

04

Impact door duurzaam beleggen





4.1 Inleiding

Steeds meer mensen zien de urgentie in van het tegengaan van de klimaatcrisis. Zij worden daarbij ongetwijfeld geholpen door de ongebruikelijk hete zomers en de hoge frequentie van de aan klimaatverandering gerelateerde natuurrampen. Er moet echter nog veel gebeuren om de klimaatcrisis te adresseren. Om de klimaatdoelen te halen is onder andere een grote reductie nodig van CO₂-uitstoot en moeten er grote investeringen worden gedaan op het gebied van duurzaamheid. Bij investeerders, en met name ook bij retailbeleggers, leeft in groeiende mate de wens om bij te dragen aan het tegengaan van de klimaatverandering, en andere maatschappelijke en governancegerelateerde problematiek.

In de financiële markt wordt hierop ingesprongen door beleggers met duurzaamheidsdoelstellingen duurzame beleggingsproducten aan te bieden. Op dit moment heeft meer dan de helft van de Nederlandse beleggers vanuit duurzaamheidsoogpunt dit soort beleggingsproducten in het portfolio. Ook bij grotere institutionele spelers zoals pensioenfondsen speelt duurzaamheid een steeds grotere rol in hun beleggingsbeleid, daarbij mede aangedreven door de wens van hun deelnemers. De groeiende rol van duurzaamheid in het beleggingsbeleid en de wens van beleggers om aan de duurzaamheidstransitie bij te dragen moeten worden gezien tegen het bredere toenemende belang van duurzaamheid in de economie. Duurzaamheidsoverwegingen worden steeds belangrijker voor het waarden van ondernemingen en het beheersen van risico's, ook zonder expliciet doel om de duurzaamheidstransitie aan te jagen. De financiële markt speelt ook in op deze bredere beweging met nieuwe producten, ESG-ratings en dergelijke.

Onderzoek wijst uit dat bij retailbeleggers nog veel onduidelijkheid bestaat over wat duurzaam beleggen wel en niet kan bereiken. AFM-onderzoek toont aan dat er bijvoorbeeld veel verwarring is rond het begrip 'impact' en

de mechanismen waarmee impact tot stand komt.¹ Deze onduidelijkheid onder retailbeleggers wordt versterkt door het feit dat de communicatie door aanbieders en de regelgeving daaromtrent nog nieuw en in ontwikkeling is. Hierdoor lopen beleggers het risico dat hun verwachtingen van de door hen aangehouden duurzame beleggingen niet stroken met de realiteit.

In dit hoofdstuk gaan we dieper in op hoe duurzame financiering zich verhoudt tot duurzaamheidsdoelstellingen van retailbeleggers. We richten ons daarbij in het bijzonder op hoe duurzaam beleggen tot impact kan leiden en welke rol dit kan spelen in de duurzaamheidstransitie. We leggen uit dat duurzame financiering impact kan maken door het kapitaalallocatiekanaal en het engagementkanaal. Beide kanalen worden effectiever als zowel retailbeleggers, institutionele beleggers als andere kredietverstrekkers ondernemingen dezelfde duurzame richting op willen sturen. Retailbeleggers lijken op dit moment onbekend met de achterliggende mechanismen van duurzame financieringsstrategieën. Het is daarom belangrijk dat aanbieders transparant communiceren over de doelstellingen van hun producten en de impactimplicaties die daarbij horen. Paragraaf 2 gaat in op de rol die de financiële sector in de duurzaamheidstransitie kan spelen. Paragraaf 3 bespreekt de verschillende manieren waardoor duurzame financiering voor impact kan zorgen en wat daarvoor randvoorwaarden zijn. Paragraaf 4 behandelt de keuzeproblemen die retailbeleggers tegenkomen als zij duurzaam willen beleggen. In de slotparagraaf worden de belangrijkste conclusies op een rij gezet.

¹ ['Duurzame beleggers in kaart'](#), AFM, november 2022.



4.2 De rol van de financiële sector in de duurzaamheidstransitie

Duurzaamheidsvraagstukken ontstaan onder andere doordat de schadelijke effecten van de vervuiling die optreedt bij productie niet direct worden ondervonden door de consument of producent. Omdat de veroorzaker niet de rekening betaalt van deze toegebrachte schade, zal deze de kosten niet meenemen bij het bepalen van het optimale productie- of consumptieniveau.² Deze zogenoemde negatieve externaliteiten zorgen daardoor voor overconsumptie of overproductie van het vervuilende product en zijn daarom een voorbeeld van marktfalen. Dit resulteert in negatieve bijeffecten voor de samenleving, zoals vervuiling, en breder gezien ook voor dieren, natuur en toekomstige generaties.

