningen en resultaten van engagement van individuele partijen, hoewel deze wel degelijk significant kunnen zijn, lastig aan te tonen en te beoordelen door beleggers.²²

²⁰ 'Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact', J.F. Köbel et al, 2020

'Which Institutional Investors Drive Corporate Sustainability?', M. Ceccarelli et al, 2022

²¹ 'The Impact of Impact Investing', J.B. Berk & J.H. Binsbergen, 2021

²² 'AFM pleit voor meer eenduidigheid en uitvoerbaarheid van internationale standaarden voor duurzaamheidsverslaggeving', AFM, 2022

2.2 Uitdagingen in het keuzeproces van duurzame beleggers

Consumenten zijn vaak slecht in staat om een passende keuze te maken. De focus van fondsaanbieders op de beleggingsstrategie in plaats van op beleggingsdoelstellingen zorgt voor verwarring bij consumenten. Mensen kunnen doel en middelen vaak niet goed van elkaar onderscheiden en veronderstellen dat de aankoop van een aandeel in een duurzame onderneming zich automatisch vertaalt in positieve milieueffecten.²³ Andere beperkingen zijn de beperkte financiële geletterdheid van veel consumenten, de geringe tijd en denkkraft die zij aan het onderwerp besteden en een gebrek aan vertrouwen in aanbieders. In een eerder onderzoek is op basis van enquêtes, interviews en focusgroepen een overzicht gemaakt van de belangrijkste verwarringsfactoren met betrekking tot duurzaam beleggen bij consumenten (zie Tabel 1).

Duurzaam beleggen is voor beleggers geen volledig rationeel proces. Onderzoek onder Nederlandse beleggers wijst uit dat duurzame beleggers ook reageren op onbewuste en emotionele processen en associaties bij het maken van hun keuze; mensen beleggen duurzaam voor 'het groene gevoel', en verdiepen zich niet altijd in hoe een belegging precies bijdraagt aan een positieve duurzame verandering.²⁴

²³ 'What do your clients actually want?', 2^o Investing Initiative, 2022

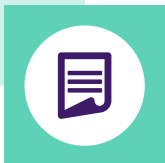
²⁴ 'Do Investors Care About Impact?', F. Heeb et al, 2022





Tabel 1. 7 verwarringsfactoren bij duurzaam beleggen (gebaseerd op figuur 7 uit [2 Degrees Investing Initiative, 2020](#))

	Verwarringsfactoren	Uitleg
Consumenten	1. Verwarring over impact van investeringsstrategieën vs. impact van activiteiten van de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd	Mensen verwarren het verwerven van financiële activa met nieuwe investeringen in de reële economie. Mensen veronderstellen dat de aankoop van een aandeel in een duurzame onderneming zich automatisch vertaalt in betere resultaten en dus milieueffecten heeft.
	2. Beperkte financiële geletterdheid	De meeste consumenten hebben geen achtergrondkennis en begrip van de basisconcepten die nodig zijn om verwachtingen en doelstellingen te formuleren. Deze situatie weerhoudt hen er ook van om vragen hierover te begrijpen, zoals in een survey of bij een doelstellingsuitvraag door de aanbieder
	3. Beperkte besteding van tijd en denkkracht aan het onderwerp	De meeste consumenten hebben nooit tijd besteed aan het nadenken over het onderwerp duurzaamheid en het verwoorden van hun verwachtingen.
	4. Gebrek aan vertrouwen in financiële tussenpersonen	Een groot deel van de consumenten vertrouwt de beweringen van financiële tussenpersonen niet en twijfelt over de oprechtheid van hun aanpak als het gaat om het leveren van milieuvoordelen. Dit sentiment wordt versterkt door een gebrek aan onderbouwing en resultaatmeting van milieueffectclaims vanuit fondsbeheerders. In sommige situaties kan dit overigens ook gunstig werken, omdat de consument zelf beter gaat kijken.
Aanbieders en adviseurs	5. Misleidende marketing claims	De meeste marketingconcepten die te maken hebben met 'duurzame producten' leggen de nadruk op een investeringstechniek (bijv. fossielvrij fonds, koolstofarm fonds, groenfonds) of op bredere overkoepelende termen (bijv. ESG) in plaats van het einddoel. Dit zorgt voor een vergroting van de verwarring over het verschil tussen het doel en de middelen en voorkomt dat de feitelijke doelstellingen die worden nagestreefd duidelijk worden voor de consument.
	6. Vragen over voorkeuren voor investeringstechnieken i.p.v. doelstellingen	Wanneer aanbieders of adviseurs vragen stellen over ESG-verwachtingen hebben ze de neiging om 'voorkeuren' voor bepaalde soorten producten (bijv. SRI, groene fondsen) uit te vragen in plaats van de nagestreefde doelstellingen en verwachte resultaten.
	7. Gebrek aan passende producten	Er worden weinig producten aangeboden die impact als doelstelling hebben, en bij de producten die dit wel aangeven te hebben, is het vaak twijfelachtig of ze dit wel kunnen bereiken.

