

# Consument accepteert meer risico en lager rendement voor duurzame belegging

1 september 2020

*Guy Puylaert*

*Medewerker toezicht bij de Autoriteit Financiële Markten*

*Wilte Zijlstra*

*Onderzoeker bij de Autoriteit Financiële Markten*

## In het kort

- Particuliere beleggers nemen in experimenten genoeg met lagere rendementen en meer risico als beleggingen duurzaam zijn.
- Juist omdat duurzaamheid verkoopt is toezicht op duurzaam beleggen en duurzaamheidsclaims in marketing belangrijk.

**De maatschappelijke roep om duurzaam te beleggen wordt steeds luider. Maar in hoeverre is de particuliere belegger bereid om meer risico of een lager rendement te aanvaarden in ruil voor een duurzame belegging? Digitale experimenten van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) geven inzicht in die vraag.**

In de financiële markten is de transitie naar een duurzame samenleving en economie goed zichtbaar. Het aanbod voor consumenten van beleggingsproducten en -diensten met een duurzaam karakter is sterk toegenomen. Hierdoor is het ook voor niet-professionele beleggers mogelijk om met hun investeringen een positieve en duurzame impact te hebben. Duurzaam beleggen kan bijvoorbeeld aan de hand van principes op het gebied van milieu, sociaal beleid en goed ondernemingsbestuur (*Environmental, Social en Governance, ESG*).

Scholtens (2018) stelt *'de omvang van duurzaam sparen en beleggen voor particulieren is beperkt, maar groeit in relatie tot de totale Nederlandse particuliere spaar- en beleggingsmarkten.'* De cijfers vanaf begin jaren 90 laten een gestaag stijgende lijn zien met in 2015 een aandeel van 9% voor duurzaam beleggen door particulieren. Door verhoogde aandacht voor duurzaamheid en de *Sustainable Development Goals* van de Verenigde Naties, is het beeld dat die trend alleen maar door blijft zetten.

Het aspect duurzaamheid lijkt aan belang te winnen in het financiële beslisproces. Amerikaans onderzoek laat zien dat beleggingsfondsen na het krijgen van de hoogste duurzaamheids-rating van Morningstar, in 11 maanden tijd een netto instroom van meer dan \$24 miljard aan belegd vermogen ontvingen. Fondsen met de laagste score voor duurzaamheid zagen juist een netto uitstroom van \$12 miljard in dezelfde periode na publicatie van de scores (Hartzmark en Sussman, 2019). De onderzoekers concluderen dat beleggers in de Verenigde Staten duurzaamheid positief waarderen.

Riedl en Smeets (2017) onderzochten waarom particuliere beleggers bij Robeco duurzaam willen investeren. Zij concluderen dat beleggers vooral intrinsiek gemotiveerd zijn. Ook sociale preferenties en het aantonen van hun maatschappelijke betrokkenheid lijken hun voorkeur voor duurzame producten te bepalen. Financiële motieven spelen bij deze beleggers minder een rol. Zo waren de kosten, uitgedrukt als *total expense ratio*, van de maatschappelijk verantwoorde aandelenfondsen in dit onderzoek met 2,2% significant hoger dan van de reguliere fondsen (1,5%).

De onderzoeken wijzen er op dat duurzame aspecten invloed hebben op beleggingskeuzes. De AFM wil daarom zicht hebben op de wijze waarop informatie over duurzaamheid wordt vormgegeven en wat het effect is van marketing van duurzame producten op het beleggingsgedrag van consumenten. *'Consumenten en andere afnemers worden goed geïnformeerd en geadviseerd over duurzaamheidsfactoren ter ondersteuning van hun financiële beslissingen. Zij krijgen een product dat passend is bij hun behoefte'* is dan ook een van de uitgangspunten in het toezicht van de AFM op duurzaamheid (AFM, 2020).

## Twee experimenten

In de twee experimenten met particuliere beleggers onderzocht de AFM wat het (relatieve) economische belang is van het (generieke) kenmerk 'duurzaam' in relatie tot bijvoorbeeld risico of verwacht rendement van de belegging. De experimenten zijn in online panels uitgevoerd en zagen op intenties, niet op daadwerkelijk handelsgedrag. In 2015 is een niet-representatieve steekproef uit het AFM Consumentenpanel gebruikt, in 2018 bestond de representatieve steekproef uit particuliere beleggers afkomstig van het panel van marktonderzoeksbureau GfK.

Respondenten kregen in beide experimenten een gefingeerde, gestileerde advertentie te zien; de ene helft met meer nadruk op duurzaamheid ('Beleggen voor een duurzame wereld'), de andere helft zonder die specifieke aandacht ('Beleggen over de hele wereld'). De niet-duurzame conditie benadrukt zelfs nog het positieve aspect van spreiding. Daarnaast varieerde verwacht rendement of risicoklasse. Figuur 1 laat een voorbeeld van getoonde advertenties zien.