In het geval van negatieve externaliteiten is de primaire oplossing het beprijzen van deze externaliteiten, zodat ze worden meegenomen in het bepalen van het productie- en consumptieniveau in de reële economie. Een klassiek voorbeeld van een negatieve externaliteit is CO₂-uitstoot. Hoewel dit voorheen niet werd meegewogen in productie- en consumptiebeslissingen, zorgt het beprijzen van CO₂-uitstoot ervoor dat de uitstoot die is geassocieerd met een product is verwerkt in de prijs ervan. Bedrijven, consumenten en investeerders nemen dan automatisch het effect van de uitstoot mee in hun beslissingen. Producenten gaan zuinigere productiemethoden onderzoeken, consumenten schaffen de minder vervuilende optie aan en investeerders zien minder heil in relatief vervuilende

bedrijven. Ook zorgt het ervoor dat bedrijven waarvan de opbrengst van de productie niet opweegt tegen de maatschappelijke kosten hun activiteiten zullen beëindigen. Deze maatregel is dan ook erg effectief en efficiënt en het is duurder om hetzelfde resultaat met andere beleidsinstrumenten te behalen.³ Er zijn onderwerpen die zich niet lenen voor beprijzing, zoals kinderarbeid, omdat daar geen acceptabel 'optimaal' niveau is. In die gevallen kunnen overheden gebruik maken van regels, voorschriften, belastingen of subsidies. Hoewel deze instrumenten economisch gezien niet zo efficiënt zijn als beprijzing, leveren ze net als beprijzing wel een directe bijdrage aan het bereiken van de beoogde doelen.⁴

De financiële sector kan een ondersteunende rol spelen bij de duurzaamheidstransitie. Anders dan interventies in de reële economie die direct het gedrag van consumenten en producenten beïnvloeden, zoals beprijzing en directe regulering van bijvoorbeeld de energiezuinigheid van woningen, proberen duurzame investeerders beïnvloeding in de reële economie tot stand te brengen door middel van het effect dat van financieringscondities uitgaat. Dit is een indirect effect en hoewel het geen alternatief is voor directe interventies, kan het wel een ondersteunende rol spelen. In paragraaf 3 wordt nader ingegaan op de verschillende manieren waardoor duurzame financiering voor impact kan zorgen en wat daarvoor randvoorwaarden zijn.

² ['The Economics of Welfare'](#), A.C. Pigou, 1920.

³ ['Effective Carbon Rates 2021'](#), OESO, 2021.

['Combining Price and Quantity Controls to Mitigate Global Climate Change'](#), W.A. Pizer, 2002.

['Environmental and technology policies for climate mitigation'](#), C. Fisher & R.G. Newell, 2008.

['Carbon pricing in climate policy: seven reasons, complementary instruments, and political economy considerations'](#), A. Baranzini et al, 2017.

['Handbook of Public Economics, Chapter 21 – Taxation and Economic Efficiency'](#), A.J. Auerbach & J.R. Hines, 2002.

['The EU ETS: Eight Years and Counting'](#), A. Denny Ellerman et al, 2014.

['Renewable Energy Incentives and Co2 Abatement in Italy'](#), C. Marcantonini & V. Valero, 2015.

⁴ ['How Much Carbon Pricing is in Countries' Own Interests? The Critical Role of Co-Benefits'](#), I. Parry et al, 2014.

['Economic Instruments for Environmental Regulation'](#), T.H. Tietenberg, 1990.



4.3 Wat is impact door duurzame financiering?

4.3.1 Wat is duurzame financiering?

Duurzame financiering richt zich op milieu-, sociale en governance-doelstellingen. Met duurzame financiering worden financiële producten bedoeld die rekening houden met diverse doelstellingen op milieu- (environmental), sociaal en governance gebied, waardoor duurzame financiering ook wel wordt aangeduid als ESG-financiering. Klimaatverandering geldt daarbinnen als een van de meest urgente en zichtbare vraagstukken.⁵ Veel duurzame financiële producten hebben daar dan ook betrekking op. Niettemin kunnen duurzame financiële producten ook betrekking hebben op een of meerdere andere ESG-elementen, zoals het tegengaan van kinderarbeid of het aanjagen van diversiteit. De doelstellingen worden ook wel gerelateerd aan de Sustainable Development Goals van de VN, waarmee onder de noemer duurzaamheid een groot aantal verschillende doelstellingen kunnen worden nagestreefd.⁶