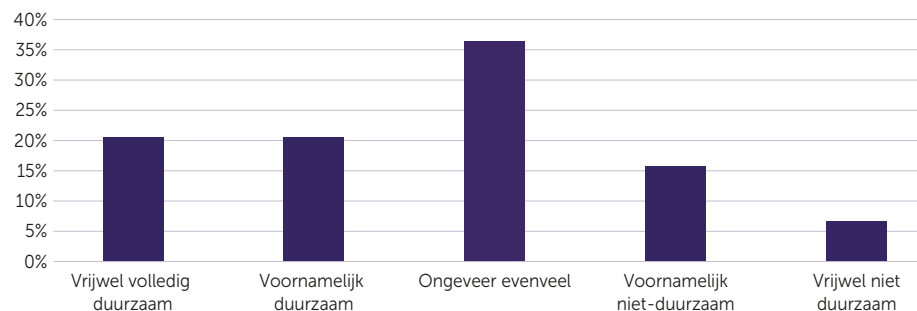


03 Over het onderzoek

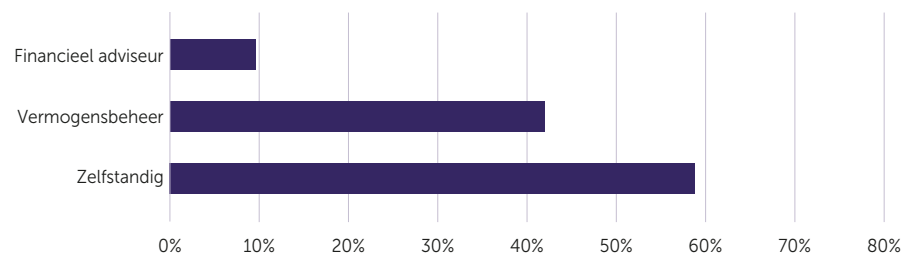
De resultaten in dit rapport zijn gebaseerd op marktonderzoek onder 510 Nederlandse retailbeleggers met duurzame beleggingen, dat in juni 2022 is uitgevoerd door Ipsos. De respondenten zijn geselecteerd uit een voor Nederland representatieve steekproef, op basis van een screeningsvraag waarin is gevraagd of en hoeveel duurzame beleggingen zij hebben.²⁵ Beleggers bepalen vervolgens zelf of zij aan de definitie van een duurzame belegger voldoen. Door middel van herweging kunnen we op basis van dit onderzoek representatieve uitspraken doen. Dit onderzoek heeft alleen betrekking op duurzame beleggers; er worden dus geen uitspraken gedaan over beleggers die bewust niet (meer) duurzaam beleggen. Vergelijkingen met niet-duurzame beleggers zijn beperkt mogelijk.

Uit de screeningsvraag van het onderzoek blijkt dat ongeveer 60% van de beleggers duurzaam belegt. Het gaat om beleggers die in ieder geval een deel van hun portefeuille, naar eigen zeggen, duurzaam beleggen. Twee derde van de duurzame beleggers belegt minimaal de helft van hun portefeuille duurzaam en 20% belegt zelfs vrijwel volledig duurzaam (Figuur 1). De meeste duurzame beleggers beleggen zelfstandig (59%), gevolgd door vermogensbeheer (42%) en beleggen met een financieel adviseur (10%; Figuur 2). De aantallen tellen niet op tot 100% omdat beleggers in meerdere kanalen kunnen beleggen.

Figuur 1. Hoeveelheid duurzame beleggingen



Figuur 2. Wijze van beleggen



De duurzame belegger is, net als alle beleggers, overwegend man en hoogopgeleid. Van de duurzame beleggers is 63,5% man. Daarnaast is 64,6% van de duurzame beleggers hoogopgeleid. De algemene karakteristieken van duurzame beleggers lijken daarmee grofweg hetzelfde te zijn als die van alle beleggers.²⁶

²⁵ De screeningsvraag is gesteld als: "Met duurzame beleggingen bedoelen we beleggingen waarmee u rekening houdt met een of meerdere duurzame (of ESG-)aspecten, zoals op het gebied van klimaat, milieu, sociaal (mensenrechten, armoedebestrijding) of governance"

²⁶ Als we de karakteristieken vergelijken met de AFM Consumentenmonitor Beleggen najaar 2021 (AFM, 2021), komt grofweg hetzelfde beeld naar voren. Het betreft hier verschillende steekproeven, met bovendien een jaar ertussen, dus de vergelijking is niet helemaal zuiver. Als we deze steekproeven toch naast elkaar leggen lijkt de duurzame belegger iets vaker vrouw, iets vaker hoger opgeleid, belegt minder vaak zelfstandig en is minder vaak een kleine belegger.

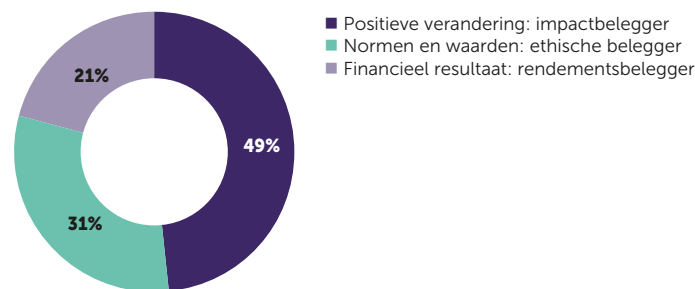


04 Onderzoekresultaten

4.1 Wat is de motivatie van duurzame beleggers?

Impact maken is de belangrijkste motivatie voor duurzame beleggers. Bijna de helft van de duurzame beleggers (49%) geeft aan dat het teweegbrengen van een positieve duurzame verandering het belangrijkste doel is voor duurzaam beleggen (impactbelegger: *"Ik wil dat mijn belegging bijdraagt aan een positieve duurzame verandering in de wereld, bijvoorbeeld dat er meer duurzame activiteiten worden uitgevoerd of dat schadelijke uitstoot wordt verminderd"*; Figuur 3). Dit hoge percentage is in lijn met de eerdergenoemde onderzoeksresultaten uit andere Europese landen. Deze belegger (hierna: 'impactbelegger') is vaker vrouw en vaker hoog opgeleid dan de gemiddelde duurzame belegger. Ongeveer 30% van de ondervraagden geeft aan dat het beleggen in lijn met hun persoonlijke normen en waarden de belangrijkste motivatie is, ook wel 'value-alignment' genoemd. (ethische belegger: *"Ik wil beleggen in ondernemingen die passen bij mijn normen en waarden, ongeacht de verandering die mijn belegging teweegbrengt"*). Tot slot geeft 20% van de duurzame beleggers aan dat zij betere financiële resultaten verwachten van duurzaam beleggen en dat zij met name daarom kiezen voor duurzaam beleggen (rendementsbelegger: *"Ik denk dat duurzame ondernemingen betere financiële resultaten (gaan) opleveren dan niet duurzame ondernemingen"*).

