

Een verkenning van het geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties

Kernteam

Daan de Zwart
Jorgo Goossens
Niels Kortleve
Mathijs van Dijk

Projectgroep

Anouk Festjens
Niek Hensen
Michael Kurz
Jona Linde
Tom Wijnhorst
Fred Wouters

Colofon

Netspar Occasional Paper 2025-02, november 2025

Dit rapport is tot stand gekomen in een Netspar-projectgroep. Vertegenwoordigers van wetenschap, pensioenpraktijk en toezicht hebben hierin samen de mogelijkheden van en overwegingen rond het geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties van deelnemers aan pensioenregelingen in kaart gebracht. Zij hebben zich hiervoor mede gebaseerd op literatuuronderzoek en (beleids)rapporten, bestudering van de praktijk van deelnemersonderzoeken over risicohouding en duurzaamheid en interviews met en feedback van experts. Met dank aan Gosse Alserda (Aegon Asset Management en Rijksuniversiteit Groningen), Rob Bauer (Maastricht University), Bas Donkers (Erasmus Universiteit Rotterdam) en Marcel Lever en Nienke van der Veen (Pensioenfederatie) voor hun waardevolle input. ChatGPT is gebruikt voor het maken van de eerste opzet van de executive summary. De inzichten in het rapport zijn op persoonlijke titel en representeren niet noodzakelijkerwijs de standpunten van de instellingen waaraan de auteurs zijn verbonden.

Editorial Board

Voorzitter: Andries de Grip, Universiteit Maastricht

Leden:

Joyce Augustus-Vonken, APG

Mark-Jan Boes, Vrije Universiteit Amsterdam

Damiaan Chen, De Nederlandsche Bank

Arjen Hussem, PGGM

Kristy Jansen, University of Southern California

Sven Klijnhout, Achmea

Raymond Montizaan, Universiteit Maastricht

Alwin Oerlemans, APG

Jan Maarten van Riemsdijk, PGGM

Mariëtte Sanderse, PMT

Peter Schotman, Universiteit Maastricht

Erik Schouten, Ministerie van Financiën | Belastingdienst

Anja De Waegenaere (TIU)

Ivor Witte, a.s.r.

Ontwerp Maan

Vormgeving Bladvulling

Redactie Jolanda van den Braak

Projectgroep

Daan de Zwart - Pensioenfonds Rail&OV

Jorgo Goossens - Radboud Universiteit/Tilburg University/APG

Niels Kortleve - PGGM

Mathijs van Dijk - Erasmus Universiteit Rotterdam/Netspar

Anouk Festjens - Maastricht University

Niek Hensen - APG

Michael Kurz - MN

Jona Linde - Maastricht University

Tom Wijnhorst - AFM

Fred Wouters - SPMS

Inhoudsopgave

Executive summary	5
1. Inleiding	7
2. Risicopreferenties	11
3. Duurzaamheidspreferenties	23
4. Geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties	36
5. Samenvatting en aanbevelingen	51
Referenties	54
Appendix A:	
Overige methoden om risicopreferenties uit te vragen	57
Appendix B:	
De invloed van biases op preferentieonderzoeken	60
Appendix C:	
Duurzaamheidsdefinitie & Preferenties versus percepties	62

Executive Summary

Nederlandse pensioenuitvoerders zoals pensioenfondsen en verzekeraars hebben in toenemende mate aandacht voor het meewegen van de voorkeuren van hun deelnemers in het beleggingsbeleid. Uitvoerders zijn onder de Wet toekomst pensioenen verplicht om een risicopreferentieonderzoek uit te voeren en door te vertalen naar een risicohouding, maar vragen ook steeds vaker de voorkeuren van deelnemers over de rol van duurzaamheid in het beleggingsbeleid uit. Tot nu toe worden duurzaamheids- en risicopreferenties bijna altijd uitgevraagd in afzonderlijke onderzoeken, terwijl deze voorkeuren met elkaar verweven kunnen zijn. Dit rapport, opgesteld door een Netspar-projectgroep met vertegenwoordigers uit wetenschap, praktijk en toezicht, verkent de mogelijkheden en wenselijkheid van een geïntegreerde uitvraag.

De analyse laat zien dat de integratie van de dimensies rendement, risico en duurzaamheid theoretisch en praktisch voordelen kan hebben. Conceptueel is het logisch om de driehoek rendement-risico-duurzaamheid als geheel te beschouwen, omdat deze dimensies mogelijk met elkaar samenhangen. Een geïntegreerde uitvraag maakt de onderlinge afwegingen voor deelnemers expliciet zichtbaar. Bovendien kan een geïntegreerde benadering fouten verminderen die ontstaan wanneer preferenties domeinafhankelijk zijn – bijvoorbeeld als deelnemers meer risico zouden accepteren indien dat maatschappelijk nut oplevert.

Tegelijkertijd kent een geïntegreerde benadering ook uitdagingen. De wetenschap en praktijk van geïntegreerde uitvragen staan nog in de kinderschoenen. Deelnemersonderzoeken die zowel duurzaamheids- als risicopreferenties uitvragen zijn mogelijk complexer en vergen meer tijd en cognitieve inspanning. De wenselijkheid van integratie hangt ook af van het doel van het onderzoek. Pensioenuitvoerders zullen daarom een zorgvuldige afweging moeten maken tussen volledigheid, uitvoerbaarheid en begrijpelijkheid.

Dit rapport bespreekt eerst wetenschappelijke en praktische inzichten uit afzonderlijke onderzoeken naar risico- en duurzaamheidspreferenties, inclusief de uitdagingen waar dergelijke onderzoeken mee te maken hebben. Vervolgens geven we een overzicht van bestaande mogelijkheden voor een geïntegreerde uitvraag, gebaseerd op enkele prille wetenschappelijke studies in dit vakgebied. Hierbij komen ook aandachtspunten bij een geïntegreerde uitvraag in de praktijk aan bod. In dit rapport doen we drie concrete voorstellen voor methodes waarmee pensioenuitvoerders een geïntegreerde uitvraag van duurzaamheids- en risicopreferenties kunnen vormgeven. Om beter inzicht in geïntegreerde uitvragen te bevorderen, volgen negen aanbevelingen voor wetenschap, praktijk en toezicht.