Duurzaamheid kan op verschillende manieren worden ingevuld door instellingen. Financiële instellingen kunnen vooralsnog een eigen invulling geven aan wat zij verstaan onder duurzaamheid, zowel wat doelstellingen als wat inhoud betreft. Deze invullingen kunnen door het grote aantal uiteenlopende doelen sterk verschillen per aanbieder en per product. Alle aanbieders moeten rekening houden met duurzaamheidsrisico's op het financiële rendement van het product (bijv. het risico van overstroming of droogte op de waarde van het fonds). Daar bovenop kunnen specifieke duurzame doelen worden nagestreefd (bijv. vermindering CO₂-uitstoot en afvalproductie). Inhoudelijk gezien wordt duurzaamheid vaak gerelateerd aan (elementen van) klimaatverandering, maar ook daarbinnen zijn vele varianten mogelijk (CO₂-uitstoot, water- en energieverbruik, biodiversiteit

etc). Daarnaast wordt de invulling vaak gebaseerd op een ESG-rating, dat een gemiddelde is van uiteenlopende indicatoren op E-, S- en G-gebied. Een uitdaging daarbij is dat het lastig is om een evenwichtige afweging te maken tussen deze doelen op het moment dat deze onderling tegenstrijdig zijn. Zo werd Tesla bijvoorbeeld uitgesloten van een ESG-index vanwege zorgen over governance en cultuur, ondanks de grote bijdrage aan duurzaam vervoer.⁷ Er vinden verschillende inspanningen plaats om tot een gedeelde definitie te komen, de belangrijkste daarvan is de taxonomie van ecologisch duurzame activiteiten van de EU.

4.3.2 Wat bedoelen we met reële impact door duurzame financiering?

Impact bij duurzame financiering: zorgen voor een verandering die er anders niet was gekomen. Impact bij duurzame investeringen betekent dat door deze investeringen verbeteringen worden gegenereerd op duurzaamheidsvlak, die anders niet zouden plaatsvinden.⁸ Deze 'additionaliteit' is wat we in deze context met impact bedoelen. Ter illustratie: een duurzame obligatie maakt niet per definitie impact. De opbrengst van een duurzame obligatie kan weliswaar worden besteed aan een windmolen, maar de vraag is of die windmolen er ook was gekomen zonder deze duurzame obligatie. Dezelfde additionaliteitsvraag speelt ook op fondsniveau. Er kan worden belegd in groene ondernemingen, maar de vraag is of dit veranderingen teweegbrengt die anders niet waren ontstaan.

Het is in het kader van dit hoofdstuk belangrijk het onderscheid tussen een *alignment* en een *impact* strategie bij duurzame financiering te maken. Met een *alignment*-strategie wordt hier bedoeld dat er wordt geïnvesteerd in ondernemingen die een bepaald duurzaam doel nastreven of waarbij activiteiten relatief hoog scoren op ESG-vlak zodat ethische voorkeuren van beleggers in lijn worden gebracht met de karakteristieken

⁵ ['The Global Risks Report 2022'](#), WEF, 2022.

⁶ ['Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development'](#), VN, 2015.

⁷ ['A Broken System Needs Urgent Repairs'](#), Economist, 2022.

⁸ ['Impact investments: a call for \(re\)orientation'](#), T. Busch et al, 2021.



van de beleggingen. Verwarrend genoeg hanteren de meeste fondsen die zichzelf een 'impact'-label geven een dergelijke strategie.⁹ Het cruciale punt is dat deze ondernemingen mogelijk ook zonder de investering deze doelen zouden behalen of deze activiteiten zouden uitvoeren, als zij andere financieringsbronnen kunnen aanspreken. De investering op zich maakt in dat geval geen verschil voor de uitkomst. Dat is bij een *impact*-strategie wel het geval, aangezien daar een causaal verband te leggen is tussen de investering en een bepaalde duurzame uitkomst.

