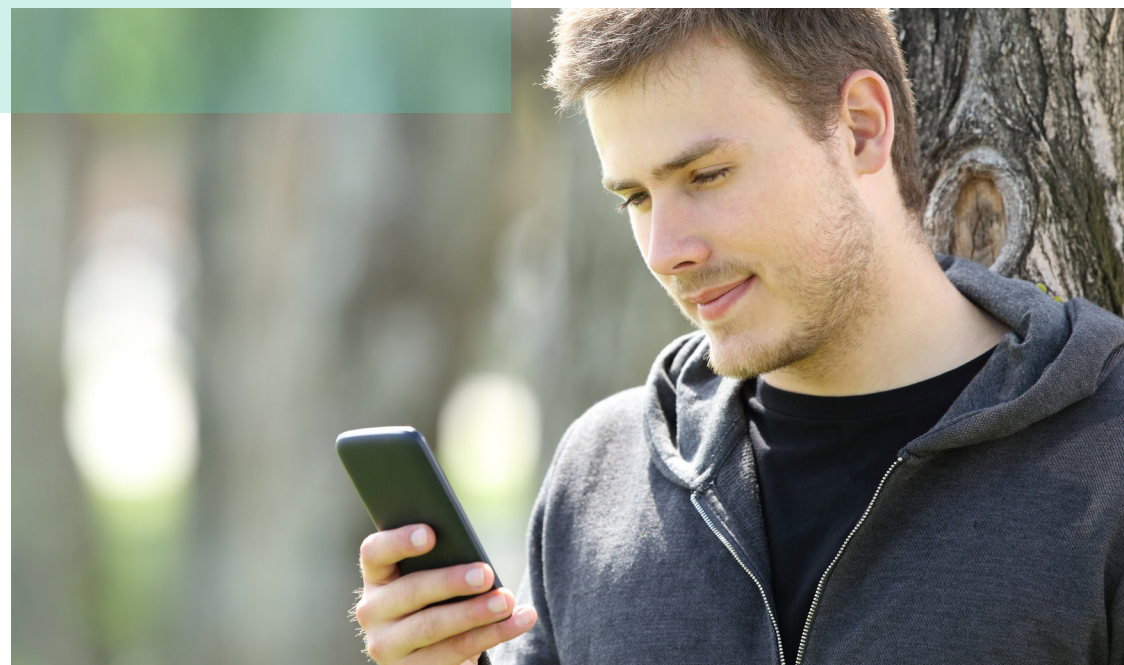


03

Beleggingsgedrag van execution-only-beleggers



De AFM heeft onderzoek gedaan onder retailbeleggers in het execution-only-kanaal. Dit geeft inzicht in verschillende kenmerken van deze beleggers, zoals leeftijd en belegd vermogen. Daarnaast krijgen we meer inzicht in het door hen gerapporteerde gedrag. Hieruit blijkt dat ongeveer 32% van de execution-only-beleggers suboptimaal gedrag laat zien, zoals onvoldoende spreiden of veel handelen. Ongeveer 12% van de beleggers vertoont suboptimaal gedrag, terwijl de kans groot is dat ze het vermogen nodig hebben, vanwege een beperkte buffer of een beleggingsdoel in de toekomst waarbij de belegger afhankelijk is van zijn belegd vermogen. Dit betekent dat het financieel welzijn van deze beleggers door hun suboptimale gedrag in gevaar kan komen.





3.1 Inleiding

Door technologische ontwikkelingen verandert onze wereld in hoog tempo. Wie had 15 jaar geleden gedacht dat we al het nieuws, de boodschappen, onze sportprestaties en onze financiën konden bijhouden en beheren met een apparaatje dat in onze broekzak past? En dat we massaal zouden kijken naar video's waarin mede-consumenten ons vertellen welke dagcrème, fiets of financieel product we zouden moeten kopen? Deze ontwikkelingen hebben effect op veel sectoren, waaronder de beleggingssector. Niet alleen op de ondernemingen die actief zijn in deze sector, maar ook op de consumenten die deze diensten afnemen. Door het gebruik van websites en apps is het gebruiksgemak toegenomen en daarmee is de drempel voor het afnemen van de dienst verlaagd.

Voor de beleggingssector spelen daarnaast andere ontwikkelingen een grote rol. In hoofdstuk 1.1 werd al gerefereerd aan de lage rente. Hierdoor is het reële rendement op een spaarproduct al tijden negatief. Ook dit zorgt voor een toename van het aantal beleggers. In AFM-onderzoek is aan nieuwe beleggers (beleggers die maximaal 2 jaar beleggen) gevraagd wat een grote of doorslaggevende rol heeft gespeeld bij het starten met beleggen. Van die beleggers geeft 76% aan dat meer rendement willen maken dan op de spaarrekening een grote of doorslaggevende rol heeft gespeeld. Voor 38% speelde (mogelijk toekomstige) negatieve rente op de spaarrekening een grote of doorslaggevende rol.

Mede door deze omstandigheden zien we in dit onderzoek dat het aantal beleggende Nederlanders de afgelopen twee jaar sterk is toegenomen. Het aantal beleggende huishoudens is tussen 2019 en 2020 toegenomen met 11% tot 1,6 miljoen huishoudens en tussen 2020 en 2021 met 12% tot 1,9 miljoen huishoudens.

De meeste beleggers kiezen ervoor om zelf verantwoordelijk te zijn voor hun transacties en hun portefeuille. Deze vorm van dienstverlening wordt 'execution only' genoemd. Tussen 2016 en 2021 is het aandeel beginnende beleggers (maximaal 2 jaar ervaring) dat voor deze manier van beleggen koos, toegenomen van 58% naar 66%. De belegger krijgt geen advies van de beleggingsonderneming of bank bij het selecteren van beleggingen en het samenstellen van de portefeuille. Execution-only-beleggen is de meest toegankelijke vorm van beleggen. Door de lagere kosten is het ook met een kleiner budget gemakkelijk om in te stappen. En in de meeste gevallen vindt de dienstverlening volledig online plaats.¹

Box 7 Wat is execution-only-beleggen?

Er zijn drie typen dienstverlening waaruit een particuliere belegger kan kiezen: execution only, vermogensbeheer en beleggingsadvies.

Bij execution-only-dienstverlening stelt de klant zelf zijn portefeuille samen en besluit zelf over zijn beleggingen. De belegger krijgt van de drie typen dienstverlening de minste ondersteuning en hulp van de beleggingsonderneming. De klant is zelf in de regie voor het openen van de beleggingsrekening, de aan- en verkooptransacties, het vaststellen van het beleggingsdoel, de beleggingsstrategie en het volgen van marktontwikkelingen. Voordelen van execution only zijn de laagdrempeligheid en de lage kosten. Dit maakt execution-only-beleggen toegankelijk bij lage belegde vermogens, wat vaak niet geldt voor vermogensbeheer en beleggingsadvies.

Wettelijk gezien zijn er grote verschillen tussen de typen dienstverlening. Bij execution-only-dienstverlening dient een beleggingsonderneming te beoordelen of de financiële dienst en het product passend zijn

¹ Zie box 7 voor een nadere toelichting op wat execution-only-beleggen inhoudt en de regels voor beleggersbescherming die erop van toepassing zijn.



voor de klant. Een beleggingsonderneming is verplicht om de passendheidstoets af te nemen bij de execution-only-belegger. Dit is een vragenlijst waarbij de kennis- en ervaring van de belegger getoetst wordt. Voor niet-complexe producten, zoals aandelen, is een passendheidstoets niet nodig². Als een beleggingsonderneming oordeelt dat de financiële dienst niet passend is, dient hij de belegger te waarschuwen. Het is niet verplicht om de belegger na deze waarschuwing de toegang tot de dienst te onttrekken.