De *wetenschap* krijgt de aanbeveling om nader onderzoek te doen naar:

1. hoe inconsistenties geadresseerd kunnen worden tussen en binnen verschillende methodes om duurzaamheids- en risicopreferenties uit te vragen.

2. hoe preferenties nauwgezetter gemeten kunnen worden, zodat ze in mindere mate beïnvloed worden door mogelijke percepties (*beliefs*) van deelnemers.
3. hoe de vragen in preferentieonderzoeken beter kunnen worden opgesteld om de invloed van *biases* en van beperkte (financiële en duurzame) geletterdheid te verminderen.
4. hoe geïntegreerde uitvragen het best kunnen worden vormgegeven, ook op basis van de drie methoden die dit rapport voorstelt.

Aanbevelingen voor de *praktijk*:

5. Sta stil bij een passende definitie van duurzaamheid in duurzaamheidspreferentie-onderzoeken.
6. Besteed aandacht aan de duurzame financiële geletterdheid van de deelnemers en aan hoe relevante informatie kan worden verstrekt.
7. Vergroot waar mogelijk de representativiteit van deelnemersonderzoeken en – bij beperkte representativiteit – ga na hoe hiermee rekening kan worden gehouden in de vertaling naar beleggingsbeleid.
8. Voer pilots uit en deel ervaringen om inzicht te krijgen in de werking van geïntegreerde uitvragen in de pensioenpraktijk.

Aanbeveling voor het *toezicht*:

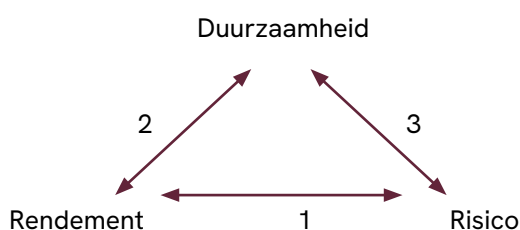
9. Houd een open mind en bied pensioenuitvoerders voldoende ruimte om uitvragen in te richten en te experimenteren en daarnaast om goed op de hoogte te blijven van de ontwikkelingen in wetenschappelijke literatuur en praktijk.

Geïntegreerde uitvragen van duurzaamheids- en risicopreferenties kunnen kansen bieden voor pensioenuitvoerders om het beleggingsbeleid beter af te stemmen op deelnemersvoorkeuren. Maar, er is meer wetenschappelijk onderzoek en praktijkervaring nodig om de mogelijkheden en wenselijkheid van geïntegreerde uitvragen te bestuderen.

1. Inleiding

Deelnemers aan pensioenregelingen zijn heterogeen: ze hebben diverse voorkeuren en achtergronden. Onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp) kan een deelnemer de vrijheid hebben (bij de flexibele premieregeling of FPR) om uit een spectrum aan pensioenproducten te kiezen of bepaalt de pensioenuitvoerder (bij de solidaire premieregeling of SPR) de vormgeving van het collectieve beleggingsbeleid (zie Box 1). Pensioenuitvoerders onderzoeken in beide gevallen de voorkeuren van deelnemers om hun producten en beleggingsbeleid zo goed mogelijk op hen af te stemmen.¹ In dit rapport verkennen we de wenselijkheid en mogelijkheid om twee belangrijke aspecten van deze voorkeuren (duurzaamheids- en risicopreferenties) geïntegreerd uit te vragen bij deelnemers.

Bij het beleggen van het pensioenvermogen zijn risico, rendement en duurzaamheid drie prominente dimensies, zoals weergegeven in de 'driehoeksverhouding' in onderstaand diagram:²



Deze drie dimensies hebben onderlinge relaties, hierboven weergegeven met de genummerde pijlen. In klassieke beleggingstheorie gaat het vooral om de uitruil tussen rendement en risico (relatie 1 in het diagram), gebaseerd op de (met veel bewijs onderbouwde) notie dat het nemen van extra (systematisch) beleggingsrisico gepaard gaat met een hoger verwacht rendement op financiële markten. Risicopreferenties geven weer in hoeverre deelnemers bereid zijn om beleggingsrisico te nemen in relatie tot het verwachte pensioenresultaat. Uitvragen van de risicopreferenties van deelnemers aan een pensioenregeling zijn daarom vooral gericht op preferenties ten opzichte van de uitruil tussen rendement en risico zoals weergegeven in relatie 1.

Duurzaamheidspreferenties betreffen de voorkeuren van deelnemers met betrekking tot het meewegen van ESG-criteria (*Environmental, Social & Governance*) en andere duurzaamheidsaspecten in het beleggingsbeleid. Duurzaamheidspreferenties zijn in het algemeen ge-

1 In dit rapport gebruiken we de term pensioenuitvoerder voor een organisatie die een of meer pensioenregelingen of -producten 'uitvoert'. In de Nederlandse context kan dat gaan om een pensioenfonds, verzekeraar, APF of PPI. We gebruiken de term deelnemer voor een persoon die deelneemt aan een pensioenregeling.

2 Het meenemen van de dimensies risico, rendement en duurzaamheid in het vormgeven van het beleggingsbeleid wordt door sommige pensioenuitvoerders '3D-beleggen' genoemd. Maar ook uitvoerders die een andere terminologie of aanpak hanteren wegen vaak deze drie dimensies mee in hun beleggingsbeleid.

baseerd op ethische of morele voorkeuren en overwegingen van deelnemers. Hierbij kunnen we een onderscheid maken tussen preferenties volgens het ethische principe *do no harm* (welke beleggingen wil de deelnemer vermijden?, ofwel uitsluitingsbeleid) en de ambitie om maatschappelijke 'impact' te genereren via het beleggingsbeleid (via in- en uitsluitingsbeleid, via engagement met bedrijven in de portefeuille en/of via private investeringen). Uitvragen van de duurzaamheidspreferenties van deelnemers zijn relatief nieuw vergeleken met uitvragen van risicopreferenties en komen in vele vormen. Uitvragen kunnen zich bijvoorbeeld richten op het algemene belang van duurzaamheid voor de deelnemer, op gewenste uitsluitingen en/of op de ambitie om impact te genereren (al dan niet op specifieke thema's).