4.3.3 Hoe maakt duurzame financiering impact?

Duurzame investeerders kunnen duurzame uitkomsten beïnvloeden via het kapitaalallocatiekanaal of het engagementkanaal. Zij kunnen impact genereren door meer te beleggen in duurzame ondernemingen of minder in vervuilende ondernemingen (kapitaalallocatie), of door in hun rol als aandeelhouder ondernemingen proberen aan te zetten tot verduurzaming (engagement). Er zijn ook enkele indirecte manieren waarop duurzame financiering een impact kan hebben. Het belangrijkste indirecte kanaal om impact te maken valt te omschrijven als het reputatiekanaal. Consumenten en potentiële werknemers kunnen bijvoorbeeld besluiten een niet-duurzaam bedrijf te mijden. Deze dreiging kan zo'n niet-duurzaam bedrijf stimuleren om duurzamer te worden. Hoewel deze indirecte effecten wel aanwezig kunnen zijn, is het aandeel dat kan worden toegeschreven aan duurzame financiering lastig te onderscheiden van bredere maatschappelijke druk door consumenten, belangenorganisaties etc.¹⁰

4.3.4 Impact via kapitaalallocatie

De werking van het kapitaalallocatiekanaal vereist een goede identificatie van (niet-)duurzame ondernemingen, een effect op de prijs van kapitaal en een effect op groei van duurzame bedrijven. Om het kapitaalallocatiekanaal te laten werken zijn drie stappen nodig: 1) identificatie, waarin duurzame

investeerders met succes milieuvriendelijke bedrijven identificeren; 2) prijseffect, waarin er een effect is op de prijsstelling en de toename van de vraag naar dergelijke bedrijven de kredietkosten van deze bedrijven verlaagt en 3) groeieffect, waarin de lagere kredietkosten de groei van de duurzame bedrijven versterken (zie figuur 15).¹¹ Op het moment dat er belemmeringen zijn in een van deze stappen zal de uiteindelijke duurzame impact die een belegging kan maken, worden gereduceerd.

Figuur 15. Drie stappen voor werking kapitaalallocatie.



Identificatie in het kapitaalallocatiekanaal

Identificatie vereist dat een voldoende groot deel van de markt op dezelfde wijze (niet-)duurzame bedrijven identificeert. Een groot genoeg aandeel van de markt moet (niet-)duurzame bedrijven op juiste en eenduidige wijze identificeren om een voldoende sterk signaal af te geven. Hier is veel regulering op gericht. Er zijn echter enkele uitdagingen voor een dergelijk eensgezind signaal uit de markt. Ten eerste wordt er door ondernemingen op verschillende wijze gerapporteerd over duurzaamheidsprestaties. Het verslaggevingsraamwerk is nog in ontwikkeling

⁹ 'The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim', L. Scheitza et al, 2022.

¹⁰ 'Active Ownership', E. Dimson et al, 2015.

¹¹ 'Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact', J.F. Kölbl et al, 2020.

¹¹ De redenatie werkt ook omgekeerd: identificatie niet-duurzame bedrijven, toename financieringskosten van deze bedrijven, (relatieve) krimp van deze bedrijven.



en moet het in de toekomst eenduidiger maken en makkelijker om bedrijven te beoordelen op duurzaamheidsprestaties waardoor prijseffecten bij de juiste ondernemingen terecht komen.¹² Ten tweede is er sprake van definitiekwesties waardoor verschillende beleggers anders kunnen denken over wat duurzaam is (paragraaf 2). De taxonomie van de EU biedt hiervoor een gezamenlijk uitgangspunt. De politieke discussie in dat kader of bijvoorbeeld gas duurzaam genoemd kan worden, is tegelijk ook illustratief voor de uitdagingen van een gezamenlijke definitie.¹³ ESG-ratings kunnen met eenvoudig te gebruiken scores over hoe duurzaam een onderneming is ook een rol spelen in het bieden van een gedeeld uitgangspunt over welke ondernemingen duurzaam zijn. ESG-ratings hanteren echter verschillende doelstellingen, definities en methodologieën en verschillen onderling in welke ondernemingen de hoogste ratings krijgen.¹⁴ Hierbij zijn ook zorgen dat greenwashing resulteert in onterecht hoge ESG-ratings, wat het probleem van identificatie verder versterkt.¹⁵ Regulering van ESG-ratingsaanbieders kan deze transparanter en betrouwbaarder te maken.¹⁶