Bij de andere twee typen dienstverlening, vermogensbeheer en beleggingsadvies, moet een beleggingsonderneming een aanzienlijk grotere inspanning doen. De beleggingsonderneming moet, naast kennis en ervaring, onder andere het beleggingsdoel, de risicobereidheid, de beleggingshorizon en de financiële positie uitvragen³. Op basis van deze informatie geeft de beleggingsonderneming advies over een geschikte portefeuille (beleggingsadvies) of voert het beheer uit van het vermogen (vermogensbeheer). Hierbij geldt ook een onderhoudsplicht, de beleggingsonderneming moet doorlopend beoordelen of de portefeuille geschikt is voor de belegger. Door de hogere inspanning is vermogensbeheer en beleggingsadvies in de regel duurder dan execution-only-beleggen. Zie de tabel hiernaast voor een overzicht van de verschillen.

Tabel 6. Wettelijke verschillen in type dienstverlening.

	Execution only	Vermogensbeheer en beleggingsadvies
Beleggingsdoel	X	V
Beleggingshorizon	X	V
Financiële positie	X	V
Risicobereidheid	X	V
Onderhoud	X	V
Kennis en ervaring	V	V

De regels die van toepassing zijn op de beleggersbescherming van zelfstandige beleggers zijn ruim 15 jaar geleden opgesteld⁴. De markt is sindsdien substantieel veranderd, waardoor de vraag ontstaat of deze regelgeving op dit moment nog actueel is en de belegger voldoende bescherming geniet in het execution-only-kanaal. De eerste stap in het beantwoorden van deze vraag is een goed beeld krijgen van de markt.

Om inzicht te krijgen in de markt heeft de AFM een onderzoek uitgevoerd onder 850 execution-only-beleggers. Dit geeft ons inzicht in de leeftijd, ervaring, belegd vermogen en doelen van deze beleggers. Daarnaast krijgen we meer inzicht in het door hen gerapporteerde gedrag. Zo zien we bijvoorbeeld dat bijna een derde van de beleggers periodieke stortingen doet, waardoor ze het risico verkleinen hun gehele portefeuille op een top

² Artikel 4:24, vijfde lid Wft geeft een lijst met niet-complexe producten waarbij de passendheidstoets van artikel 4:24, eerste lid, Wft niet hoeft te worden uitgevoerd indien op initiatief van de klant een beleggingsdienst als bedoeld in onderdeel a of b van de definitie van een beleggingsdienst in artikel 1:1 Wft wordt verleend, en voor zover niet tevens sprake is van een nevendienst als bedoeld in onderdeel b van de definitie van nevendienst in artikel 1:1 Wft.

³ Artikel 4:23 Wft.

⁴ Deze regels zijn geïntroduceerd met de introductie van MiFID-regelgeving. Deze regelgeving is in 2007 van kracht geworden, de tekst van de richtlijn is in 2004 vastgesteld. In 2018 is MiFID II van kracht geworden, hierin zijn de regels voor de beleggersbescherming van execution-only-beleggers grotendeels gelijk gebleven.

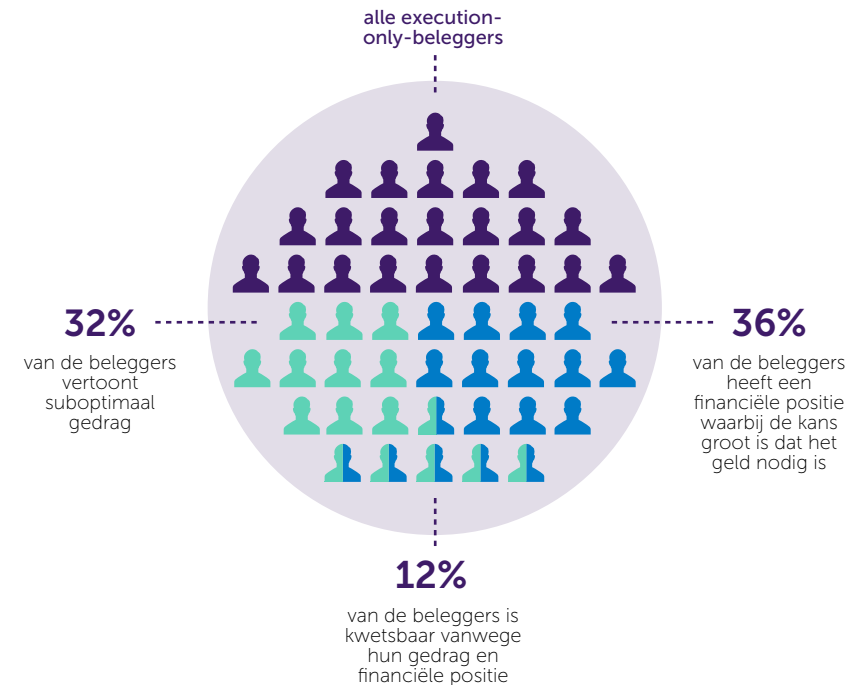


van de markt aan te kopen en de rendement-risicoverhouding van hun portefeuille verbetert. Tegelijkertijd zien we ook dat een ruime meerderheid van de beleggers wekelijks of vaker de waarde van zijn beleggingen bekijkt. Beleggers zijn geneigd te overreageren op prijschommelingen, waardoor dit gedrag kan leiden tot meer handelen⁵. Dit gaat ten koste van het rendement.

De AFM heeft zich in dit onderzoek gericht op het suboptimale gedrag van beleggers. We weten uit verschillende wetenschappelijke onderzoeken dat het nemen van beleggingsbeslissingen niet altijd goed gaat. Zo zijn beleggers geneigd om veel te handelen en hierdoor onnodig kosten te maken, te weinig te spreiden over verschillende instrumenten of geografische regio's of onnodig risicovolle producten aan te schaffen⁶. Dit gedrag verslechtert de uitkomst voor de belegger, door hogere kosten of meer risico in de portefeuille dan nodig is. Hierdoor lopen beleggers rendement mis en wordt de kans groter dat beleggers hun doel niet halen. Bij passief beleggen in een goed gespreide portefeuille zouden ze meer rendement krijgen en minder risico lopen.

De AFM heeft onderzocht in hoeverre beleggers suboptimaal gedrag vertonen door weinig te spreiden, veel te handelen of in risicovolle producten te beleggen. Uit het onderzoek blijkt dat 32% van de beleggers dit gedrag vertoont. Dit kan een probleem vormen als de kans groot is dat iemand het geld nodig heeft, nu of in de toekomst. Uit dit onderzoek concluderen we dat ongeveer 12% van de execution-only-beleggers een grote kans heeft dat zij het geld nodig hebben en bovendien suboptimaal beleggen. In dit hoofdstuk lichten wij toe hoe wij tot deze conclusie zijn gekomen, wie deze beleggers zijn en welke vervolgstappen de AFM wil ondernemen.

Figuur 4. Welke groepen beleggers onderscheiden we in dit onderzoek?



⁵ Bondt, W.F.M. De & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40 (3), 793–805

⁶ Zie box 8 voor meer toelichting op de verschillende suboptimale gedragingen, de gevolgen voor beleggers en de mogelijke oorzaken van dit gedrag.



Box 8 Welk suboptimaal gedrag laten beleggers zien?

In de economische theorie werd er lange tijd vanuit gegaan dat beleggers op een rationele manier besluiten nemen en hiervoor een vast keuzeprocess doorlopen. Uit onderzoek blijkt echter steeds weer dat consumentengedrag in de meeste gevallen afwijkt van dat veronderstelde rationele beslisproces. Consumenten doorlopen de stappen in een andere volgorde, besteden er weinig tijd aan of slaan stappen helemaal over. De meeste beslissingen nemen consumenten intuïtief in plaats van rationeel en zij worden beïnvloed door factoren die er voor een rationele consument niet toe zouden doen, zoals taalgebruik.

Er is veel onderzoek gedaan naar het niet-rationele gedrag dat voorkomt bij beleggers. Dit gedrag verslechtert de rendement-risico-verhouding van de portefeuille, ofwel doordat het risico toeneemt, ofwel doordat het rendement afneemt. In dit onderzoek richten we ons op drie suboptimale gedragingen, die we hieronder toelichten.