Het meewegen van duurzaamheidscriteria in het beleggingsbeleid kan gevolgen hebben voor het financieel risico en rendement. Zo kunnen bijvoorbeeld beleggingen in niet-hernieuwbare energie resulteren in een hoger financieel risico wanneer de kans bestaat dat de transitie naar een klimaatneutrale economie dergelijke beleggingen schaadt (transitierisico). Aan de andere kant kunnen dergelijke beleggingen gepaard gaan met een hoger verwacht financieel rendement als dergelijke risico's zijn 'ingeprijsd' op financiële markten. De academische literatuur toont geen eenduidig beeld over de relatie tussen duurzame beleggingen, financieel risico en rendement; deze relaties kunnen ook sterk afhangen van de gehanteerde definitie van duurzaamheid.³

Het is tamelijk gebruikelijk om bij het uitvragen van duurzaamheidspreferenties te meten in hoeverre deelnemers bereid zijn om rendement op te geven om 'duurzamer' te beleggen (relatie 2 in bovenstaand diagram). Analooq hieraan zou deelnemers gevraagd kunnen worden hoeveel extra risico zij accepteren om duurzamer te beleggen (relatie 3 in bovenstaand diagram); deze relatie wordt tot nu toe niet of nauwelijks geadresseerd in uitvragen van duurzaamheidspreferenties in de praktijk.

Gezien deze mogelijke wisselwerking tussen duurzaamheids- en risicopreferenties is er zowel in de wetenschap als praktijk belangstelling voor de mogelijkheid om deze preferenties geïntegreerd uit te vragen bij deelnemers – in plaats van in twee losstaande uitvragen. Wat zijn de voordelen van zo'n geïntegreerde uitvraag? Wij denken dat het debat over deze vraag (in zowel wetenschap als praktijk) nog tot wasdom moet komen, maar bespreken hier drie mogelijke argumenten voor een geïntegreerde uitvraag.

Ten eerste is het geïntegreerd uitvragen van duurzaamheids- en risicopreferenties conceptueel aantrekkelijk, omdat de uitruil tussen de drie dimensies risico-rendement-duurzaamheid dan integraal wordt voorgelegd aan de deelnemer en niet in twee losstaande uitvragen. Dit maakt het mogelijk om onderlinge relaties en afruilen expliciet te maken. Een geïntegreerde uitvraag kan van toegevoegde waarde zijn bij het vormgeven van beleid en

³ Deze onduidelijkheid verklaart mogelijk waarom duurzaamheidsaspecten vaak niet geïntegreerd worden in de financiële analyses van uitvoerders, zoals Asset Liability Management (ALM) en Strategische Asset Allocatie (SAA).

pensioenproducten, maar ook voor de onderbouwing aan deelnemers en toezichthouders. Op die manier anticiperen pensioenuitvoerders ook op mogelijke toekomstige wettelijke eisen, hoewel die met de nodige onzekerheid zijn omgeven. De Wtp kent geen wettelijke verplichting voor het uitvragen van duurzaamheidspreferenties, zoals die er wel is voor risicopreferenties. In de geactualiseerde Code Pensioenfondsen⁴ die per 1 januari 2024 van kracht is geworden, een richtlijn vanuit de Pensioenfederatie en de Stichting van de Arbeid, is wel als principe opgenomen dat een pensioenfonds een beleggingsbeleid heeft waarvan milieu- en klimaat- en sociale en governancefactoren een uitdrukkelijk en kenbaar onderdeel zijn. En dat het fonds daartoe rekening houdt met de voorkeuren van belanghebbenden.⁵

Ten tweede kan het gebruiken van twee losstaande uitvragen leiden tot meetfouten indien risicopreferenties en/of duurzaamheidspreferenties van deelnemers domeinafhankelijk zijn. Bijvoorbeeld: een deelnemer is alleen bereid om risico te nemen voor duurzame beleggingen. De uitruil tussen rendement en risico is voor deze deelnemer dus anders voor duurzame dan voor niet-duurzame beleggingen. Dergelijke domeinafhankelijkheid in preferenties komt niet naar voren in losstaande uitvragen.

Ten derde is een praktische overweging dat losstaande uitvragen van risico- en duurzaamheidspreferenties in het algemeen gebaseerd zijn op een andere steekproef (groep respondenten onder de deelnemers). Het is niet duidelijk hoe rekening te houden met verschillen in de deelnemerssteekproef die de uitvraag beantwoord heeft.

Tegenover deze drie voordelen staat ook een aantal potentiële nadelen. Ook die komen in dit rapport aan bod. Zowel in de wetenschap als in de praktijk is weinig ervaring opgedaan met het geïntegreerd uitvragen van risico- en duurzaamheidspreferenties. De invultijd van geïntegreerde onderzoeken zal doorgaans langer zijn en de complexiteit hoger, waardoor de uitvraag voor deelnemers mogelijk lastig te behappen is vergeleken met losstaande, een-dimensionale onderzoeken en/of waardoor de onderzoeken naar de individuele dimensies (risico en duurzaamheid) minder diepgang kunnen hebben. De wenselijkheid van een mogelijke geïntegreerde uitvraag hangt ook af van het doel dat de pensioenuitvoerder beoogt met het preferentieonderzoek. Het is daarom op voorhand niet duidelijk of en wanneer een geïntegreerde uitvraag de voorkeur heeft. Maar de complexiteit van dit vraagstuk maakt dat het van belang is om te onderzoeken wat de theoretische en praktische overwegingen voor het geïntegreerd uitvragen van duurzaamheids- en risicopreferenties zijn en om te beschrijven wat de relevante aandachtspunten zijn voor beleidsvorming en implementatie bij het vormgeven van een uitvraag. Deze projectgroep doet hier een eerste aanzet toe.

⁴ <https://www.pensioenfederatie.nl/stream/code-pensioenfondsen-2024.pdf>

⁵ Daarnaast adviseerde EIOPA in 2023 de Europese Commissie om duurzaamheid een prominentere rol toe te kennen in de nieuwe IORP-richtlijn (IORP III) en om duurzaamheid (nevenschikkend) onderdeel te maken – naast rendement, risico en kosten – van Prudent Person-toetsing. Voor vermogensbeheerders is het sinds MIFID II gebruikelijk om duurzaamheidsaspecten mee te nemen in het bepalen van beleggingsvoorkeuren van klanten.