Prijseffect van het kapitaalallocatiekanaal

Er is voornamelijk bescheiden bewijs voor het noodzakelijke prijseffect door ESG-investeringen. Onderzoekresultaten zijn niet eenduidig

maar er zijn verschillende onderzoeken die aantonen dat duurzame beleggingen eenzelfde of een lager rendement hebben dan niet-duurzame beleggingen. Een lager rendement is consistent met een prijseffect waarbij duurzame ondernemingen tegen lagere kapitaalkosten kunnen financieren.¹⁷ Onderzoeken tonen wel aan dat, gegeven het huidige beperkte vermogensaandeel van duurzame investeerders, het effect op kapitaalkosten te klein is om echt een factor van belang te zijn.¹⁸ Het directe prijseffect van een individuele retailbelegger is hierbij te verwaarlozen, maar voor grote institutionele investeerders is dit anders.¹⁹ Op het moment dat het vermogensaandeel van duurzame beleggers toeneemt en banken en institutionele beleggers dezelfde druk uitoefenen zal het prijseffect groter worden. Ook dan is er een grote verschuiving nodig naar duurzaam beleggen om tot een zichtbaar prijseffect te komen.²⁰ Een verbeterde documentatie en classificatie kunnen ervoor zorgen dat de prijseffecten bij de 'juiste' ondernemingen terecht komen en in de toekomst wellicht zichtbaarder worden. Dit prijseffect is overigens indirect. Het prijseffect komt in eerste instantie ten goede aan de eigenaren van de aandelen die hun aandelen of obligaties op de secundaire markt kunnen verkopen, maar zorgt ook voor gunstigere financieringsvoorwaarden van de uitgevende bedrijven op de primaire markt.²¹

¹² ['AFM pleit voor meer eenduidigheid en uitvoerbaarheid van internationale standaarden voor duurzaamheidsverslaggeving'](#), AFM, 2022.

¹³ ['EU faces down critics over green investment label for gas and nuclear power'](#), FT, 2022.

¹⁴ ['Call for a European Regulation for the provision of ESG data, ratings, and related services'](#), AFM & AMF, 2020.

¹⁵ ['ESG-ratings leiden niet tot maatschappelijk verantwoord beleggen'](#), B. van der Kroft & D. Bams, 2022.

¹⁶ ['Do Financial Advisors Exploit Responsible Investment Preferences?'](#), M. Laudi et al, 2021.

¹⁷ ['AFM's response to EU consultation on regulation of ESG ratings providers'](#), AFM, 2022.

¹⁸ ['Dissecting green returns'](#), L. Pastor et al, 2022.

¹⁹ ['Do investors care about carbon risk?'](#), P. Bolton & M. Kacperczyk, 2021.

Zie ook [Bolton and Kacperczyk \(2019\)](#) die bewijs vinden dat beleggers een premium vragen aan ondernemingen met CO₂-uitstoot en [Hong and Kacperczyk \(2009\)](#) die vinden dat "sin" stocks (i.e., producenten van alcohol, tobacco, and gaming) het beter doen dan non-sin stocks. [Barber et al. \(2021\)](#) die vinden dat venture capital funds die ook voor social impact gaan een lagere performance hebben. [Baker et al. \(2018\)](#) en [Zerbib \(2019\)](#) vinden dat green bonds geprijsd zijn met een premium en lagere returns halen dan traditionele bonds. Recent onderzoek door [Van Dijk, Alvis & Krueger \(2022\)](#) vindt geen prijseffect. Maar er zijn ook onderzoeken die juist een positief prijseffect vinden. Het lastige van dit soort onderzoek is dat duurzame investeringen vaak ook een ander risicoprofiel hebben ([Krueger et al., 2020](#); [Ilhan et al., 2020](#)) en dat het lastig is daarvoor goed te corrigeren.

¹⁸ ['The Impact of Impact Investing'](#), J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

¹⁹ ['Climate Impact Investing'](#), T. de Angelis et al, 2022.

¹⁹ ['Unpacking the Impact in Impact Investing'](#), P. Brest & K. Born, 2013.

²⁰ ['The Impact of Impact Investing'](#), J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

²¹ En als het gaat om derivaten, zoals ETFs, zit hier nog een extra schakel tussen.



Groeieffect van het kapitaalallocatiekanaal

Het additionele effect op duurzame groei van bedrijven door goedkopere financiering werkt voornamelijk voor bedrijven die afhankelijk zijn van financiering. 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.²² 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, d.w.z. risico's die weinig materialiseren maar wel grote nadelige effecten hebben als dit gebeurt. Het geldt in veel mindere mate bij beursgenoteerde bedrijven, waar retailfondsen 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.

4.3.5 Impact via engagement

Het engagementkanaal kan succesvol zijn in het genereren van impact. Dit kanaal is vooral toegankelijk voor institutionele investeerders. Investeerders zoals die verenigd 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 er met deze methode met succes ervoor gezorgd dat bedrijven zichzelf emissiedoelen zijn gaan stellen.²³ Bovendien heeft dit kanaal een veel lagere participatiegraad nodig om succesvol te zijn dan het kapitaalallocatiekanaal.²⁴ Er zijn wel enkele kanttekeningen bij de reële impact van engagement te plaatsen. De onderzochte effecten hebben betrekking op het stellen van duurzame doelen en het rapporteren daarover door ondernemingen. Het moet nog blijken wat de daadwerkelijke milieueffecten daarvan zijn. In het algemeen zijn de inspanningen en resultaten van engagement door individuele partijen, hoewel deze wel degelijk significant kunnen zijn, lastig aan te tonen en te beoordelen door beleggers.²⁵

²² ['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.