Gebrek aan spreiding

Eén van de grootste oorzaken van suboptimale uitkomsten is een gebrek aan spreiding of diversificatie. Mensen beleggen veelal in bedrijven in hun eigen land, bij hen in de buurt, of in het bedrijf waar ze zelf werkzaam zijn. Ze investeren ook overmatig in aandelen die (om wat voor reden dan ook) opvallend zijn.⁷ Dit slechte spreiden leidt tot meer risico in de portefeuille, omdat het 'idiosyncratische

risico' oftewel 'specifieke risico' niet gespreid wordt over de gehele portefeuille. Voor dit risico word je niet gecompenseerd, dus het levert een verslechtering van de rendement-risicoverhouding op.

Er kunnen meerdere oorzaken aangewezen worden voor dit gedrag. Gebrekkige spreiding wordt onder andere gelinkt aan de *home bias*: beleggers kopen graag binnenlandse aandelen of aandelen van bekende bedrijven (in het laatste geval wordt ook wel gesproken over de *familiarity bias*). Dit geeft beleggers een veilig gevoel. Ook *overconfidence* kan een oorzaak zijn, het idee dat zij de markt kunnen voorspellen en *winner*s kunnen selecteren.

Overmatig handelen

Ander bekend gedrag in de literatuur is dat beleggers overmatig handelen. Door veel transacties uit te voeren stijgen de totale transactiekosten. De kosten gaan ten koste van het rendement, wat leidt tot slechtere uitkomsten⁸.

Overmatig zelfvertrouwen, maar ook de behoefte om te gokken en de behoefte aan sensatie zijn hier verantwoordelijk voor⁹. Ook kan dit komen doordat beleggers vaak naar de waarde van hun beleggingen kijken¹⁰. Omdat mensen last hebben van zogenoemde *mental accounting*¹¹ en *myopic loss aversion*¹² is het verstandiger om niet al te vaak te kijken, omdat dit onverstandig handelen tot gevolg kan hebben, vooral bij een langere horizon¹³.

⁷ Barber, B.M. & Odean, T. (2008). All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.

⁸ Barber, B.M. & Odean, T. (2002). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773-806.

⁹ Byun, S.J. & Kim, D.H. (2016). Gambling preference and individual equity option returns. *The Journal of Financial Economics*, 122(1), 155-174.

¹⁰ Uit AFM-onderzoek blijkt dat 71% van de execution-only-beleggers wekelijks of vaker naar de waarde van hun beleggingen kijkt, en vooral risicozoekende beleggers kijken vaak.

¹¹ Dit houdt in dat mensen op verschillende manieren naar hun geld kijken, afhankelijk van welke 'mental account' ze het geld indelen.

¹² Dit is gebaseerd op het idee dat hoe vaker een belegger naar de waarde van zijn portefeuille kijkt, hoe groter de kans is dat hij een verlies ziet en hoe gevoeliger hij wordt voor *verliesaversie*.

¹³ Gneezy, U. & Potters, J. (1997). An Experiment on Risk Taking and Evaluation Periods. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 631-645.



Risicovolle beleggingen

Er zijn ook bepaalde producten die in hun aard risicovoller zijn dan gewone aandelen of obligaties. Denk aan hefboomproducten, afgeleide producten, of producten in hele volatiele markten. Uit AFM-onderzoek blijkt dat dit soort producten aantrekkingskracht hebben op een relatief klein deel van de retailbeleggers¹⁴. Crypto's kwalificeren we als risicovol, omdat de wisselkoers erg volatiel is, er geen centrale uitgever is die aansprakelijk gesteld kan worden als er iets misgaat en er geen depositogarantiestelsel of ander vangnet van toepassing is¹⁵. Bij de handel in CfD's blijkt dat tussen de 74% en 89% van de retailbeleggers geld verliest¹⁶.

Wetenschappelijk onderzoek vindt meerdere oorzaken voor risicozoekend gedrag, zoals *sensation seeking*, emotionele intelligentie en het gepercipieerde belang van geld¹⁷. Uit onderzoek naar de voornemens van beleggers om over te stappen naar crypto's blijkt dat gevoeligheid voor (korte termijn) beloning, persoonlijke innovativiteit en hun inschatting van de beleggingskansen op traditionele markten invloed hebben op de beslissing om in dit nieuwe type instrument te beleggen¹⁸. Daarnaast kunnen beleggers beïnvloed worden door aanbieders van deze producten, die er een commercieel belang bij hebben deze producten te verkopen.

¹⁴ Van alle beleggers geeft 1% aan in CfD's te beleggen en 13% in crypto's of financiële instrument met crypto als onderliggende waarde.

¹⁵ Deze risico's worden verwoord in een waarschuwing van de AFM, te raadplegen via: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2013/dec/bitcoins>.

¹⁶ Dit blijkt uit onderzoeken van Europese toezichhouders, zoals omschreven in het 'Besluit van 18 april 2019, houdende beperkingen aan het op de markt brengen, verspreiden of het verkopen van contracts for differences aan niet-professionele cliënten in verband met Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 en de Wet op het financieel toezicht (Beperkingen aan CFD's)', te raadplegen via: https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/onderwerpen/productinterventie/besluit-productinterventie-cfd.pdf?la=nl-NL.

¹⁷ Sjöberg, L. & Engelberg, E. (2009). Attitudes to Economic Risk Taking, Sensation Seeking and Values of Business Students Specializing in Finance. *Journal of Behavioral Finance*, 10(1), 33-43.

¹⁸ Sun W., Dedahanov A.T., Shin H.Y. & Kim K.S. (2020). Switching intention to crypto-currency market: Factors predisposing some individuals to risky investment. *PLoS ONE* 15(6): e0234155. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0234155>



3.2 Wie zijn de execution-only-beleggers?

Uit het onderzoek blijkt dat 65% van de retailbeleggers in het execution-only-kanaal belegt¹⁹. In dit hoofdstuk geven we achtergrond bij wie deze beleggers zijn en welk gedrag zij vertonen.

Welke kenmerken hebben de execution-only-beleggers?

Aan beleggen kleefde lange tijd een imago dat dit gedaan werd door mannen op leeftijd. Hoewel het merendeel van de execution-only-beleggers nog wel man is (ruim 70%), zijn alle leeftijdsgroepen vertegenwoordigd onder deze groep beleggers. Ook zien we dat jongere beleggers (<35 jaar) vaker voor execution-only-dienstverlening kiezen dan oudere beleggers.

Uit het onderzoek blijkt dat 24% van de execution-only-beleggers korter dan 2 jaar belegt. Gemiddeld hebben beleggers 13,5 jaar ervaring met beleggen.

De meeste execution-only-beleggers zijn hoger opgeleid (hbo of hoger). Ook zien we dat het merendeel van de beleggers (58%) aangeeft een inkomen boven 'modaal' te verdienen. Dit wil niet gelijk zeggen dat al deze beleggers met enorme bedragen beleggen. Meer dan 50% van de beleggers geeft aan met minder dan €25.000 te beleggen.