Allereerst gaan we daartoe in op het uitvragen van risicopreferenties (sectie 2). Daarna bekijken we het uitvragen van duurzaamheidspreferenties (sectie 3), om uiteindelijk te komen tot drie concrete voorstellen voor mogelijkheden om beide uitvragen te integreren (sectie 4). In sectie 5 vatten we onze conclusies samen en formuleren we negen aanbevelingen voor wetenschap, praktijk en toezicht. Secties 2, 3 en 4 volgen een systematische opbouw: eerst schetsen we het perspectief vanuit wetgeving en toezicht, vervolgens behandelen we wetenschappelijke inzichten, waarna het praktijkperspectief aan bod komt.

We hopen dat dit rapport handreikingen bevat voor een nadere verkenning van het belang en de wijze van het geïntegreerd uitvragen van risico- en duurzaamheidspreferenties. Er is aanvullend denkwerk, onderzoek en discussie nodig om meer helderheid te krijgen over de afwegingen en mogelijke methoden voor een geïntegreerde uitvraag. In dit rapport gaan we niet in op de vertaling van in een geïntegreerde uitvraag gemeten risico- en duurzaamheidspreferenties naar het beleggingsbeleid van de pensioenuitvoerder. Dit complexe vraagstuk laten we voor een volgende gelegenheid.

Box 1: solidaire premieregeling (SPR) versus flexibele premieregeling (FPR)

De sociale partners van pensioenuitvoerders kunnen onder de Wtp de keuze maken voor de flexibele premieregeling (FPR) of de solidaire premieregeling (SPR). Bij de FPR bestaat de mogelijkheid om een deelnemer meerdere productsmaken aan te bieden (zoals meer/minder risico of extra duurzaam). De deelnemer kan in dat geval afwijken van de *default* die de pensioenuitvoerder aanbiedt. Momenteel zijn er nog weinig plannen om gebruik te maken van deze mogelijkheid, maar dit kan veranderen in de toekomst.⁶ Met deze keuzevrijheid kan beter worden aangesloten bij heterogene deelnemerspopulaties. Hierbij kunnen de keuzes zich onderscheiden op het gebied van zowel risico als duurzaamheid. Pensioenuitvoerders met een solidaire premieregeling hebben deze mogelijkheid niet en bieden al hun deelnemers één (beleggings)beleid, dat wel gedifferentieerd is naar leeftijdscohorten en eventueel naar status.

6 <https://pensioenpro.nl/download/38859/?tmstv=1748353439>

2. Risicopreferenties

Met de Wet toekomst pensioenen (Wtp), die op 1 juli 2023 in werking is getreden, hebben deelnemersvoorkeuren een vaste plek gekregen bij het bepalen van de risicohouding en het beleggingsbeleid van pensioenuitvoerders. Wanneer zij een premieregeling uitvoeren in het nieuwe pensioenstelsel is het namelijk verplicht om gebruik te maken van een risicopreferentieonderzoek (RPO) bij de vaststelling van de risicohouding. Deze sectie gaat in op de relevante wetgeving en het toezicht met betrekking tot het uitvragen van risicopreferenties (sectie 2.1). In sectie 2.2 bespreken we methoden voor het uitvragen van risicopreferenties uit de wetenschappelijke literatuur. En in sectie 2.3 geven we een kort overzicht van de huidige praktijk van RPO's en van praktische overwegingen bij de implementatie van verschillende methoden. Tot slot geeft sectie 2.4 een korte samenvatting.

2.1 Wetgeving en toezicht

Het doel van het RPO is om te onderzoeken i) in welke mate deelnemers bereid zijn beleggingsrisico's te lopen met het oog op hun pensioendoelstellingen en ii) of ze deze beleggingsrisico's kunnen dragen. De uitkomsten vormen samen met wetenschappelijke inzichten en deelnemerskenmerken de basis voor de risicohouding. Met de risicohouding leggen pensioenuitvoerders voor ieder (leeftijds)cohort vast welke mate van beleggingsrisico ze wenselijk en acceptabel vinden. Vervolgens vormt de risicohouding de basis voor het beleggingsbeleid en toont een jaarlijkse toets of de werkelijke blootstelling aan beleggingsrisico zich nog binnen de vooraf bepaalde grenzen bevindt.

Het staat pensioenuitvoerders grotendeels vrij om zelf te bepalen hoe ze het RPO vormgeven. De Autoriteit Financiële Markt (AFM) ziet toe op de uitvoering van het RPO en geeft in de Leidraad risicopreferentieonderzoek (Autoriteit Financiële Markten, 2023) een 'open norm'-kader mee op basis waarvan zij de kwaliteit van verschillende toegepaste methoden beoordeelt: de FRAME-criteria (van Meeren et al., 2019). Deze criteria zien toe op algemene

Box 2: De FRAME-criteria

- **Feasible** (uitvoerbaar): maak de deelname aan het onderzoek en het beantwoorden van de vragen zo gemakkelijk mogelijk.
- **Rationalising** (rationaliserend): om de risicopreferenties van deelnemers goed te meten is het noodzakelijk om de versturende invloed van irrationele gedragsaspecten te voorkomen of te verminderen.
- **Appropriate** (passend): de gebruikte onderzoeksmethode gaat uit van scenario's die passen binnen de pensioencontext van de deelnemer.
- **Measurable** (meetbaar): de gebruikte onderzoeksmethode levert een uitkomst op die uit te drukken is in getallen (kwantitatief) en die objectief te vertalen is naar het beleggingsbeleid.
- **Errable** (feilbaar): de onderzoeksmethode identificeert de respondenten die de vragen niet begrijpen, zodat hiermee rekening kan worden gehouden bij de interpretatie van de resultaten.

zaken als de uitvoerbaarheid door respondenten en het voorkomen van biases bij het invullen van de uitvraag en het interpreteren van de uitkomsten. Deze criteria spelen een rol bij de keuzes die pensioenuitvoerders maken bij de toegepaste methode en de vormgeving van de uitvraag. Box 2 bevat een korte toelichting op de FRAME-criteria.