Figuur 3. Belangrijkste reden om duurzaam te beleggen



4.2 Hoe informeren duurzame beleggers zich voordat zij kiezen?

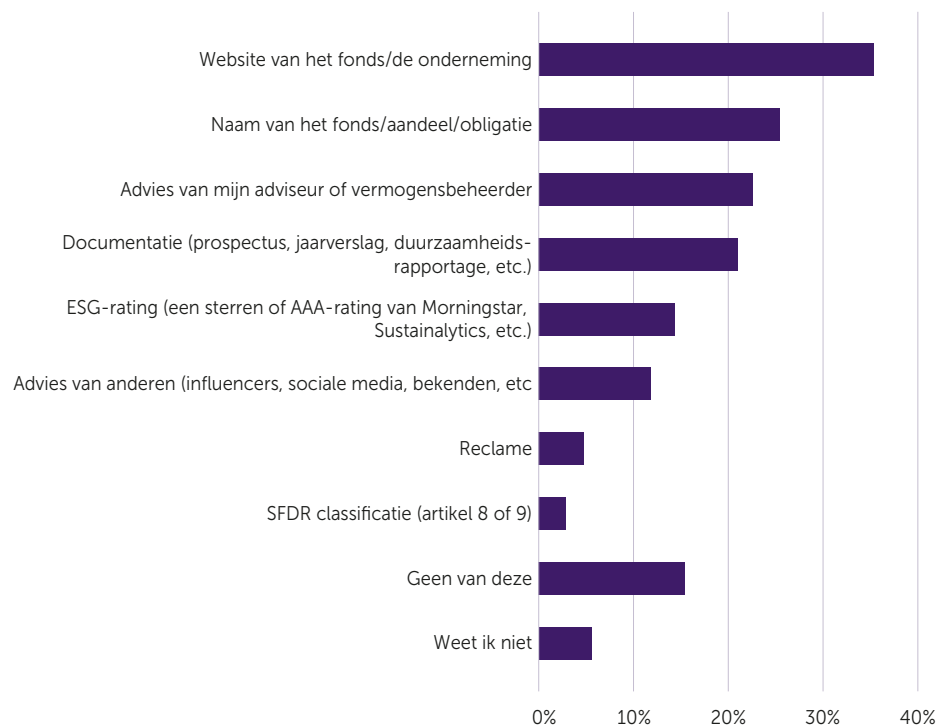
De website van het fonds en de naam van het fonds zijn de meest gebruikte bronnen van informatie voor het maken van een keuze. Respectievelijk 35% en 25% van de ondervraagden baseert de keuze voor een duurzame belegging op de website en de naam van een fonds (Figuur 4). Dit laat zien dat dergelijke eerste indrukken een belangrijke rol spelen bij de keuze voor een duurzaam fonds. Uit de eerdere verkenning bleek dat de website en fondsnaam ook voor aanbieders belangrijke uitingen zijn.²⁷ Voor beide bronnen geldt dat de aanbieder veel ruimte heeft in het ontwerp en inhoud van de informatie.

²⁷ 'Duurzaam retailbeleggen vereist het nodige huiswerk', AFM, 2022



Ook valt op dat duurzaamheidslabels en classificaties relatief weinig worden geraadpleegd. Slechts 15% van de duurzame beleggers zegt gebruik te maken van de ESG-rating van een fonds, en slechts 3% maakt gebruik van de SFDR-classificatie. Het is weliswaar wenselijk dat de SFDR-classificatie niet als label wordt gebruikt, omdat de SFDR-classificatie niet zo is bedoeld. Toch is dit resultaat opvallend, omdat steeds meer aanbieders deze classificatie prominent op de website plaatsen. Toenemend gebruik van deze ratings en classificaties door aanbieders kan niettemin betekenen dat in de toekomst ook meer beleggers hiervan gebruik maken.

Figuur 4. Gebruik van informatie



4.3 Waar kiezen duurzame beleggers voor?

4.3.1 Duurzame beleggers verkiezen beleggingen in duurzame ondernemingen boven impact via een engagementkanaal

Bij een concrete keuze tussen drie (fictieve) duurzame fondsen kiezen duurzame beleggers voornamelijk voor fondsen die bestaan uit duurzame of relatief duurzame ondernemingen, zelfs als de belegging geen nadere bijdrage levert aan het realiseren van de duurzaamheidsdoelen. We hebben respondenten een keuze voorgelegd uit drie fictieve fondsen. De bedoeling van het voorleggen van deze keuze is om de consistentie tussen de motivatie en de daadwerkelijke fondskeuze te testen, als de 'impact-' en 'ethische' motivaties expliciet uit elkaar worden gehaald. In het fictieve voorbeeld konden respondenten kiezen uit drie fondsen (zie Box 2 voor de daadwerkelijke vraagstelling)²⁸:

- Een fonds met niet-duurzame ondernemingen en een engagement strategie, die dankzij de belegging wel duurzamer worden en zo (additionele) impact genereren (zie ook Box 1).
- Een fonds met duurzame ondernemingen, waarbij de belegging *geen* bijdrage levert aan het verder uitbreiden van de duurzame activiteiten (geen impact, wel 'value-alignment').
- Een fonds met *relatief* duurzame ondernemingen (de duurzaamste ondernemingen uit ook niet-duurzame sectoren), waarbij de belegging *geen* bijdrage levert aan het verder uitbreiden van de duurzame activiteiten (geen impact, wel 'value-alignment').

²⁸ De vraag is gebaseerd op eerder onderzoek onder Franse en Duitse retailbeleggers, [2 Degrees Investing Initiative, 2020](#)

Box 2

Welke van de volgende beleggingen past het beste bij uw voorkeuren?

Onderstaande fondsen hebben dezelfde risico's en hetzelfde rendement.

1. Fonds 1 bestaat uit **niet-duurzame ondernemingen**. De fondsmanager gebruikt het stemrecht als aandeelhouder om het bestuur van deze ondernemingen (bijv. elektriciteitsproducenten, autoproducenten) te dwingen om hun bedrijfsvoering groener te maken (bijvoorbeeld door meer hernieuwbare energie te produceren, minder vervuilende voertuigen te produceren, etc.). De aanpak werkt; de ondernemingen in de portefeuille verminderen hun energieverbruik en schadelijke uitstoot.
2. Fonds 2 bestaat uit **duurzame ondernemingen**. De fondsmanager belegt alleen in de aandelen van milieuvriendelijke bedrijven (alleen hernieuwbare energie, alleen elektrische auto's) en belegt daarom weinig in bepaalde sectoren. Omdat deze ondernemingen al veel investeerders hebben, hebben ze geen moeite om financiering op te halen. Uw belegging gaat dus naar de meest duurzame ondernemingen, maar draagt niet bij aan minder uitstoot of meer duurzame activiteiten van deze ondernemingen.
3. Fonds 3 bestaat uit **relatief duurzame ondernemingen**. De fondsmanager belegt alleen in de aandelen van de meest duurzame ondernemingen in iedere sector (dus ook niet duurzame sectoren). Dit zijn bijvoorbeeld energieproducenten of autofabrikanten die groenere activiteiten hebben dan hun concurrenten. Aangezien deze ondernemingen al veel investeerders hebben, hebben ze geen moeite om financiering op te halen. Uw belegging gaat dus naar de *relatief* meest duurzame ondernemingen, maar draagt niet bij aan minder uitstoot of meer duurzame activiteiten van deze ondernemingen.