Execution-only-beleggers hebben verschillende doelen om te beleggen, waarbij het meest wordt aangegeven dat wordt belegd voor vermogensbehoud of vermogensgroei (meerdere antwoorden waren mogelijk). Ongeveer een kwart van de beleggers heeft een specifiek doel, zoals het aflossen van de hypotheek, het betalen van zorgkosten of een consumptief doel, zoals de aankoop van een auto. Voor ruim een derde

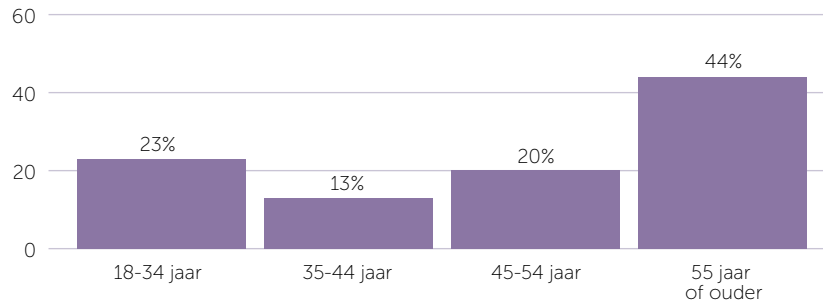
van de beleggers is ook het plezier in het beleggen een (van de) doel(en) van beleggen²⁰. Dit zien we ook terug bij de redenen dat beleggers voor execution-only-dienstverlening hebben gekozen. 21% geeft aan voor dit type dienstverlening te hebben gekozen omdat ze het leuk vinden om het zelf te doen. Het zelf kunnen beheren van de beleggingen, het hebben van genoeg kennis en ervaring en lage kosten zijn andere redenen die vaak genoemd worden. Aan alle execution-only-beleggers is gevraagd of zij professionele hulp of ondersteuning zouden willen krijgen met betrekking tot beleggen. Hierop antwoordde slechts 12% positief, wat ook het beeld bevestigt dat deze beleggers voor dit kanaal hebben gekozen omdat ze het graag zelf doen.

¹⁹ Sommige beleggers nemen meerdere soorten dienstverlening af, dus deze beleggers beleggen mogelijk ook nog in advies of beheer. 62% van de beleggers heeft aangegeven dat execution only hun enige of belangrijkste vorm van beleggen is.

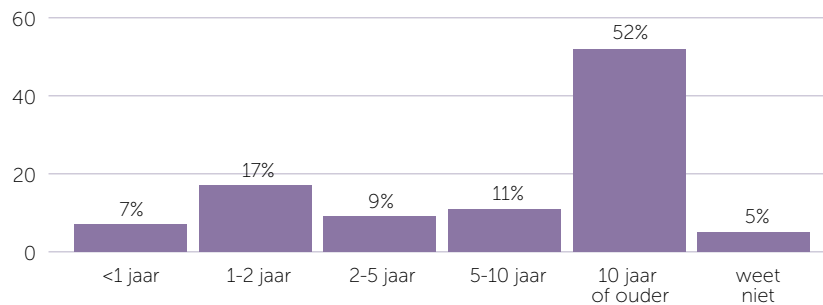
²⁰ Voor ruim 12% is dit het enige doel.



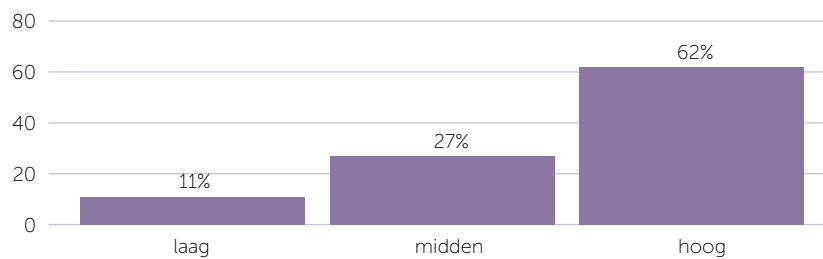
Figuur 5. Leeftijd van execution-only-beleggers.



Figuur 6. Ervaring met beleggen van execution-only-beleggers.

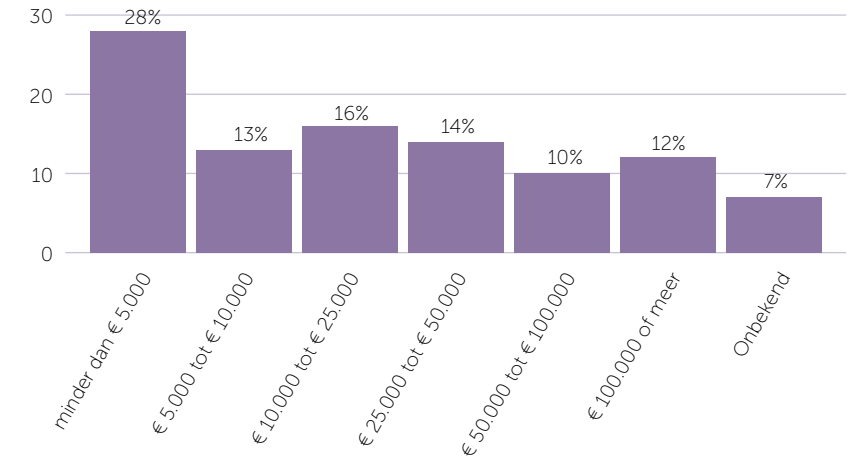


Figuur 7. Hoogst gevolgde opleiding van execution-only-beleggers.

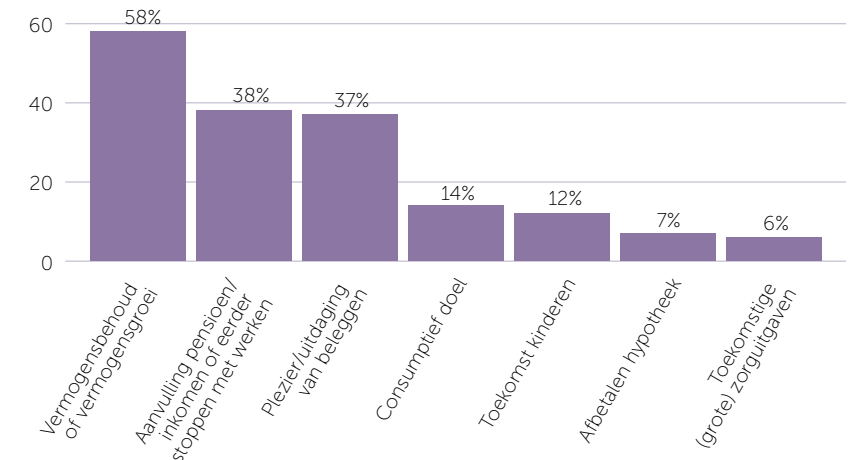


Figuur 8. Totale waarde van beleggingen van execution-only-beleggers.

Dit ziet ook op de waarde van eventuele beleggingen in andere kanalen.



Figuur 9. Doel waarvoor execution-only-beleggers beleggen.





Welk gedrag zien we bij execution-only-beleggers?

Van alle execution-only-beleggers zegt 32% periodiek geld te storten op de beleggingsrekening. Het merendeel daarvan doet deze stortingen eenmaal per maand. Door aankoopmomenten over de tijd te spreiden, verkleint de belegger de kans om op een hoogtepunt van de markt te kopen. Hierdoor neemt het risico af²¹.

Een andere aanbeveling vanuit de gedragseconomie is om niet te vaak naar de waarde van de beleggingen te kijken. Beleggen doe je namelijk voor de lange termijn, dus het is in principe weinig zinvol om de waardeontwikkeling van dag op dag of van week op week te volgen. Bovendien is bekend dat beleggers overreageren op prijsschommelingen²², en dit kan leiden tot meer handelen in de portefeuille. Toch zien we dat ongeveer 70% van de beleggers aangeeft minimaal wekelijks de waarde van zijn of haar beleggingen te bekijken. We zien overigens ook dat dit voor een deel van de beleggers niet leidt tot frequente transacties, want bijna de helft van de beleggers geeft aan maximaal 5 transacties te hebben uitgevoerd in het afgelopen jaar. Van de beleggers die meer dan 20 transacties in een jaar doen, zien we dat bijna alle beleggers minimaal wekelijks de waarde van de portefeuille bekijken.

De informatiebronnen die beleggers gebruiken bij het nemen van hun beleggingsbeslissingen zijn heel divers. Veel beleggers geven aan gebruik te maken van een of meerdere bronnen van informatie die worden verstrekt of uitgegeven door financiële ondernemingen of uitgeverij van effecten. Daarnaast zien we dat 9% van de retailbeleggers in het execution-only-kanaal sociale media of influencers als informatiebron gebruikt. Van de execution-only-beleggers met maximaal 2 jaar ervaring met beleggen gebruikt 15% sociale media als informatiebron. De AFM verwacht daarom

dat dit de komende jaren zal toenemen. Om deze reden heeft deze ontwikkeling ook de aandacht van de AFM.