Het komt voor dat een spanningsveld ontstaat tussen de verschillende criteria, zoals het totaal aantal vragen dat wordt voorgelegd versus de volledigheid van de inzichten die worden opgehaald. In dit rapport gebruiken wij de FRAME-criteria om dergelijke afwegingen inzichtelijk te maken tussen verschillende methoden om deelnemersvoorkeuren uit te vragen.

2.2 Wetenschappelijke methoden en inzichten

Er is geen consensus in de wetenschappelijke literatuur over wat de beste methode is om risicopreferenties te meten. Economen en psychologen onderscheiden twee benaderingen: zelfrapportage van risicopreferenties (*stated preferences*) en het afleiden van risicopreferenties uit feitelijk keuzegedrag, bijvoorbeeld via experimenten (*revealed preferences*). In theorie zouden verschillende methodes tot consistente risicopreferenties moeten leiden, maar empirisch onderzoek laat aanzienlijke inconsistenties zien tussen meetmethoden (Charness et al. 2020; Frey et al. 2017; Pedroni et al. 2017). Dit fenomeen staat bekend als de *risk elicitation puzzle*. Bovendien is geen enkele methode goed in staat om keuzes onder risico buiten de meetomgeving te voorspellen, of dat nu gaat om beslissingen over beleggingen, roken of parachutespringen (Riedl et al., 2021). Deze beperkte externe validiteit voor alle methoden biedt daarom ook geen uitkomst voor het prefereren van één methode boven een andere. Gezien deze beperkingen beveelt de literatuur aan om per individu meerdere methoden te gebruiken om tot een robuuste schatting van risicovoorkoor te komen (Frey et al. 2017; Pedroni et al. 2017; Goossens et al. 2023a,b). Daarnaast is het goed om rekening te houden met meetonzekerheid; allerlei factoren kunnen leiden tot een over- of juist een onderschatting van de risicobereidheid van deelnemers.

In deze sectie bespreken we de vier meest gebruikte methoden uit de academische literatuur voor het meten van risicopreferenties:

1. *Multiple Price List* (Sectie 2.2.1)
2. *Lottery Choice Task* (Sectie 2.2.2)
3. *Choice Sequence* (Sectie 2.2.3)
4. *Distribution Builder* (Sectie 2.2.4).

Appendix A bespreekt nog enkele andere wetenschappelijke methoden om risicopreferenties te meten. In secties 2.2.1 t/m 2.2.4 illustreren we deze methoden met een voorbeeld uit de wetenschappelijke literatuur (in Figuur 1-4).

Methoden voor het uitvragen van risicopreferenties uit de literatuur kunnen in het alge-

meen niet een-op-een worden toegepast in de praktijk. Zo voldoen de voorbeelden in Figuur 1-4 geen van alle aan de FRAME-criteria. Dit alleen al omdat zij niet 'Appropriate' zijn, aangezien de getallen niet zijn toegespitst op de pensioencontext. Ook is het goed om te realiseren dat voorkeuren in het pensioendomein kunnen afwijken van die in het beleggingsdomein.⁷ We verwijzen naar sectie 2.3.3 van dit rapport voor handreikingen over toepassingen van dergelijke methoden in de pensioenpraktijk.

2.2.1 Multiple Price List

De Multiple Price List (MPL)-methode, geïntroduceerd door Holt & Laury (2002), wordt in de wetenschap veelgebruikt om risicopreferenties te meten en is in verschillende versies toegepast. In het Nederlandse pensioendomein stellen Alserda et al. (2019) bijvoorbeeld een MPL voor die is afgestemd op de pensioencontext om risicopreferenties te meten.

In het algemeen krijgen deelnemers een lijst met paren van loterijen en moeten ze per paar kiezen tussen een relatief veilige optie en een risicovollere optie, zie Figuur 1 voor een voorbeeld. Naarmate men verder in de lijst komt, veranderen de kansen op uitbetaling (zoals in het voorbeeld) of de hoogte van de uitbetalingen, waardoor de risicovolle optie steeds aantrekkelijker wordt. Het punt waarop een deelnemer overstapt naar de risicovolle optie geeft inzicht in diens risicopreferenties.

Een potentieel nadeel van deze methode is dat die niet alleen risicopreferenties meet, maar ook beïnvloed kan worden door de manier waarop deelnemers kansen wegen, voornamelijk in het geval dat de kansen op uitbetaling veranderen. Daarom is er een alternatief format ontwikkeld waarin de kansen constant blijven en alleen de uitbetalingen variëren.

Figuur 1. Multiple Price List voorbeeld

Lottery	Option A					Option B				
	$p(\$2)$	$p(\$1.60)$	$p(\$1.60)$	$p(\$1.60)$	EV(A)	$p(\$3.85)$	$p(\$0.10)$	$p(\$0.10)$	$p(\$0.10)$	EV(B)
#1	0.1	\$2.00	0.9	\$1.60	\$1.64	0.1	\$3.85	0.9	\$0.10	\$0.48
#2	0.2	\$2.00	0.8	\$1.60	\$1.68	0.2	\$3.85	0.8	\$0.10	\$0.85
#3	0.3	\$2.00	0.7	\$1.60	\$1.72	0.3	\$3.85	0.7	\$0.10	\$1.23
#4	0.4	\$2.00	0.6	\$1.60	\$1.76	0.4	\$3.85	0.6	\$0.10	\$1.60
#5	0.5	\$2.00	0.5	\$1.60	\$1.80	0.5	\$3.85	0.5	\$0.10	\$1.98
#6	0.6	\$2.00	0.4	\$1.60	\$1.84	0.6	\$3.85	0.4	\$0.10	\$2.35
#7	0.7	\$2.00	0.3	\$1.60	\$1.88	0.7	\$3.85	0.3	\$0.10	\$2.73
#8	0.8	\$2.00	0.2	\$1.60	\$1.92	0.8	\$3.85	0.2	\$0.10	\$3.10
#9	0.9	\$2.00	0.1	\$1.60	\$1.96	0.9	\$3.85	0.1	\$0.10	\$3.48
#10	1	\$2.00	0	\$1.60	\$2.00	1	\$3.85	0	\$0.10	\$3.85

Bron: Holt & Laury (2002, Table 1)

7 Bockweg et al. (2015) laten zien dat de framing van vragen invloed heeft op de voorkeuren van deelnemers. Deelnemers vertonen meer risico-aversie bij framing in termen van consumptie/inkomen (dus in het pensioendomein), dan in termen van beleggen. Het uitvragen in beleggingstermen zou naar verwachting dus leiden tot hogere risicobereidheid dan de gebruikte uitvraag in pensioentermen.