De grootste groepen kiezen voor de fondsen met duurzame en relatief duurzame ondernemingen (respectievelijk 44% en 43%). Een kleinere groep kiest voor het fonds dat bestaat uit niet-duurzame ondernemingen die effectief worden beïnvloed om duurzamere keuzes te maken (13%; Figuur 5 boven). Opvallend is dat ook beleggers met impact als belangrijkste motivatie weinig kiezen voor het fonds met impact (15% daarvan kiest voor het fonds met impact, 50% voor het duurzame fonds zonder impact en 35% voor het relatief duurzame fonds zonder impact; Figuur 5 onder). Deze bevindingen wijken af van het onderzoek uit 2019 onder Franse en Duitse beleggers, daarin kozen juist de meeste beleggers voor het (niet-duurzame) fonds dat impact maakt (34%) en kozen respectievelijk 29% en 26% voor het duurzame en relatief duurzame fonds.²⁹

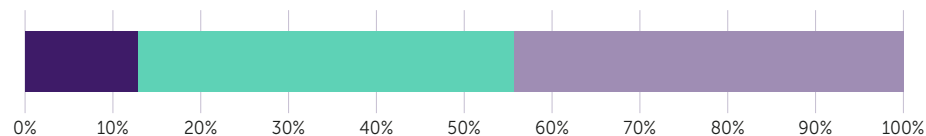
De keuze van impactbeleggers voor een niet-impact fonds toont aan dat het keuzeproces niet optimaal verloopt. Hoewel er ook in het eerdere onderzoek onder Franse en Duitse beleggers enige inconsistentie was in de keuze voor een fonds met de uitgesproken motivatie, is die inconsistentie in dit geval beduidend groter.³⁰ In dat onderzoek was het fonds met impact nog wel de grootste categorie waar beleggers voor kozen (34%), maar kozen ook niet alle beleggers die gemotiveerd zijn om impact te maken (43%) hiervoor. Een mogelijke verklaring voor de grotere inconsistentie in ons onderzoek is dat er in het genoemde internationale onderzoek meer aandacht werd besteed aan de verschillen tussen doelstelling (impact) en middelen (beleggingsstrategie) en dat daar de verschillen in impact saillant zijn gepresenteerd in de beschrijvingen van de opties dan in ons experiment het geval is. Daardoor was deze vraag wellicht makkelijker te begrijpen voor deelnemers. Andere mogelijkheden zijn dat beleggers doel en middelen verwarren of dat ze 'value-alignment' onbewust toch belangrijker vinden (zie volgende paragraaf).

²⁹ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2^e Investing Initiative, 2020

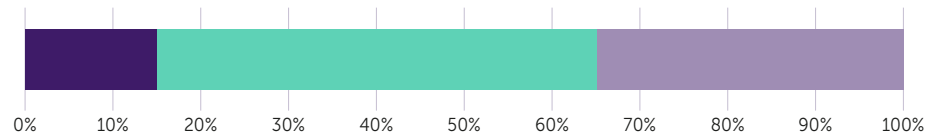
³⁰ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2^e Investing Initiative, 2020

Figuur 5. Fictieve fondskeuze

Fictieve fondskeuze van alle duurzame beleggers



Fictieve fondskeuze van impactbeleggers

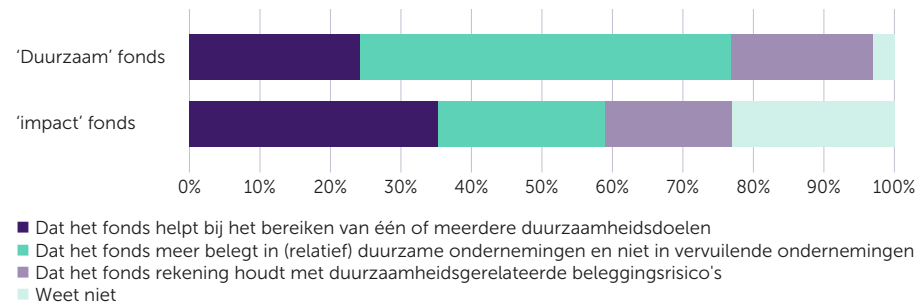


- Niet-duurzaam fonds met impact
- Duurzaam fonds zonder impact
- Niet-duurzaam fonds met impact

De geobserveerde inconsistentie kan komen doordat beleggers doel en middel van duurzaam beleggen verwarren. Ondanks de fondsbeschrijvingen kunnen beleggers, bewust of onbewust, denken dat het uitsluiten van vervuilende ondernemingen gelijk staat aan het teweegbrengen van een duurzame verandering (de verwarring tussen doel en middelen). Het zou betekenen dat beleggers überhaupt geen onderscheid maken tussen impact- en uitsluitingsstrategieën. Deze verklaring past bij de in de literatuur beschreven verwarring die bestaat bij consumenten over de verschillende duurzame beleggingsconcepten. Deze verwarring wordt versterkt door de nadruk op beleggingsstrategieën in plaats van op doelstellingen door aanbieders (hoofdstuk 2). Een andere mogelijkheid is dat consumenten beleggen voor 'het groene gevoel' en niet hebben doordacht wat ze er exact mee willen bereiken.³¹ Dat kan leiden tot tegenstrijdige antwoorden. Tot slot is een mogelijkheid dat consumenten ethische 'value-alignment'-overwegingen in de praktijk toch zwaarder wegen dan de daadwerkelijke impact. Beleggen in niet-duurzame ondernemingen (weliswaar om deze te verbeteren) voelt dan wellicht tegen intuïtief voor een duurzame belegger. Wat tegen deze verklaring spreekt, is dat beleggers met een impactmotivatie die 'value-alignment' hoger scoren dan financiële overwegingen niet meer geneigd zijn om de uitsluitingsstrategie zonder impact te prefereren.