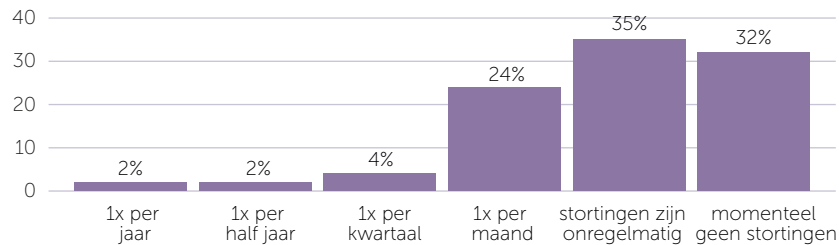
Ten slotte hebben beleggers die maximaal 2 jaar beleggen ook aangegeven welke overwegingen voor hen een rol hebben gespeeld bij de beslissing om te starten met beleggen. Meer rendement willen behalen dan op de spaarrekening is de reden die door meer dan twee-derde van de beleggers wordt genoemd. Dit is een begrijpelijke reden in de huidige marktomstandigheden. Maar ook het gemak, sociale beïnvloeding, reclame en de behoefte aan een spannend tijdverdrif zijn redenen voor consumenten om te gaan beleggen.

²¹ In dit artikel wordt bewijs gevonden dat deze aanpak in de praktijk tot betere resultaten leidt dan een eenmalige belegging: Brennan, M.J., Li, F., & Tourous, W.N. (2005). Dollar Cost Averaging. *Review of Finance*, 9(4), 509-535.

²² Bondt, W.F.M. De & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40 (3), 793-805.

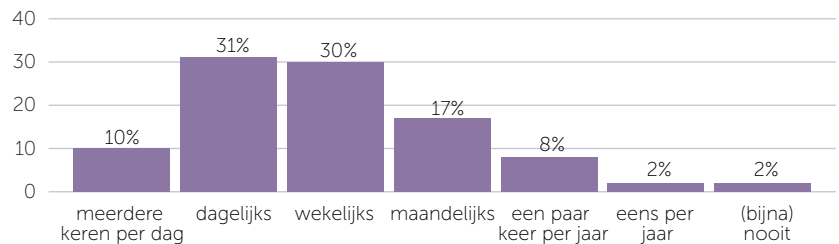


Figuur 10. De mate waarin execution-only-beleggers periodieke stortingen doen. Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.



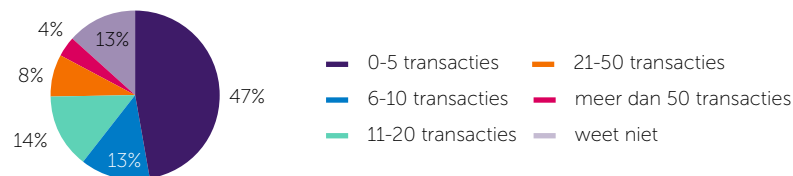
* Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.

Figuur 11. De frequentie waarmee execution-only-beleggers naar de waarde van hun beleggingen kijken. Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.

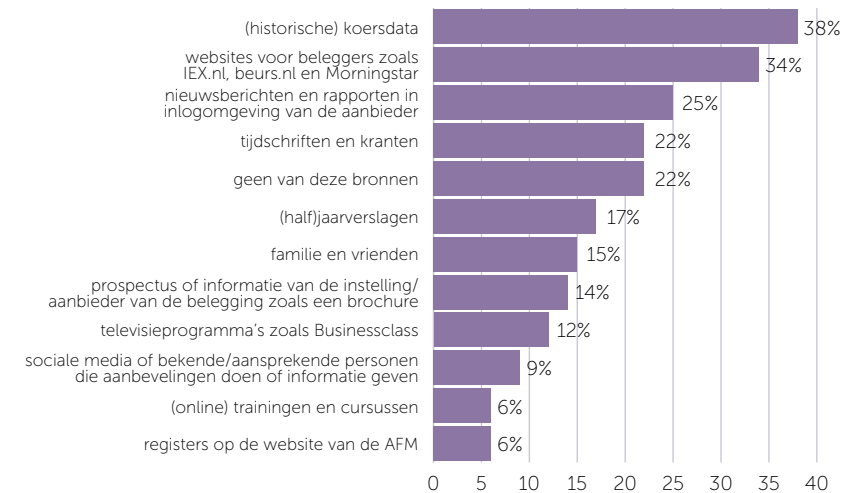


* Beleggers kregen ook de antwoordoptie 'weet ik niet', deze werd door 0% van de beleggers gekozen.

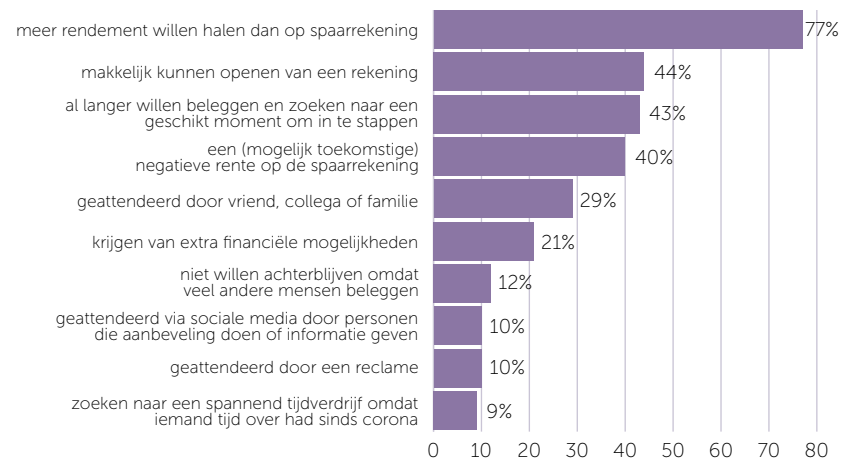
Figuur 12. Het aantal transacties dat execution-only-beleggers in het afgelopen jaar hebben gedaan.



Figuur 13. De informatiebronnen die execution-only-beleggers gebruiken voor hun beleggingsbeslissingen.



Figuur 14. Argumenten die een grote of doorslaggevende rol speelden bij de beslissing om te gaan beleggen.





3.3 Bij welke beleggers komt het financieel welzijn mogelijk in gevaar?

Beleggen betekent altijd een bepaalde mate van risico nemen. Bij beleggen geldt dat wanneer de hoeveelheid risico toeneemt, het verwachte rendement op de lange termijn ook zou moeten toenemen. Dit is de beloning voor de belegger voor het nemen van risico. De verhouding tussen rendement en risico verslechtert echter door te weinig spreiding, het doen van veel transacties of door in risicovolle producten te beleggen. Het gedrag van de belegger is suboptimaal en het risico voor de belegger neemt toe zonder dat het verwachte rendement toeneemt.