²³ ['Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact'](#), J.F. Kölbl et al, 2020.

['Which Institutional Investors Drive Corporate Sustainability?'](#), M. Ceccarelli et al, 2022.

²⁴ ['The Impact of Impact Investing'](#), J.B. Berk & J.H. van Binsbergen, 2021.

²⁵ ['AFM pleit voor meer eenduidigheid en uitvoerbaarheid van internationale standaarden voor duurzaamheidsverslaggeving'](#), AFM, 2022.



4.4 Keuzeproblemen bij beleggers die impact willen maken

De AFM heeft onderzoek gedaan naar de motivaties en verwachtingen van retailbeleggers. De AFM heeft onderzoek uitgevoerd onder ruim 500 retailbeleggers die duurzaam beleggen. Uit het onderzoek blijkt dat beleggers verschillende motivaties en verwachtingen hebben van duurzaam beleggen.²⁶ Bovendien geeft het onderzoek aanwijzingen voor problemen in het keuzeproses, waardoor beleggers er mogelijk niet in slagen om het product te vinden dat bij hun duurzaamheidsmotivaties aansluit.

Uit eerder internationaal onderzoek naar de verwachtingen van duurzame beleggers blijkt dat de onderliggende motivaties van beleggers zijn in te delen in drie categorieën. De verschillende motivaties zijn in zekere zin een illustratie van de uitdagingen met identificatie van duurzame ondernemingen. De grenzen tussen de drie motivaties zijn diffuus, een belegger kan alle drie in meer of mindere mate belangrijk vinden:²⁷

- **Impact.** Beleggers willen een positieve duurzame verandering teweegbrengen met hun belegging. Van belang hierbij is de 'additionaliteit' van de belegging.
- **Ethisch.** Beleggers willen beleggen in ondernemingen die in lijn zijn met hun persoonlijke normen en waarden.
- **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. Uit een onderzoek onder Franse en Duitse beleggers in 2019 kwam naar voren dat impact maken de belangrijkste reden is om duurzaam te beleggen.²⁸ 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% geeft aan te beleggen om beleggingen in lijn te brengen met normen en waarden en 68% om tot een betere risico/rendement verhouding te komen), maar nog steeds substantieel.²⁹ Ook in een onderzoek onder Nederlandse deelnemers van een pensioenfonds wil een grote meerderheid rendement opgeven om impact te maken door middel van een engagementstrategie.³⁰ Een gemene deler is dat impact een belangrijke, en in sommige studies de belangrijkste, reden is dat beleggers kiezen voor duurzaam beleggen.

Nieuw onderzoek van de AFM bevestigt dat impact maken de belangrijkste motivatie is om duurzaam te beleggen. In ons onderzoek geeft bijna de helft van de duurzame beleggers (49%) aan dat het teweegbrengen van een positieve duurzame verandering ('impact maken') het belangrijkste doel is voor duurzaam beleggen (zie figuur 16).³¹ Ongeveer 30% geeft aan dat het 'beleggen in lijn met persoonlijke normen en waarden' de belangrijkste motivatie is. 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.

²⁶ 'Duurzame beleggers in kaart', AFM, november 2022.

²⁷ 'Guidance for assessing client sustainability preferences', 2^o Investing Initiative, 2022.

²⁸ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2^o Investing Initiative, 2020.

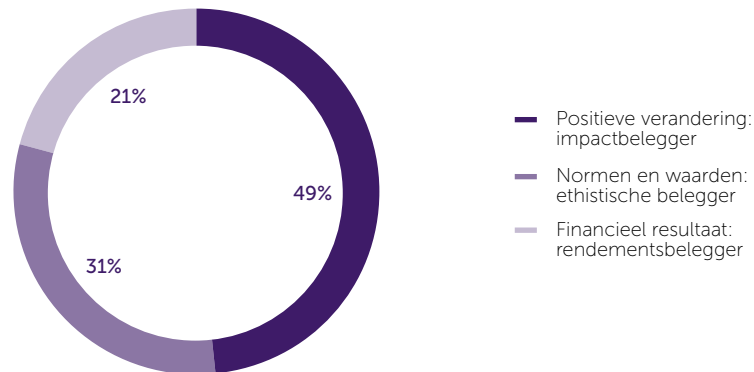
²⁹ 'What do your clients actually want?', 2^o Investing Initiative, 2022.