Er bestaan verschillende varianten van de MPL. Sommige versies gebruiken alleen loterijen als optie, andere varianten bieden een zekere uitbetaling als keuze aan. Onderzoek laat zien dat verschillende formats uiteenlopende resultaten kunnen opleveren en dus dat een zorgvuldige keuze van de methode essentieel is. Hoewel de MPL-methode relatief eenvoudig en transparant is, kan die worden beïnvloed door framingeffecten (*anchor points*) en inconsistent gedrag. Dit kan deels worden verminderd door de volgorde van keuzes te randomiseren of meerdere varianten te gebruiken. Toch kunnen deelnemers fouten maken of meerdere keren wisselen tussen opties, wat de interpretatie bemoeilijkt. Een alternatief is de *staircase*-methode, waarbij deelnemers telkens één keuze maken en de volgende vraag afhangt van hun vorige antwoord. Dit verkleint framingeffecten en voorkomt meervoudige wisselingen, maar maakt het moeilijker om fouten te detecteren.

2.2.2 Lottery Choice Task

De Lottery Choice Task (LCT), ontwikkeld door Eckel & Grossman (2002, 2008), is een eenvoudige methode om risicopreferenties te meten. In deze taak kiezen deelnemers uit een overzicht van zes loterijen met oplopende risico's en verwachte opbrengsten, zoals weergegeven in Figuur 2. Elke loterij heeft twee mogelijke uitkomsten, die beide even waarschijnlijk zijn. De eerste opties hebben een lage variantie, terwijl latere opties hogere potentiële winsten bieden maar ook meer risico met zich meebrengen.

De keuzes van deelnemers geven inzicht in hun risicopreferenties. Risico-averse deelnemers kiezen vaker loterijen met een kleine spreiding in uitkomsten, terwijl risicozoekende deelnemers kiezen voor opties met een hogere variantie en dus een hoger verwacht

Figuur 2. Lottery Choice Task voorbeeld

Lottery	Low Payoff		High Payoff
#1	16,00€		16,00€
#2	14,00€		20,00€
#3	12,00€		24,00€
#4	10,00€		28,00€
#5	8,00€		32,00€
#6	2,00€		38,00€

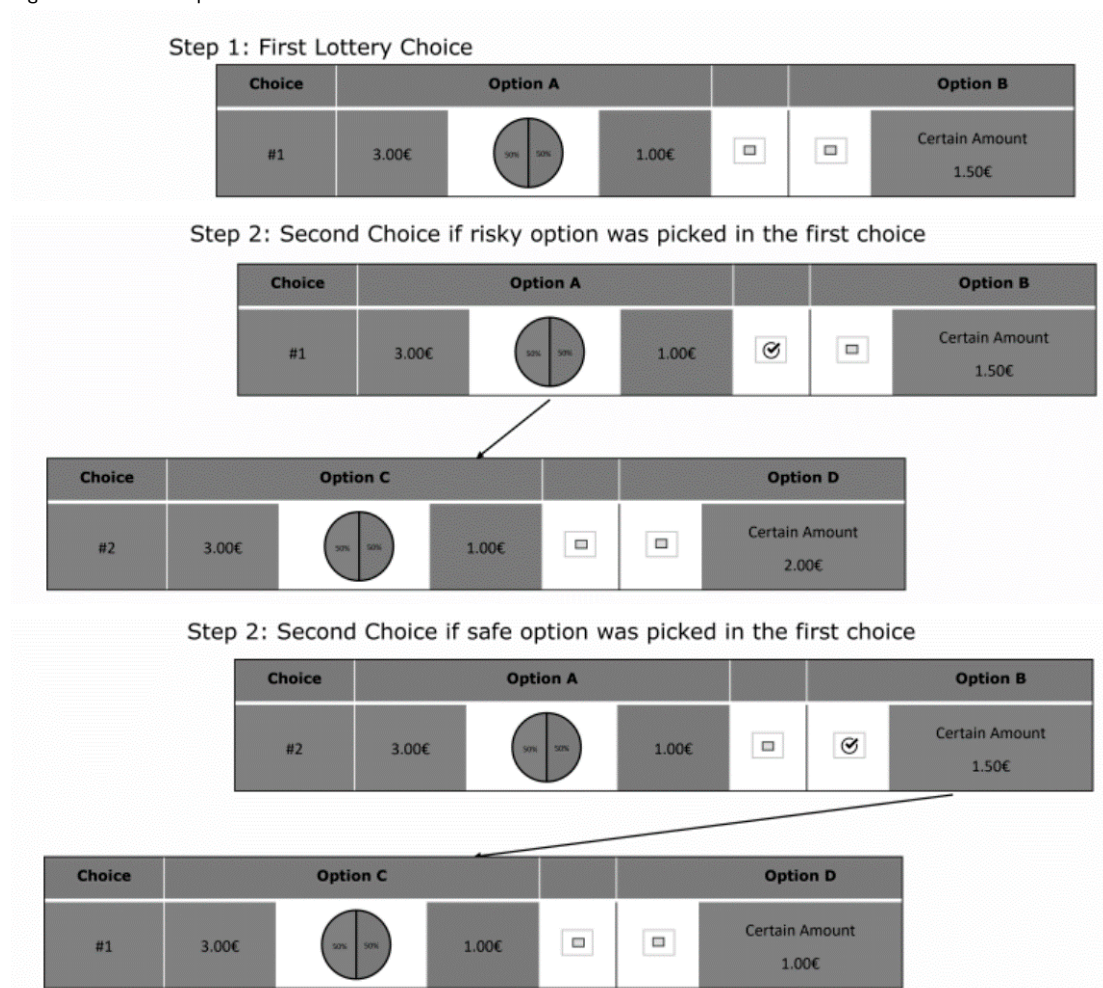
Bron: auteurs van dit rapport

rendement. Hoewel de LCT een eenvoudige en snelle methode is, kan door de beperkte variatie van de zes opties minder precies onderscheid worden gemaakt in de risicopreferenties. Daarnaast vereist de taak dat deelnemers waarschijnlijkheden goed begrijpen, zoals 50-50-kansen (vergelijkbaar met een muntworp).