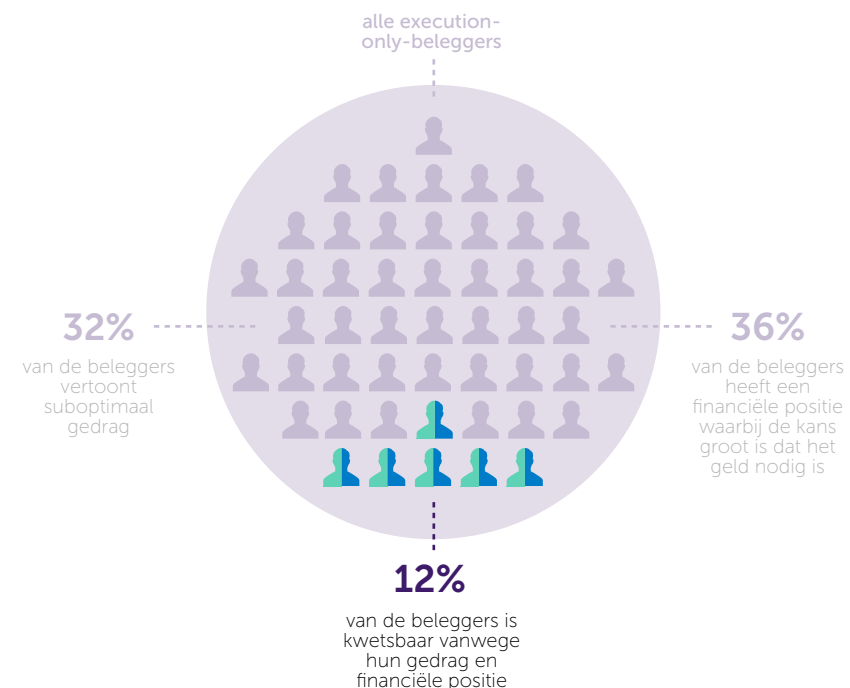
Uit onderzoek van de AFM blijkt dat ook ondervraagde beleggers in Nederland dit suboptimale gedrag vertonen. Dit gedrag is niet voor iedere belegger een probleem voor zijn financiële situatie. Daarentegen kan dit gedrag wel zorgen voor problemen bij beleggers die een grote kans hebben dat ze het vermogen nodig hebben, nu of in de toekomst. Deze kans is het grootste wanneer beleggers weinig spaargeld of buffer hebben naast de beleggingen, of wanneer ze het geld later nodig hebben om rond te komen.

Uit dit onderzoek concluderen we dat in ieder geval 12% van de beleggers op één of meerdere manieren suboptimaal gedrag vertoont, terwijl zij een grote kans hebben het vermogen nodig te hebben. In de rest van dit stuk noemen we deze beleggers 'kwetsbare beleggers'. In het vervolg van dit hoofdstuk lichten we toe hoe we deze groep hebben geïdentificeerd.

In werkelijkheid kan de groep beleggers die gedrag vertoont dat niet aansluit bij hun financiële positie groter zijn dan de genoemde 12%. Dit komt doordat we niet van alle beleggers zicht hebben op alle onderdelen van hun gedrag en hun financiële positie²³. Ook hebben we sommige variabelen niet voor alle beleggers berekend. Bij ieder onderdeel van het onderzoek wordt

steeds aangegeven voor welke beleggers een uitspraak gedaan kan worden. Ten slotte hebben we de grenzen moeten kiezen om groepen af te kunnen bakenen. Een belegger die net buiten deze grenzen valt, kan soortgelijke risico's lopen. Zo hebben we bijvoorbeeld gesteld dat een belegger die in 10 of minder individuele aandelen belegt, onvoldoende gespreid is. Als een belegger in 11 individuele aandelen belegt, is hij niet opgenomen in de groep 'kwetsbare beleggers', maar loopt hij mogelijk een soortgelijk risico.

Figuur 15. 12% van de beleggers vertoont suboptimaal gedrag en heeft een financiële positie waar dit niet bij past.



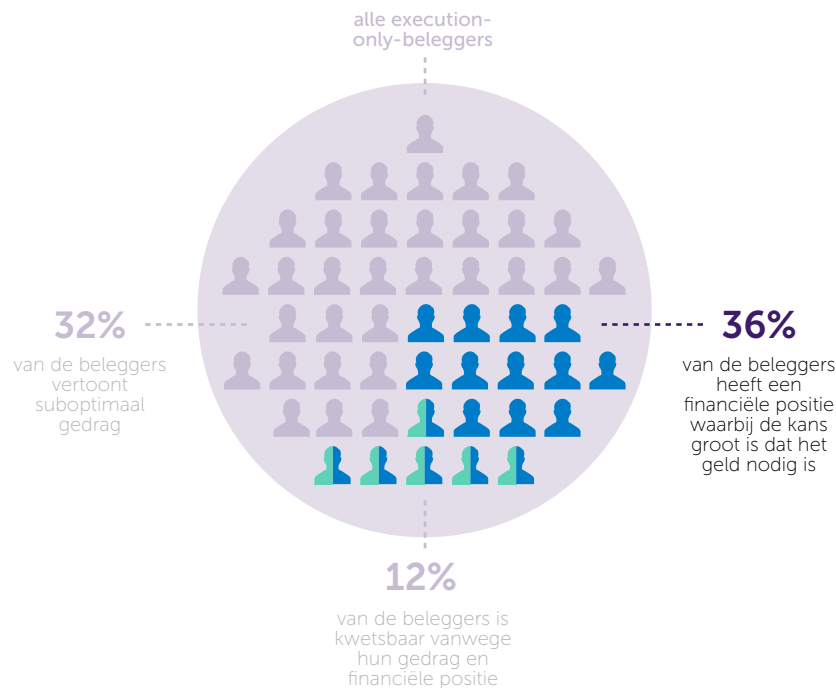
²³ Op sommige vragen hoeven beleggers geen antwoord te geven (als ze het niet weten, of niet willen zeggen).



Welke beleggers hebben het geld (mogelijk) nodig?

Er zijn omstandigheden waarbij een belegger zich geen suboptimaal beleggersgedrag kan veroorloven, namelijk als de kans groot is dat hij het belegd vermogen nodig heeft, voor uitgaven op de korte termijn, of voor het toekomstige beleggingsdoel. In totaal vinden we een groep van 36% van de beleggers waarvan de kans groot is dat ze het vermogen nodig hebben. In dit stuk noemen we dit 'beleggers die afhankelijk zijn van het vermogen'. Dit is opgebouwd uit beleggers die weinig spaargeld of buffer hebben en beleggers die een doel hebben waarbij ze afhankelijk zijn van het vermogen.

Figuur 16. 36% van de beleggers heeft een financiële positie waarbij ze afhankelijk zijn van het belegd vermogen.



Beleggers die weinig spaargeld hebben kunnen in grote mate afhankelijk zijn van de beleggingen wanneer zij een financiële tegenslag hebben, zoals een auto of wasmachine die stuk gaat. Ze zijn dan genoodzaakt beleggingen op dat moment te verkopen, wat ongunstig kan zijn. Dit effect wordt versterkt door suboptimaal gedrag als veel handelen of onvoldoende spreiden. In het onderzoek hebben we beleggers met minder dan €5.000 spaargeld gedefinieerd als beleggers met een kleine buffer. Dit bedrag van €5.000 komt nagenoeg overeen met de buffer die Nibud adviseert voor een stel zonder thuiswonende kinderen, met een modaal inkomen, wonend in een huurhuis en zonder auto²⁴. Van alle ondervraagde execution-only-beleggers in dit onderzoek geeft 12,5% aan minder dan € 5.000 spaargeld te hebben.