³⁰ 'Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments', R. Bauer et al, 2021.

³¹ 'Duurzame beleggers in kaart', AFM, november 2022.



Figuur 16. Positieve verandering is de belangrijkste reden om duurzaam te beleggen.



Bron: AFM.

Duurzaam beleggen gaat gepaard met verschillende soorten informatieproblemen. Duurzaam beleggen kent verschillende informatieproblemen die kunnen leiden tot marktfalen: onduidelijkheid over de precieze invulling van het begrip duurzaamheid, gebrek aan gestandaardiseerde informatie voor beleggers en gebrek aan informatie en data over duurzaamheidsprestaties.³² Veel nieuwe duurzaamheidsgerelateerde regelgeving is erop gericht om deze informatieproblemen te verminderen. Het verwerken van de hoeveelheid en complexiteit van informatie kan voor consumenten echter een uitdaging zijn.³³ Aanbieders

kunnen in de benadering van klanten over duurzaamheid daarom een belangrijke stap maken in het scheppen van duidelijkheid naar klanten.

Consumenten zijn vaak slecht in staat om een passende keuze te maken als het gaat om duurzaam beleggen. Uit de literatuur blijkt dat er veel verwarring is bij consumenten over duurzaam beleggen.³⁴ Beleggers kunnen doel en middelen vaak niet goed van elkaar onderscheiden en maken de onjuiste veronderstelling dat de aankoop van een aandeel in een duurzame onderneming automatisch duurzaamheidseffecten realiseert. 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.

Daarnaast versterken factoren aan de aanbiederskant mogelijk de verwarring bij consumenten. Aanbieders leggen de nadruk op de beleggingsstrategie in plaats van het beleggingsdoel, waardoor beleggers niet kunnen bepalen welk product bij hun eigen beleggingsdoel past. Nieuwe regelgeving die beleggingsondernemingen verplicht de voorkeuren van beleggers uit te vragen en aanbieders verplicht om dit in hun product-governance mee te nemen, maar ook wetgeving over transparantie, moeten dit gat dichten. Daar komt bij dat producten die daadwerkelijk impact maken relatief weinig voorkomen en mogelijk ook een risicoprofiel hebben dat bij de meeste (retail)beleggers niet past.³⁵ Bovendien lijken ook aanbieders van beleggingen verschillende interpretaties van 'impact' te hanteren.³⁶ Het begrip 'impact' lijkt te verwateren en wordt in toenemende mate inwisselbaar gebruikt met 'duurzaam', 'ESG' of andere gerelateerde termen ('impact-

³² 'Position paper AFM en Duurzaamheid', AFM, 2020.

³³ 'Consumer testing pre-contractual and periodic ESG financial product information', AFM, 2020.

³⁴ 'A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably', 2^e Investing Initiative, 2020.

'Duurzame beleggers in kaart', AFM, november 2022.

³⁵ 'Duurzaam retailbeleggen vereist het nodige huiswerk', AFM, 2022.

'Global Sustainable Investment Review 2020', GSIA, 2021.

³⁶ 'EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose', Eurosif, 2022.

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



washing').³⁷, ³⁸ Tot slot maken fondsen die wel gericht zijn op additionaliteit of 'impact', deze claim mogelijk ook niet altijd waar.³⁹

4.5 Conclusie

Het is toe te juichen dat beleggers hun steentje willen bijdragen en door middel van duurzame financiering impact willen maken op het gebied van klimaatverandering. De urgentie van het tegengaan van extreme klimaatverandering is inmiddels luid en duidelijk. Het is positief dat beleggers door middel van hun beleggingen een bijdrage willen leveren aan de duurzaamheidsdoelen, en dat veel aanbieders daarin willen voorzien.

Primaire oplossingen door overheden (beprijzen, voorschrijven, belasten) zijn de meest effectieve en efficiënte oplossingen voor de meeste duurzaamheidsdoelen. Het is belangrijk dat beleggers die impact nastreven een goed beeld hebben van de daadwerkelijke impact en eventuele beperkingen daaraan die gepaard gaat met de meest gebruikelijke duurzame financieringsstrategieën. Effectieve reductie van CO₂-uitstoot is bijvoorbeeld vooral te verwachten door beprijzing van CO₂-uitstoot en directe regulering. Duurzame financiering kan deze maatregelen ondersteunen, en onder de juiste condities ook duurzame impact maken. Het is daarmee een onderdeel van de beleidsmix gericht op het bereiken van duurzaamheidsdoelen, door enerzijds duurzaamheidsrisico's gemoeid met de ondernemingen goed de waarden, en anderzijds impact te maken op duurzaamheidsdoelen.