Het verwarren van doel en middelen blijkt ook uit het feit dat het grootste deel van de duurzame beleggers (53%) verwacht dat duurzame fondsen meer beleggen in duurzame ondernemingen en minder in vervuilende ondernemingen (Figuur 6). Een dergelijk aanpak past bij een uitsluitingsstrategie, maar minder bij een engagementstrategie. Slechts 24% van de duurzame beleggers verwacht van een als 'duurzaam' aangeprezen fonds vooral dat het impact oplevert, dat wil zeggen dat het een bijdrage levert aan een of meerdere duurzaamheidsdoelen, en nog eens 20% verwacht dat deze fondsen vooral rekening houden met financiële duurzaamheidsgerelateerde risico's. Zelfs onder de impactbeleggers verwacht nog steeds meer dan de helft dat een duurzaam fonds voornamelijk in duurzame ondernemingen belegt, en in veel mindere mate dat een duurzaam fonds impact maakt. Bij fondsen die als 'impact' worden aangeprezen verwacht een groter deel (35%) dat een fonds daadwerkelijk impact maakt en verwacht nog 23% dat het vooral in duurzame ondernemingen belegt.

Figuur 6. Verwachtingen bij fondslabels



- Dat het fonds helpt bij het bereiken van één of meerdere duurzaamheidsdoelen
- Dat het fonds meer belegt in (relatief) duurzame ondernemingen en niet in vervuilende ondernemingen
- Dat het fonds rekening houdt met duurzaamheidsgerelateerde beleggingsrisico's
- Weet niet

31 'Do Investors Care About Impact?', F. Heeb et al, 2022



Een andere aanwijzing voor verwarring bij duurzame beleggers is dat bij de fondsen die met 'impact' worden aangeprezen, 23% van de duurzame beleggers aangeeft niet te weten wat de term betekent. Bij als 'duurzaam' aangeprezen fondsen geeft 4% van de beleggers aan niet te weten wat zij voornamelijk van een dergelijk fonds verwachten. Bij de impactfondsen is dat dus aanmerkelijk hoger. Voor bijna een kwart van alle beleggers, en opvallend genoeg iets meer dan een kwart van de impactbeleggers die duurzame verandering belangrijk vinden, is de term onvoldoende duidelijk.

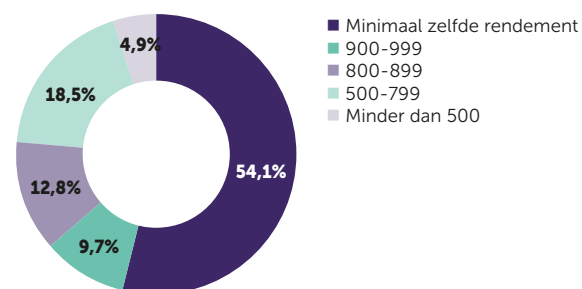
Toch geeft het overgrote deel van de beleggers aan dat hun duurzame beleggingen aansluiten bij hun voorkeuren (87% is 'gemiddeld tevreden' of hoger). Dit is opvallend, omdat uit eerdere literatuur en het huidige onderzoek blijkt dat de motivaties van veel beleggers in de praktijk niet aansluiten bij de beleggingsproducten, mogelijk door verwarring over wat deze producten precies inhouden. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de keuze van beleggers het gevolg is van een onbewust proces dat leidt tot keuzes die inconsistent zijn met hun voorkeuren (zie het onderzoek van Heeb et al (2022) in paragraaf 2.2.).

4.3.2 Een deel van de duurzame beleggers is bereid om rendement op te geven voor duurzame impact

Het onderzoek bevestigt dat een deel van de duurzame beleggers (46%) bereid is genoeg te nemen met minder rendement bij een duurzame belegging (Figuur 7). Bijna een kwart (23%) neemt zelfs genoeg met minder dan de helft van het rendement. Mannen (53%), hoger opgeleiden (56%) en beleggers die voornamelijk duurzaam beleggen (57%) zijn iets meer dan gemiddeld geneigd om rendement op te geven voor een duurzame belegging. Impactbeleggers (60%) zijn het meest geneigd om rendement op te geven voor duurzaamheidsimpact. In vergelijking met andere literatuur lijkt de hoeveelheid beleggers die bereid is rendement op te geven iets lager, maar de hoogte van het rendement dat zij bereid zijn op te geven is juist

weer hoger.³² Deze bevinding is bemoedigend, omdat impactbeleggers die gebruik maken van een strategie die gebaseerd is op een verandering van kapitaalstromen ook daadwerkelijk een lager rendement moeten accepteren om een positief effect te hebben op duurzaamheid (zie Box 1). Daar staat tegenover dat ook bij de impactbeleggers nog steeds 40% niet bereid is om minder rendement te behalen. Voor deze groep is een beleggingsstrategie gebaseerd op engagement dus passender.

Figuur 7. Rendementvoorkeur (welk rendement zou u acceptabel vinden voor een duurzame belegging als een niet-duurzame belegging 1000 euro rendement oplevert?)



³² Het is lastig de resultaten met andere literatuur te vergelijken, omdat de reacties over rendementsvoorkeuren erg afhankelijk zijn van de framing van de vraag. Als concreet is wat voor impact een belegging bereikt en welk rendement de consument ervoor op moet geven, laten consumenten een hoge bereidheid zijn om rendement op te geven (85% in sommige onderzoeken). Als dat niet concreet is, kan deze bereidheid zakken tot 23% (2 Degrees Investing Initiative, 2020). De resultaten van dit onderzoek, waar het rendement concreet is maar de impact niet, vallen daar tussenin.



05 Conclusie en discussie

Impact maken is de belangrijkste uitgesproken motivatie voor beleggers om duurzaam te beleggen. Aanbieders moeten rekening houden met de motivaties van de belegger bij zowel het uitvragen van klantvoorkeuren, het productaanbod als de communicatie. Het risico bestaat dat veel producten die nu worden aangeboden niet aansluiten bij deze door beleggers gewenste 'impact' doelstelling, omdat veel gehanteerde duurzame beleggingsstrategieën op basis van uitsluiting en ESG-scores niet vanzelfsprekend impact als doel of gevolg hebben.³³ Duurzame beleggers lopen het risico op teleurstelling als hun beleggingen geen impact hebben gemaakt.