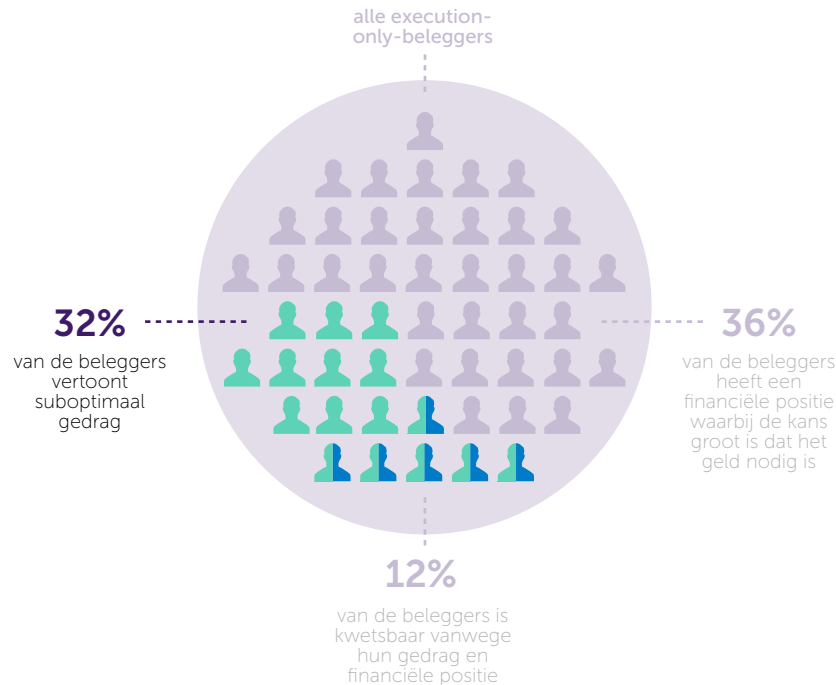
In dit onderzoek hebben we, naast het spaargeld, een andere groep beleggers aangeduid als consumenten die afhankelijk zijn van het belegd vermogen. Er zijn beleggers die naar eigen zeggen het geld nodig hebben om ten tijde van pensionering goed rond te kunnen komen. Voor deze consumenten zijn de beleggingen dus geen aanvulling op pensioeninkomen om bijvoorbeeld vaker op vakantie te kunnen. Ook consumenten die beleggen met als doel het aflossen van de hypotheek of het financieren van toekomstige (grote) zorgkosten hebben we in dit onderzoek gedefinieerd als afhankelijk van het belegd vermogen. Ook voor deze beleggers kan suboptimaal beleggingsgedrag een risico voor hun financiële welzijn opleveren. Bijna 30% van de beleggers zegt het geld nodig te hebben om ten tijde van pensionering goed te kunnen leven of heeft als doel het aflossen van de hypotheek of het financieren van toekomstige (grote) zorgkosten.

²⁴ De minimale buffer kan worden berekend op <https://bufferberekenaar.nibud.nl/#/panel/1>.



Welke beleggers gedragen zich suboptimaal?

Figuur 17. 32% van de beleggers vertoont suboptimaal gedrag.



Ongeveer een derde van de groep execution-only-beleggers rapporteert gedrag dat we in dit onderzoek hebben gedefinieerd als suboptimaal, namelijk onvoldoende spreiden, veel handelen of in risicovolle producten

handelen. In deze paragraaf gaan we in op de verschillende gedragingen en hoe vaak dit voorkomt.

Onvoldoende spreiden

Wanneer beleggers onvoldoende spreiden over het aantal instrumenten, sectoren of geografische regio's neemt het risico van de portefeuille toe. Spreiding is nodig om het risico van een koersdaling in één instrument, sector of regio op te laten vangen door andere instrumenten in de portefeuille die andere kenmerken hebben en dus geen last hebben van deze koersdaling. Spreiding is daarmee een belangrijk instrument om het risico in een portefeuille te laten dalen. De mate van spreiding hebben we in dit onderzoek berekend voor beleggers die alleen in individuele aandelen beleggen²⁵, omdat we voor deze beleggers beschikken over zowel de gegevens over het aantal instrumenten, het aantal sectoren als de concentratie in Nederlandse beleggingen.

Uit het onderzoek blijkt dat een deel van de ondervraagde execution-only-beleggers onvoldoende spreidt over het aantal instrumenten. Onvoldoende spreiding hebben we gedefinieerd als een portefeuille die uit 10 of minder instrumenten bestaat. We zien dat ruim 80% van de beleggers die alleen in aandelen belegt en die het aantal instrumenten in de portefeuille weet, onvoldoende spreidt over instrumenten²⁶.

Ook onvoldoende spreiding over sectoren is één van de gedragingen die we hebben onderzocht. Als een belegger in drie of minder sectoren belegt heeft, is dat als onvoldoende spreiding gedefinieerd. Voor ruim de helft van de execution-only-beleggers die alleen in aandelen beleggen is dit het geval²⁷.

²⁵ Dat is ongeveer 20% van de execution-only-beleggers.

²⁶ Dit betekent dat van de totale groep van execution-only-beleggers 15,3% onvoldoende spreidt over instrumenten.

²⁷ Dit betekent dat van de totale groep van execution-only-beleggers 11,5% onvoldoende spreidt over sectoren.



Een derde manier van spreiding betreft spreiding over regio's. Door de beleggingen te spreiden over regio's neemt het totale risico van de beleggingen af, doordat de belegger minder gevoelig is voor marktbevingingen in een specifieke regio. Veelvoorkomend suboptimaal gedrag is dat beleggers een te groot deel van hun vermogen beleggen in hun eigen regio of land. Deze beleggingen zijn bijvoorbeeld bekend van naam en daardoor meer aansprekend voor de belegger. In dit onderzoek hebben we onvoldoende spreiding over regio's gedefinieerd als een portefeuille waarbij minimaal 50% van de portefeuille is belegd in bedrijven die in Nederland zijn gevestigd of genoteerd. We vinden dat ongeveer driekwart van de beleggers die alleen in aandelen beleggen en van wie het percentage in Nederlandse bedrijven en/of indices bekend is in deze groep valt²⁸.

Veel handelen

Ook veel handelen is suboptimaal gedrag. Veel handelen verhoogt de transactiekosten en verlaagt daarmee het rendement. Van veel handelen is in ieder geval sprake wanneer een belegger meer dan 50 transacties in een jaar uitvoert. Hierbij hebben we beleggers die periodiek inleggen buiten beschouwing gelaten. Dit beïnvloedt namelijk het aantal transacties, terwijl periodiek beleggen niet als schadelijk gedrag wordt gezien²⁹. Hoe kleiner de bedragen per transactie en hoe kleiner de totale portefeuille, hoe groter het effect van veel transacties op het rendement is. Daarom hebben we bij portefeuilles van maximaal € 10.000 de grens gesteld bij 11 transacties of meer per jaar (ook hier exclusief beleggers die periodiek beleggen). Volgens deze definitie handelt 3,4% van de execution-only-beleggers veel.

Risicovolle producten

Alle beleggingen kennen enige mate van risico. Crypto's en *Contracts for Difference* (CfD's) onderscheiden zich door specifieke kenmerken waardoor zij risicovoller zijn dan andere producten³⁰. De AFM heeft beleggers daarom ook meermaals gewaarschuwd voor deze producten. Crypto's kwalificeren we als risicovol, omdat de wisselkoers erg volatiel is, er geen centrale uitgever is die aansprakelijk gesteld kan worden als er iets misgaat en er geen depositogarantiestelsel of ander vangnet van toepassing is³¹. Bij de handel in CfD's blijkt dat tussen de 74% en 89% van de retailbeleggers geld verliest³². Als beleggers ervoor kiezen om crypto's of CfD's aan te schaffen, doen ze er vanwege deze risico's verstandig aan om hier niet een te groot deel van hun vermogen in te stoppen. We hebben het als suboptimaal gedrag gedefinieerd als een belegger meer dan 10% van zijn vermogen in crypto's of CfD's of producten met crypto als onderliggende waarde belegt. Voor 11,7% van de execution-only-beleggers is dit het geval.

In de volgende tabel zetten we de resultaten uiteen op basis van de totale populatie van 850 beleggers.

²⁸ Dit betekent dat van de totale groep van execution-only-beleggers 13,7% onvoldoende spreidt over regio's.

²⁹ Zie voor de toelichting hoofdstuk 3.2.

³⁰ In dit onderzoek richten we ons op de risicovolle producten crypto's en CfD's. Er zijn ook andere risicovolle producten, maar die konden we op basis van dit onderzoek niet voldoende onderscheiden in de antwoorden van execution-only-beleggers.

³¹ Deze risico's worden verwoord in een waarschuwing van de AFM, te raadplegen via: <https://www.afm.nl/nl-nl/nieuws/2013/dec/bitcoins>.

³² Dit blijkt uit onderzoeken van Europese toezichthouders, zoals omschreven in het 'Besluit van 18 april 2019, houdende beperkingen aan het op de markt brengen, verspreiden of het verkopen van contracts for differences aan niet-professionele cliënten in verband met Verordening (EU) nr. 600/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 15 mei 2014 en de Wet op het financieel toezicht (Beperkingen aan CFD's)', te raadplegen via: https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/onderwerpen/productinterventie/besluit-productinterventie-cfd.pdf?la=nl-NL.