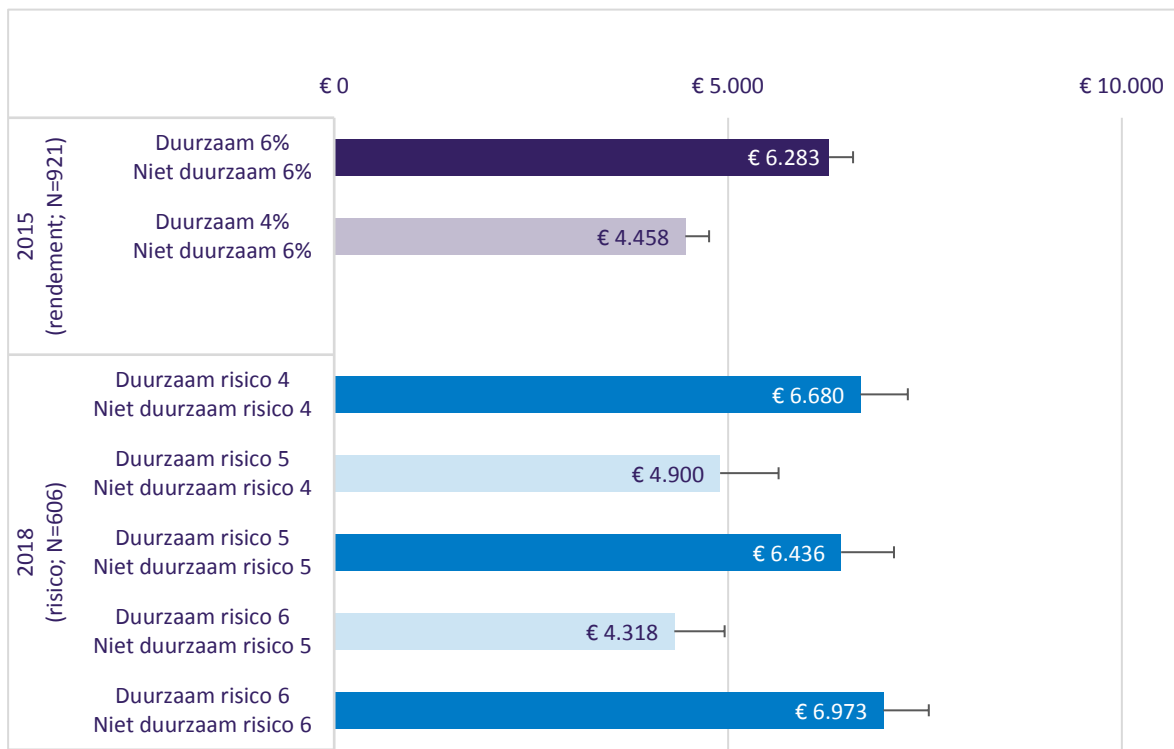


Figuur 1: Toonmateriaal met links de duurzame belegging en rechts de niet-duurzame belegging. In dit voorbeeld heeft de duurzame variant aan de linkerkant een risico-categorie van 6, en de niet-duurzame belegging aan de rechterkant scoort een 5 op de risicometer rechtsboven.

Respondenten geven hun voorkeur weer door €10.000 te verdelen over deze twee beleggingen. Wanneer alle andere kenmerken verder identiek zijn, is er een significante voorkeur voor duurzaam beleggen. Voor de vier groepen waarbij risico en rendement verder gelijk zijn, wijzen beleggers gemiddeld genomen tussen de €6.283 en €6.973 toe aan de duurzame variant (de vier donkere balken in Figuur 2).

### Belegger investeert duurzaam, ook bij lager rendement of hoger risico

Bedrag geïnvesteerd in duurzame variant (van in totaal €10.000)



Figuur 2: Duurzame versus niet-duurzame ('reguliere') belegging. In de donkere balken waren risico en rendement identiek tussen de duurzame en reguliere belegging. Bij de lichtpaarse balk is het rendement voor de duurzame belegging lager, bij de lichtblauwe balken is het risico hoger voor de duurzame belegging. Bedragen zijn gemiddelden met 95% betrouwbaarheidsinterval

In het experiment dat in 2015 met het AFM ConsumentenPanel is uitgevoerd, is ook getest hoe deze preferentie voor duurzaam zich verhoudt tot verwacht rendement. Wanneer de niet-duurzame aanbieding een verwacht rendement van 6% heeft en de duurzame 4%, verschuift de verdeling en is de gemiddelde investering in de duurzame aanbieding €4.458.

In de AFM Consumentenmonitor van najaar 2018, is een vergelijkbaar experiment gedaan waarbij is gevarieerd met de risicocategorie van de belegging. Die kan variëren van 1 tot en met 7, waarbij obligatiefondsen vaak in categorie 4 vallen en aandelen(fondsen) vaak in hogere categorieën zoals 5 of 6 vallen. Hoe hoger het getal van de risicocategorie, hoe hoger het risico. De risicometer met de zeven risico-categorieën is wettelijk verplicht en gestandaardiseerd. Wanneer de risico-classificatie voor de duurzame belegging één categorie hoger is –dus riskanter–, beweegt de verdeling van de €10.000 naar een half-half verdeling. Bij een duurzame aanbieding met risico-categorie 5 en een niet-duurzame aanbieding met risicoklasse 4, investeert men gemiddeld genomen €4.900 (= 49 procent) in de duurzame variant.