We zien tegenstrijdigheden tussen de uitgesproken motivatie en de voorkeuren van beleggers voor (fictieve) duurzame fondsen. Dit komt mogelijk door verkeerde verwachtingen van duurzame beleggingsstrategieën. Deze beleggers selecteren, bij een fictieve en gestileerde keuze tussen enerzijds een impactfonds dat niet in duurzame ondernemingen belegt maar vervuilende bedrijven verduurzaamt (een engagementstrategie) en anderzijds een fonds dat geen impact maakt maar wel enkel uit duurzame ondernemingen bestaat (een uitsluitingsstrategie), vaak voor het laatste. Deze tegenstrijdigheid kunnen we in dit onderzoek niet helemaal verklaren. Wat waarschijnlijk meespeelt is dat beleggers van tevoren niet helemaal hebben uitgedacht wat ze precies willen bereiken met hun duurzame belegging (ze beleggen voor 'het groene gevoel') en hier daarom desgevraagd niet consistent op antwoorden. Er is mogelijk ook doel-middelverwarring: impactbeleggers verwachten dat impact automatisch gegenereerd wordt door vooral in duurzame ondernemingen te beleggen. Problemen in het keuzeprocés leiden tot teleurstelling bij beleggers, niet alleen als de impact ontbreekt, maar ook als er bijvoorbeeld in niet-duurzame ondernemingen wordt belegt terwijl de beleggers dat eigenlijk niet willen. Het gesprek over duurzaamheidsdoelstellingen en beleggingsstrategieën is dan ook belangrijk om begrip bij beleggers te vergroten en hen zodoende beter in staat te stellen een keuze te maken.

Bij regelgeving omtrent transparantie en informatievoorziening is het belangrijk dat de invulling daarvan begint bij het denk- en besliskader van de consument, in plaats van bij de complexiteit van de markt.

Duurzame beleggers maken gebruik van subjectieve informatiebronnen en lijken niet goed geïnformeerd. De naam van het fonds en de website van de aanbieder spelen een belangrijke rol voor beleggers. Omdat aanbieders hierin relatief veel vrijheid hebben, ligt hier het risico op de loer dat fondsen op basis van deze uitingen duurzamer lijken dan ze zijn. De verschillende ideeën die beleggers hebben bij begrippen als 'duurzaamheid', en de relatieve onbekendheid van begrippen als 'impactfondsen', kunnen een argument zijn om formele duurzaamheidslabels op het gebied van duurzaamheid en impact te ontwikkelen. Tegelijk valt op dat specifieke duurzaamheidsinformatie (zoals de ESG-rating) vooralsnog minder lijkt te worden geraadpleegd.

Een groot deel van de impactbeleggers (circa 40%) is niet bereid om rendement op te geven bij hun duurzame belegging; dit botst met impact die gebaseerd is op lagere kapitaalskosten voor duurzame ondernemingen. Om impact te realiseren met een beleggingsstrategie die kapitaalstromen beïnvloedt (bijvoorbeeld door uitsluiting), is dit wel een noodzakelijke stap. Op het moment dat duurzaamheidsvoorkeuren zijn ingeprijsd, resulteert dit immers in minder rendement voor de belegger. Een beleggingsstrategie die actief aandeelhouderschap inzet kan wel passen bij deze rendementsdoelstellingen.

³³ 'Duurzaam retailbeleggen vereist het nodige huiswerk', AFM, 2022



Duurzaamheid is geen eenduidig begrip, en bij onduidelijke communicatie ontstaat het risico op verwarring.

Uit eerder AFM-onderzoek bleek al dat aanbieders duurzaamheid op verschillende manieren tot uiting brengen. Dit onderzoek laat zien dat ook beleggers verschillende ideeën hebben bij dit begrip en bovendien andere keuzes kunnen maken dan hun uitgesproken motivatie. Het is daarom een bevestiging van het eerder gesignaleerde risico dat de invulling van 'duurzaam beleggen' door aanbieders en de verwachtingen van beleggers uit elkaar kunnen lopen. Het lijkt nodig om op een preciezere manier over duurzaamheid te spreken. Daarbij moeten we in ieder geval onderscheid maken tussen doelstellingen als impact maken, synergie met normen en waarden en financiële motivaties, zodat onnodige verwarring en misleiding wordt voorkomen.

Eerdere literatuur en dit onderzoek bieden nadere handvatten voor het in kaart brengen van de duurzaamheidsvoorkeuren van beleggers en het daarop afstemmen van het productaanbod.

Bestaande literatuur, de eerdere AFM-verkenning en dit onderzoek bieden inzicht in de verschillende invullingen die zowel aanbieders als beleggers onder 'duurzaamheid' kunnen verstaan. De AFM vindt het belangrijk dat deze inzichten worden benut om de voorkeuren en doelstellingen van beleggers in kaart te brengen en het productaanbod daarop af te stemmen. Bijvoorbeeld door in de communicatie aan te geven bij welke duurzaamheidsdoelstellingen een product aansluit. Dit kan zorgen voor een betere aansluiting bij de voorkeuren van consumenten en zodoende toekomstige teleurstellingen voorkomen.



Bijlage 1 Literatuur



- 2° Investing Initiative, 2020. "A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably". [2-degreesinvesting.org](https://www.2-degreesinvesting.org)
- 2° Investing Initiative, 2020. "What do your clients actually want?". [2-degreesinvesting.org](https://www.2-degreesinvesting.org)
- 2° Investing Initiative, 2020. "Guidance for assessing client sustainability preferences". [2-degreesinvesting.org](https://www.2-degreesinvesting.org)
- AFM, 2022. "De retailmarkt voor duurzaam fondsbeleggen". [Afm.nl](https://www.afm.nl)
- AFM, 2022. "AFM pleit voor meer eenduidigheid en uitvoerbaarheid van internationale standaarden voor duurzaamheidsverslaggeving". [Afm.nl](https://www.afm.nl)
- Alves, R., P. Krueger & M. van Dijk, 2022. "Drawing Up the Bill: Does Sustainable Investment Affect Stock Returns Around the World?". *Netspar Design Paper*, No. 209
- Baker, M., D. Bergstresser, G. Serafeim & J. Wurgler, 2018. "Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds". *NBER Working Paper*, No. 25194.
- Barber, B., A. Morse & A. Yasuda, 2021. "Impact Investing". *Journal of Financial Economics*, Volume 139, Issue 1, pp. 162-185.
- Bauer, R., T. Ruof & P. Smeets, 2021. "Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments". *The Review of Financial Studies*, Volume 34, Issue 8, Pages 3976–4043.
- Berk, J.B. & J.H. van Binsbergen, 2021. "The Impact of Impact Investing". *Stanford Business working paper*, no. 3981.
- Bolton, P. & M. Kacperczyk, 2021. "Do investors care about carbon risk?". *Journal of Financial Economics*, Volume 142, Issue 2, pp. 517-549.
- Born, K., & P. Brest, 2013. "Unpacking the Impact in Impact Investing". *Stanford Social Innovation Review*
- Brest, P., R.J. Gilson & M.A. Wolfson, 2018. "How Investors Can (and Can't) Create Social Value". *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper*, No. 394/2018.
- Busch, T., P. Bruce-Clark, J. Derwall, et al., 2021. "Impact investments: a call for (re) orientation". *SN Bus Econ*, 1, 33.
- Ceccarelli, M., S. Glossner, M. Homanen & D. Schmidt, 2022. "Which Institutional Investors Drive Corporate Sustainability?". [Ssrn.com](https://www.ssrn.com)
- De Angelis, T., P. Tankov & O.D. Zerbib, 2022. "Climate Impact Investing". *Climate Impact Investing. Management Science*, 0(0).
- Heeb, F., J. Kölbel, F. Paetzold & S. Zeisberger, 2022. "Do Investors Care About Impact?". *The Review of Financial Studies*, forthcoming.
- Hong, H. & M. Kacperczyk, 2009. "The price of sin: The effects of social norms on markets". *Journal of Financial Economics*. Volume 93, Issue 1, pp. 15-36.
- Kölbel, J., F. Heeb, F. Paetzold, & T. Busch, 2020. "Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact". *Organization & Environment*, 33(4), pp. 554–574.
- Pástor, L., R.F. Stambaugh & L.A. Taylor, 2022. "Dissecting green returns". *Journal of Financial Economics*, Volume 146, Issue 2, pp. 403-424.
- Scheitza, L., T. Busch, & J. Metzler, 2022. "The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim". [Ssrn.com](https://www.ssrn.com)
- Zerbib, O.D., 2019. "The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds". *Journal of Banking & Finance*, Volume 98, pp. 39-60.