Tabel 5. Percentage van de execution-only-beleggers dat suboptimaal gedrag vertoont, en het percentage van de beleggers dat suboptimaal gedrag vertoont en ook afhankelijk is van het vermogen.

		% van alle execution-only-beleggers	% dat ook afhankelijk is van vermogen
Suboptimaal gedrag		32%	12%
Onvoldoende spreiden	over instrumenten	15,3%	3,8%
	over sectoren	11,5%	2,7%
	over regio's	13,7%	4,5%
Veel handelen		3,4%	1,6%
Veel beleggen in risicovolle producten		11,7%	5,8%

Wat weten we over de groep kwetsbare beleggers?

Zoals eerder beschreven kan suboptimaal gedrag zorgen voor problemen bij beleggers die een grote kans hebben dat ze het vermogen nodig hebben, nu of in de toekomst. Deze kans is het grootste wanneer beleggers weinig spaargeld of buffer hebben naast de beleggingen, of wanneer ze het geld later nodig hebben om rond te komen. We hebben de kenmerken van deze groep beleggers vergeleken met de overige groep beleggers. Hierbij is het goed om te benoemen dat in die overige groep ook beleggers kunnen zitten die kwetsbaar zijn³³.

Uit dit onderzoek blijkt dat er een aantal verschillen zijn tussen de kwetsbare beleggers en de rest van de beleggers. De kwetsbare beleggers kijken vaker op beleggingswebsites dan de overige groep, namelijk 47% versus 32%. Sociale media of bekende/aansprekende personen die aanbevelingen doen of informatie over beleggen geven worden eveneens meer gebruikt, namelijk in 22% van de gevallen bij de kwetsbare beleggers versus 7% van de overige groep. Televisieprogramma's zoals Businessclass en RTL-Z nieuws, online trainingen en familie en vrienden worden ook meer gevolgd door de groep kwetsbare beleggers.

Een opvallende bevinding is dat een grotere groep kwetsbare beleggers (39%) denkt dat zij veel geld kunnen verdienen door te beleggen. In de niet-kwetsbare groep is dat 23%.

Een veronderstelling zou kunnen zijn dat de kwetsbare groep bestaat uit jonge of startende beleggers. Uit dit onderzoek blijkt echter dat het aandeel 35-minners even groot is in de kwetsbare groep als in de andere groep. Ook vinden we geen verschil in het aantal jaren ervaring met beleggen. Wanneer we startende beleggers (maximaal 2 jaar ervaring) vergelijken met meer ervaren beleggers valt op dat ze vergelijkbaar suboptimaal gedrag vertonen. Een uitzondering is het bezit van risicovolle producten. Bij een groter deel van de startende beleggers (18,2%) bestaat de portefeuille voor minimaal 10% uit CfD's, crypto's of producten met crypto als onderliggende waarde dan bij ervaren beleggers (9,8%).

³³ Zie box 9 voor een nadere toelichting op de onderzoeksmethode en de reden dat beleggers in de 'overige groep' dezelfde risico's kunnen lopen als de 'kwetsbare beleggers'.



Box 9 Onderzoeksmethode

Om inzicht te krijgen in consumentengedrag wordt sinds 2004 ieder jaar een vragenlijst onder beleggers uitgezet (de Consumentenmonitor Beleggen). In augustus 2021 hebben ruim 1100 beleggers deelgenomen aan de Consumentenmonitor Beleggen. Om goed inzicht te krijgen in execution-only-beleggen zijn 850 execution-only-beleggers bevestigd. Dit betekent dat het aantal execution-only-beleggers zijn oververtegenwoordigd en hier wordt rekening mee gehouden.

In dit onderzoek richten wij ons op alle consumenten die execution-only-beleggen, ongeacht of zij in meerdere kanalen beleggen en welk kanaal het belangrijkste is. De resultaten zijn gewogen naar geslacht, leeftijd en opleiding binnen de groep execution-only-beleggers om de resultaten zo representatief mogelijk te laten zijn voor execution-only-beleggers van 18 jaar en ouder. De respondenten hebben een online vragenlijst ingevuld over onder andere hun beleggingsgedrag, doelstellingen en financiële situatie. Deze zelfrapportage is de basis van dit onderzoek. Hoewel het veel inzicht geeft, kent zelfrapportage ook beperkingen. Zo kunnen respondenten (onbedoeld) foutieve antwoorden geven omdat ze het zich niet goed herinneren.

In dit onderzoek identificeren we beleggers die bepaald suboptimaal gedrag vertonen dat niet past bij hun financiële situatie. Dit wil niet zeggen dat andere beleggers niet kwetsbaar zijn. Soms is het niet mogelijk om bepaald gedrag of de financiële positie te meten omdat een respondent het antwoord op de vraag niet weet: zo kunnen we voor beleggers van wie het aantal transacties in een jaar onbekend is niet vaststellen of zij veel handelen. Daarnaast worden niet alle suboptimale gedragingen voor alle beleggers in kaart gebracht: zo kijken we bij het aantal transacties alleen naar beleggers die niet periodiek inleggen. Dat wil echter niet zeggen dat beleggers die periodiek inleggen nooit veel handelen. Ten slotte hebben we grenzen moeten kiezen om groepen af te kunnen bakenen. Het is denkbaar dat beleggers die net buiten de grens vallen ook suboptimaal gedrag vertonen. Door de grensstelling en doordat niet alle variabelen voor alle beleggers worden geconstrueerd dienen de resultaten te worden geïnterpreteerd als een ondergrens.



3.4 Vervolg

Door middel van dit onderzoek heeft de AFM zich een beeld gevormd van execution-only-beleggers en hun gedrag. Hieruit blijkt dat 32% van de beleggers suboptimaal gedrag vertoont, door onvoldoende te spreiden, veel te handelen of meer dan 10% van de portefeuille te investeren in risicovolle producten. Daarnaast hebben we gekeken naar de beleggers waarvan de kans groot is dat zij het belegd vermogen nodig hebben. Dit geldt voor 36% van de beleggers. Als we deze twee groepen combineren, vinden we dat 12% van de beleggers suboptimaal gedrag vertoont en een grote kans heeft het vermogen nodig te hebben. De genoemde getallen zijn ondergrenzen omdat we voor een deel van de beleggers in dit onderzoek niet kunnen vaststellen of ze suboptimaal gedrag vertonen, of hoe groot de kans is dat zij het vermogen nodig hebben. De groep kwetsbare beleggers blijkt meer gebruik te maken van sociale media als informatiebron voor hun beleggingen. Ook blijkt dat in deze groep relatief veel beleggers denken dat zij veel geld kunnen verdienen door te beleggen (39%, ten opzichte van de overige beleggers 23%).

In dit onderzoek heeft de AFM zich niet gericht op de oorzaken van dit gedrag. Het onderzoeken van deze oorzaken is een volgende stap. Pas dan kunnen we de vraag beantwoorden in hoeverre de bescherming van execution-only-beleggers voldoende is.

De oorzaken voor het gedrag van de beleggers kunnen in de belegger zelf besloten zijn, maar de belegger kan ook tot dit gedrag worden aangezet door externe factoren. Dit kan onder andere de beleggingsonderneming zijn waar de belegger zijn rekening aanhoudt en zijn transacties uitvoert. De AFM zal in 2022 een vervolg geven aan dit onderwerp en onderzoeken in hoeverre beleggingsondernemingen beleggers beïnvloeden in hun gedrag, welk effect dat heeft en wat hierin verbeterd kan worden ten behoeve van een duurzaam financieel welzijn voor hun cliënten.

Zoals beschreven in hoofdstuk 1.7 wordt internationale coördinatie binnen toezicht steeds belangrijker. De AFM zal de uitkomsten van zowel dit onderzoek als het vervolgonderzoek betrekken in haar internationale betrekkingen. Zo krijgen deze inzichten een plek binnen de beleidsontwikkeling.