Voor de twee groepen met een gelijk risicoprofiel tussen de duurzame en niet-duurzame variant, kiest ongeveer 40 procent ervoor om alles in de duurzame variant te investeren en rond de 10 procent om niets in de duurzame variant te investeren. Wanneer de duurzame belegging één risicocategorie hoger zit dan de niet duurzame belegging, belegt 23 procent de volledige €10.000 in de niet-duurzame variant.

## Conclusies en beleidsimplicaties

Concluderend lijkt het duurzame aspect van een belegging ervoor te zorgen dat een duurzame belegging gemiddeld genomen ongeveer net zo attractief is als een reguliere belegging die een verwacht rendement heeft dat enkele procentpunten hoger ligt. Hetzelfde geldt voor risico: afgezet op de wettelijk verplichte risicocategorisatie met zeven categorieën, blijkt een belegging zonder nadruk op duurzaamheid die één risico-categorie lager is ingeschaald ongeveer net zo aantrekkelijk als de (riskantere) duurzame belegging.

Klanten zijn over de gehele linie gezien bereid iets op te geven om duurzaam te kunnen beleggen. Of kort gezegd: *'Sustainability sells'*. Welk aspect van duurzaamheid precies zorgde voor de aantrekking, is hier niet vast te stellen omdat alleen het generiek, abstracte concept duurzaam is gebruikt. De belegger kon hier zijn eigen invulling aan geven. Een alternatieve verklaring die we ook niet kunnen uitsluiten is dat respondenten juist niet internationaal ("over de hele wereld") willen beleggen en daarom voor de duurzame versie kozen.

Gegeven dat klanten bereid lijken iets op te geven om duurzaam te beleggen, is het belangrijk dat producten en diensten met het label 'duurzaam' ook daadwerkelijk een duurzame impact hebben. *Greenwashing* moet voorkomen worden, waarbij partijen niet-duurzame producten door gelijke marketing als duurzaam aanprijzen om meer te verkopen. Dat doet namelijk afbreuk aan het belang van de klant en misbreuk holt op lange termijn de toegevoegde waarde van duurzame kenmerken uit.

Financiële ondernemingen moeten er dus voor zorgen dat de duurzame producten die ze aanbieden daadwerkelijk duurzaam zijn. Ze hebben de verantwoordelijkheid eerlijk en evenwichtig te communiceren over voordelen van hun product, waaronder duurzaamheid. De positieve kanten van een product of dienst mogen ook niet afleiden van de mogelijke nadelen van een product zoals de kosten of de risico's die er aan verbonden zijn. Al met al moeten klanten goed geïnformeerd een (duurzame) keus kunnen maken en erop kunnen vertrouwen dat informatie en marketing van financiële ondernemingen over deze aspecten correct, duidelijk en niet-misleitend is. De AFM houdt toezicht op de naleving van wettelijke normen voor informatieverstrekking. Ook voor informatie over duurzame kenmerken staat voorop dat de informatie niet misleidt of beleggers een te rooskleurig beeld geeft van de (duurzame) prestaties.

De ontwikkeling van wetgeving met een gedeelde definitie van wat duurzaam is, zal bijdragen aan meer transparantie en betere informatie in de markt voor duurzaam beleggen. Zo werken Europese beleidsmakers samen met de markt aan een taxonomie met daarin een classificatie van welke economische activiteiten als ecologisch duurzaam kunnen worden aangemerkt (Europese Commissie, 2020).

Duurzaamheid is een onderwerp dat voor zowel consumenten als voor financiële ondernemingen steeds prominenter op de agenda staat. Het vertrouwen van beleggers in duurzame producten en diensten is belangrijk voor zowel de korte als de lange termijn. 'Sustainability sells' is dan ook iets waar marktpartijen, de wetgever en toezichthouders rekening mee moeten houden om de ontwikkelende markt voor duurzaam beleggen goed te laten functioneren.

## Referenties

AFM (2020) Position paper AFM en duurzaamheid [www.afm.nl/nieuws/2020/juni/visie-duurzaamheid](http://www.afm.nl/nieuws/2020/juni/visie-duurzaamheid) (gepubliceerd op 25 juni 2020)

Europese Commissie (2020) EU taxonomy for sustainable activities [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en)

Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. Working Paper [https://ecgi.global/sites/default/files/working\\_papers/documents/finalhartzmarksussman2.pdf](https://ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/finalhartzmarksussman2.pdf)

Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds? *The Journal of Finance*, 72(6), 2505-2550.

Scholtens, B. (2018) Maak effecten van duurzaam sparen en beleggen inzichtelijk. *ESB* 103 (4766S), 83-85

---

Dit onderzoek is ook gepubliceerd in Economische Statistische Berichten (ESB).