Bijlage 2 **Vragenlijst**

Welkom

Welkom bij dit onderzoek over beleggingen. We starten eerst met enkele algemene vragen.

SCREENING

S01 [S]

Hoeveel duurzame beleggingen heeft u ongeveer?

Met duurzame beleggingen bedoelen we beleggingen waarmee u rekening houdt met een of meerdere duurzame (of ESG-)aspecten, zoals op het gebied van klimaat, milieu, sociaal (mensenrechten, armoedebestrijding) of governance³⁴

- Ik beleg (vrijwel) volledig duurzaam (90%+)
- Ik beleg voornamelijk duurzaam (60% tot 90%)
- Ik beleg ongeveer evenveel duurzaam als niet duurzaam (40% tot 60%)
- Ik beleg voornamelijk niet duurzaam (10% tot 40%)
- Ik beleg (vrijwel) niet duurzaam (1% tot 10%)
- Ik beleg helemaal niet duurzaam → *Scripter: screenout*

³⁴ Dit wordt ook wel ESG-beleggen genoemd, waarbij duurzaamheid wordt ingevuld op basis van (een of meerdere van) drie criteria; Environment (milieu), Social (maatschappij) en Governance (bestuur)

Base: all respondents

Age [Q]

Wat is uw leeftijd?

Base: all respondents

GENDER [S]

Bent u?

- Een man
- Een vrouw



Base: all respondents

NL01EDU [S]

Wat is de hoogste opleiding die u heeft gevolgd?

- HBO of universitair master/doctoraal/postdoctoraal
- HBO of universitair propedeuse / HBO of universitair bachelor/kandidaats
- HAVO of VWO (4e, 5e of 6e klas) / HBS / MMS
- MBO 2, 3, 4 of MBO vóór 1998
- MAVO / HAVO of VWO (eerste drie jaar) / (M)ULO / VMBO (theoretische of gemengd) / voortgezet speciaal onderwijs
- LBO / VBO / VMBO (kader- of beroepsgericht) / MBO1
- Geen onderwijs / basisonderwijs
- Weet ik niet/Wil ik niet zeggen → *Scripter: screenout*

Scripter: recode into

- Hoog = 1+2
- Midden = 3+4
- Laag = 5+6+7

Base: all respondents

V01[S]

Hoeveel bedraagt het totale vermogen (i) van uw huishouden, exclusief de waarde van eventueel onroerend goed?

- Minder dan € 10.000
- Van € 10.000 tot € 25.000
- Van € 25.000 tot € 50.000
- Van € 50.000 tot € 100.000
- Van € 100.000 tot € 250.000
- Van € 250.000 tot € 1.000.000
- Van € 1.000.000 of meer
- Weet ik niet/Wil ik niet zeggen

MAIN QUESTIONNAIRE

Nu gaan we specifieker in op uw beleggingen.

Base: all respondents

A01 [S]

Wat is op dit moment de totale waarde van uw beleggingen?

Hiermee bedoelen we het totaal van uw vrij belegde vermogen exclusief de waarde van uw beleggingshypotheek of pensioengebonden beleggingen via de werkgever. Dus wel beleggingen met pensioen als doel op een reguliere beleggingsrekening (box 3) of op een geblokkeerde fiscaal gefaciliteerde beleggingsrekening (box 1)

- Minder dan €5.000
- €5.000 tot €10.000
- €10.000 tot €25.000
- €25.000 tot €50.000
- €50.000 tot €100.000
- €100.000 tot €250.000
- €250.000 tot €500.000
- €500.000 of meer
- Weet ik niet
- Wil ik niet zeggen





Base: all respondents

A02 [M]

Op welke wijze(n) belegt u uw duurzame beleggingen?

Meerdere antwoorden mogelijk.

1. Ik beleg zelfstandig (ofwel: 'execution only') en heb hierbij niet de mogelijkheid gebruik te maken van een financieel adviseur die mij advies geeft³⁵
2. Een beleggingsadviseur geeft mij advies³⁶ over mijn beleggingsportefeuille
3. Ik beleg via vermogensbeheer³⁷. De vermogensbeheerder voert transacties voor me uit. Ik voer zelf geen transacties uit

35 Een adviseur geeft u advies over de te volgen beleggingsstrategie. Op basis van het advies van de adviseur bepaalt u zelf welke beleggingen u aan- of verkoopt.

36 Een adviseur geeft u advies over de te volgen beleggingsstrategie. Op basis van het advies van de adviseur bepaalt u zelf welke beleggingen u aan- of verkoopt.

37 Bij vermogensbeheer worden uw beleggingen beheerd en wordt uw geld belegt in effecten. U spreekt van tevoren af wat de beheerder precies mag doen. De beheerder is gemachtigd tot een bepaalde grens transacties voor u te doen en beslist vervolgens zelf om effecten te kopen of te verkopen. Pas achteraf vertelt hij u wat hij heeft gedaan.