2.2.3 Choice Sequence

Bij de Choice Sequence-methode (CS), ontwikkeld door Barsky et al. (1997), moeten deelnemers achtereenvolgens kiezen tussen twee opties: een risicovolle en een minder risicovolle optie. Elke optie wordt gepresenteerd als een loterij. De variatie tussen de loterijen wordt bereikt door de uitkomsten van elke loterij te manipuleren, terwijl de kans op de twee mogelijke uitkomsten vast blijft op 50 procent (vergelijkbaar met een muntworp). Bij elke loterij geeft één uitkomst een hoge uitbetaling en de andere uitkomst een lage uitbetaling. Deelnemers wordt gevraagd om per vraag één loterij te kiezen, voor een aantal vooraf vastgestelde, opeenvolgende vragen (vandaar de naam van deze methode).

Figuur 3. Choice Sequence voorbeeld



Bron: auteurs van dit rapport

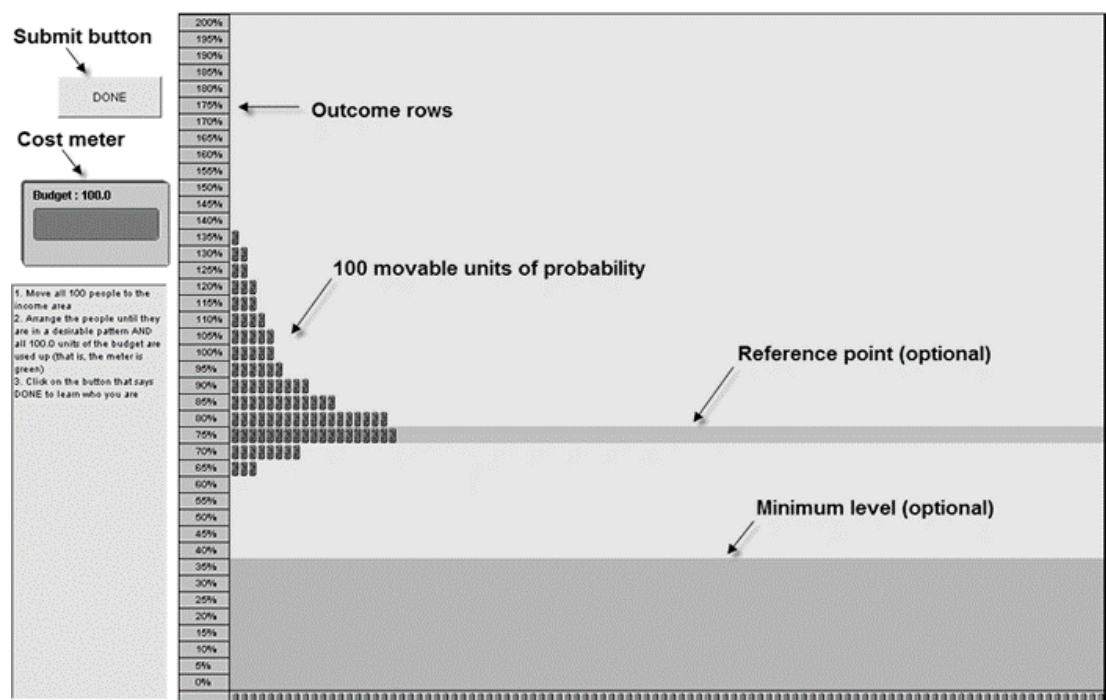
Figuur 3 toont een beslissingsscherm, afgeleid van de oorspronkelijke methode. De loterijen die een individu krijgt voorgelegd zijn afhankelijk van de eerdere keuzes, waardoor de mate van risicoaversie over de reeks keuzes steeds preciezer wordt ingeperkt. Barsky et al. (1997) gebruiken twee vragen, zoals in Figuur 3, om individuen in te delen in vier categorieën van risicopreferentie. Het aantal vragen kan naar gelieve worden aangepast om een fijnmazigere meting van individuele risicopreferenties te krijgen.

2.2.4 Distribution Builder

De Distribution Builder is een methode om risicopreferenties te meten, geïntroduceerd door Goldstein et al. (2008). In de originele methode, zoals getoond in Figuur 4, wordt deelnemers gevraagd een waarschijnlijkheidsverdeling te construeren die hun gewenste financiële uitkomst van hun investeringsvermogen weergeeft. Het construeren van de verdeling 'kost geld' en gebruikers bepalen hoeveel risico ze willen nemen met hun investeringen binnen een bepaald budget. De kosten van elke verdeling worden bepaald op basis van financiële marktprijzen, waardoor deelnemers een afweging moeten maken tussen een hoger verwacht rendement en een grotere spreiding in hun vermogen op einddatum.

Deelnemers krijgen de vraag om te kiezen hoe hun investeringsopbrengsten verdeeld moeten worden, bijvoorbeeld hoeveel kans ze willen hebben op een hoog rendement en hoeveel risico ze willen nemen op een lager rendement. Deelnemers krijgen 100 eenheden die investeringsuitkomsten vertegenwoordigen, vergelijkbaar met loten in een loterij.

Figuur 4. Distribution Builder voorbeeld



Bron: Goldstein et al. (2008)

Individuele mensen leren dat i) niet alle uitkomsten evenveel waard zijn, ii) investeringen binnen een beperkt budget moeten blijven, iii) hogere opbrengsten duurder zijn en iv) meer risico nemen kan leiden tot een hoger verwacht rendement. Dit maakt de risico-rendement-afweging expliciet.