Duurzame financiering kan impact maken door het kapitaalallocatiekanaal en het engagementkanaal. Via het kapitaalallocatiekanaal moet sprake zijn van succesvolle identificatie van duurzame ondernemingen, gevolgd door een prijs- en groei-effect. Dit kanaal is met name effectief bij ondernemingen

die anders lastig aan financiering komen. Dat suggereert dat andere kredietverstrekkers (zoals banken) wellicht een grotere rol kunnen spelen. Daarnaast kunnen minder duurzame ondernemingen via engagement worden aangejaagd om duurzamer te worden. Dit vereist wel dat wordt belegd in minder duurzame ondernemingen en het is uitdagend om de precieze effecten te kunnen aantonen. Beide kanalen worden effectiever als zowel retailbeleggers, institutionele beleggers als andere kredietverstrekkers ondernemingen dezelfde duurzame richting op willen sturen.

Retailbeleggers lijken op dit moment onbekend met de achterliggende mechanismen van duurzame financieringsstrategieën. Ze hebben weinig kennis over de kanalen waarmee impact ('additionaliteit') kan worden gerealiseerd, en onderscheiden strategieën gebaseerd op 'value-alignment' onvoldoende van impactstrategieën. Dit vergroot het risico dat duurzame beleggers producten aanschaffen die hun impactdoelstellingen niet kunnen realiseren. De communicatie van aanbieders draagt mogelijk bij aan de verwarring, doordat zij zich vaak richten op beleggingsstrategieën in plaats van doelen en er diverse invullingen van 'duurzaamheid' een 'impact' op na houden. Nieuwe regelgeving over zowel het uitvragen van voorkeuren als over transparantie moet dit probleem mitigeren. Het is belangrijk dat deze regelgeving op Europees (en waar mogelijk mondiaal) niveau wordt geharmoniseerd om eenduidigheid en vergelijkbaarheid te bevorderen. Wat de invulling daarvan betreft bevestigt het onderzoek dat transparantie-eisen moeten beginnen bij het denk- en beslis kader van de consument, in plaats van bij de complexiteit van de markt. Transparantieregels over duurzaamheid beogen inzicht te geven in hoeverre financiële producten die verantwoordelijk zeggen te beleggen, ook daadwerkelijk positieve impact op klimaat en maatschappij hebben. Daarnaast moeten aanbieders van financiële producten duidelijk maken hoe zij duurzaamheidsrisico's meenemen in het risicobeheer van hun beleggingen. Daarbij kun je denken

³⁷ 'Impact investments: a call for (re)orientation', T. Busch et al, 2021.

³⁸ Bovendien lijken impactfondsen en SFDR artikel 9 synoniemen geworden, terwijl de SFDR niet als label is bedoeld en geen dergelijke impactdefinitie bevat (Heeb & Walkate 2022). De AFM plaatste eerder ook al vraagtekens bij de toepassing van de SFDR classificatie, mede op basis van (te) ruimte duurzaamheidsdoelstellingen van deze fondsen (AFM, 2021).

³⁹ 'The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim', L. Scheitza et al, 2022.



aan het risico van overstromingen of dat bepaalde ondernemingen waarde verliezen als gevolg van de energietransitie.

Het is daarom belangrijk dat aanbieders transparant communiceren over de doelstellingen van hun producten en de impactimplicaties die daarbij horen. Aanbieders moeten geen claims maken die zij niet kunnen waarmaken. Als impact wordt geclaimd, moeten aanbieders deze claim kunnen onderbouwen en helder aantonen. Als impact wel een mogelijk gevolg van de belegging is, maar niet aangetoond kan worden, moet de claim daarmee in lijn zijn. De AFM zal in de toekomst meer aandacht geven aan hoe aanbieders met duurzaamheidsclaims kunnen omgaan. Daarnaast kunnen aanbieders in het kader van impactproducten wellicht meer werk maken van de kanalen die in potentie effectief zijn, zoals het engagementkanaal. Bovendien kunnen aanbieders risicovolle impactproducten toegankelijker maken voor het bredere retailsegment zolang deze passend zijn.