Base: all respondents

A03 [S, randomize]

Van welke informatie heeft u gebruik gemaakt om te bepalen of een belegging aansluit op uw voorkeuren rondom duurzaamheid?

Grid, answers in rows

- o SFDR classificatie (artikel 8 of 9)³⁸
- o ESG-rating (sterren, AAA, etc.)³⁹
- o Documentatie (prospectus, jaarverslag, duurzaamheidsrapportage, etc.)
- o Naam van het fonds/aandeel/obligatie
- o Website van het fonds/de onderneming
- o Advies van mijn adviseur of vermogensbeheerder
- o Advies van anderen (influencers, sociale media, bekenden, etc.)
- o Reclame

Answers in columns

- o Ja
- o Nee
- o Weet ik niet

Scripter: create help variable regarding to the search of information:

Info = 0 if all answers are category 2 or 3

Info = 1 if one of the answers is category 1

38 SFDR staat voor Sustainable Finance Disclosure Regulation en is een classificatie voor duurzamer beleggen.

39 ESG staat voor Environment, Social en Governance en deze rating is een maatstaaf voor duurzamer beleggen.



Base: all respondents

A04 [S]

Heeft u voor uw gevoel voldoende informatie beschikbaar om te bepalen of een belegging aansluit op uw voorkeuren rondom duurzaamheid?

- Ja
- Nee, er is niet genoeg informatie
- Nee, ik vind de informatie niet duidelijk genoeg
- Weet ik niet

Base: all respondents

A05 [ranking, randomize]

Waarom belegt u duurzaam?

Geef aan welke motivatie u het belangrijkste vindt, welke het op-een-na-belangrijkst en welke het minst belangrijk.

- Ik wil dat mijn belegging bijdraagt aan een positieve duurzame verandering in de wereld, bijvoorbeeld dat er meer duurzame activiteiten worden uitgevoerd of dat schadelijke uitstoot wordt verminderd
- Ik wil beleggen in ondernemingen die passen bij mijn normen en waarden, ongeacht de verandering die mijn belegging teweeg brengt
- Ik denk dat duurzame ondernemingen betere financiële resultaten (gaan) opleveren dan niet duurzame ondernemingen

Base: all respondents

A06 [Q]

Als ik met niet duurzame beleggingen €1000 aan rendement zou behalen, zou ik een rendement van minimaal €xx ook acceptabel vinden bij een duurzame belegging.

Welk bedrag als rendement zou u acceptabel vinden?

- €...
- Ik wil minimaal hetzelfde rendement voor duurzame en niet duurzame beleggingen [S]

Scripter: min. 0, max. 999

Base: all respondents

A07 [S, randomize]

Welke van de volgende beleggingen past het beste bij uw voorkeuren?

Onderstaande fondsen hebben dezelfde risico's en hetzelfde rendement.

- Fonds 1 bestaat uit **niet-duurzame ondernemingen**. De fondsmanager gebruikt het stemrecht als aandeelhouder om het bestuur van deze ondernemingen (bijv. elektriciteitsproducenten, autoproducenten) te dwingen om hun bedrijfsvoering groener te maken (bijvoorbeeld door meer hernieuwbare energie te produceren, minder vervuulende voertuigen te produceren, etc.). De aanpak werkt; de ondernemingen in de portefeuille verminderen hun energieverbruik en schadelijke uitstoot.
- Fonds 2 bestaat uit **duurzame ondernemingen**. De fondsmanager belegt alleen in de aandelen van milieuvriendelijke bedrijven (alleen hernieuwbare energie, alleen elektrische auto's) en belegt daarom weinig in bepaalde sectoren. Omdat deze ondernemingen al veel investeerders hebben, hebben ze geen moeite om financiering op te halen. Uw belegging gaat dus naar de meest duurzame ondernemingen, maar draagt niet bij aan minder uitstoot of meer duurzame activiteiten van deze ondernemingen.





- o Fonds 3 bestaat uit **relatief duurzame ondernemingen**. De fondsmanager belegt alleen in de aandelen van de meest duurzame ondernemingen in iedere sector (dus ook niet duurzame sectoren). Dit zijn bijvoorbeeld energieproducenten of autofabrikanten die groenere activiteiten hebben dan hun concurrenten. Aangezien deze ondernemingen al veel investeerders hebben, hebben ze geen moeite om financiering op te halen. Uw belegging gaat dus naar de *relatief* meest duurzame ondernemingen, maar draagt niet bij aan minder uitstoot of meer duurzame activiteiten van deze ondernemingen.

Base: all respondents

A08 [S, randomize]

Wat verwacht u vooral van een fonds dat als 'duurzaam' wordt aangeprezen?

- o Dat het fonds helpt bij het bereiken van één of meerdere duurzaamheidsdoelen
- o Dat het fonds meer belegt in (relatief) duurzame ondernemingen en niet in vervuilende ondernemingen
- o Dat het fonds rekening houdt met duurzaamheidsgerelateerde beleggingsrisico's (zoals het risico van klimaatverandering op het rendement van mijn beleggingen)
- o Weet ik niet [fixed]

Base: all respondents

A09 [S, randomize]

Wat verwacht u vooral van een fonds dat als 'impactfonds' wordt aangeprezen?

- o Dat het fonds helpt bij het bereiken van één of meerdere duurzaamheidsdoelen
- o Dat het fonds meer belegt in (relatief) duurzame ondernemingen en niet in vervuilende ondernemingen
- o Dat het fonds rekening houdt met duurzaamheidsgerelateerde beleggingsrisico's (zoals het risico van klimaatverandering op het rendement van mijn beleggingen)
- o Weet ik niet [fixed]

Base: all respondents

A10 [S]

In hoeverre sluiten uw duurzame beleggingen aan bij uw voorkeuren rondom duurzaamheid?

- o In zeer hoge mate
- o In hoge mate
- o Gemiddeld
- o In lage mate
- o In zeer lage mate
- o Weet ik niet





Heeft u vragen of opmerkingen over deze publicatie?

Stuur een e-mail naar: redactie@afm.nl



Autoriteit Financiële Markten

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

Telefoon

020 797 2000

www.afm.nl

Volg ons: →



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

De tekst van deze publicatie is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan 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.

© Copyright AFM 2022