Een potentieel voordeel van de Distribution Builder is dat de methode een visuele representatie geeft van rendement en risico, wat het begrip kan vergemakkelijken. Daarnaast kan de interactieve aard van de taak helpen om realistischere preferenties te meten, doordat *experience sampling* plaatsvindt (Kaufmann et al., 2013). Er zijn enkele potentiële beperkingen aan de Distribution Builder. Allereerst ontbreekt grootschalig onderzoek naar de externe validiteit van de Distribution Builder. Ook is nog onvoldoende onderzoek gedaan naar de effecten van kansweging en verliesaversie in deze methode, die mogelijk van invloed kunnen zijn op gemeten risicopreferenties (O'Donoghue & Somerville, 2018).

2.3 Praktijktoeepassing en ervaringen

Niet alle methoden die in de wetenschappelijke literatuur besproken zijn, worden ook gebruikt in de Nederlandse pensioenpraktijk; ze zijn niet allemaal even goed toepasbaar in de context van het RPO. Om te bepalen of een methode bruikbaar is, is het van belang om die te toetsen aan de wettelijke vereisten van het RPO en de eerder beschreven FRAME-criteria uit de leidraad van de AFM (Box 2). Ook verwijzen we naar het Servicedocument Risicohouding van de Pensioenfederatie (2022) voor verdere handreikingen over toepassingen van dergelijke methoden in de pensioenpraktijk.

In aanloop naar de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel hebben veel pensioenuitvoerders de afgelopen jaren een of zelfs meerdere RPO's uitgevoerd. Er is de afgelopen jaren dus veel praktijkkennis opgedaan en er worden nog steeds nieuwe concepten ontwikkeld en toegepast.⁸ Voor het uitvoeren van het RPO geldt een open norm die ruimte biedt om verschillende methoden en varianten toe te passen en te reflecteren op de effectiviteit daarvan. In deze sectie bespreken we kort twee van de meest gebruikte methoden in de praktijk: Choice Sequence (sectie 2.3.1) en Pension Builder (sectie 2.3.2). Ook gaan we in op praktijkoverwegingen die relevant zijn in de context van het RPO, maar ook bij een eventuele geïntegreerde uitvraag van duurzaamheids- en risicopreferenties (sectie 2.3.3). De praktijkoverwegingen zijn gebaseerd op het servicedocument van de Pensioenfederatie (2022), op publicaties van de AFM en op ervaringen van de projectgroepleden.⁹

⁸ Zo hebben verschillende fondsen niet alleen de risicobereidheid van individuele deelnemers bepaald, maar die deelnemers ook gevraagd welke risico-interval zij acceptabel vinden (Ottenhof, 2025).

⁹ De AFM heeft in december 2024 aanbevelingen voor het doen van risicopreferentieonderzoeken gepubliceerd: Veel aanbevelingen in nieuw RPO-rapport, we lichten er 5 uit.

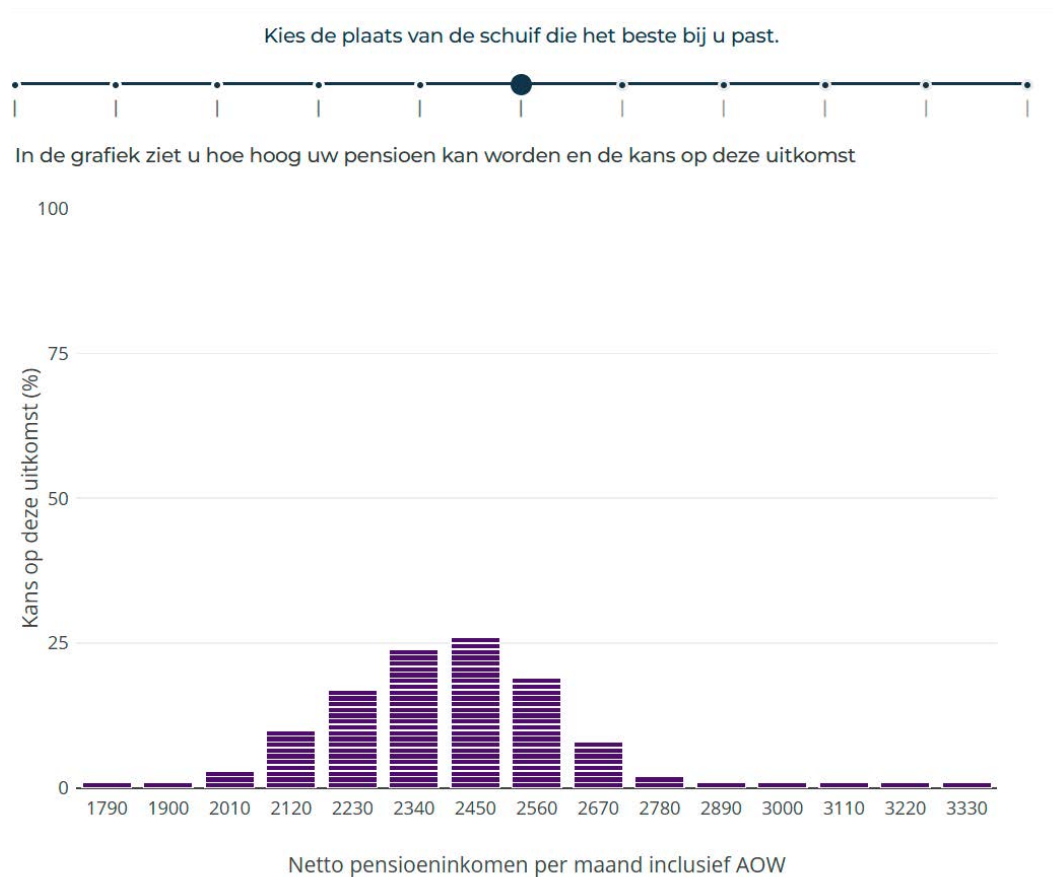
2.3.1 Toegepaste methode: Choice Sequence

In deze methode krijgt een individu achtereenvolgens verschillende keuzes voorgelegd (bijvoorbeeld verdelingen van pensioenuitkeringen). Hierbij is de ene pensioenverdeling offensiever dan de andere. Op basis van de keuze van de respondent kan een inschatting worden gemaakt van de risicopreferenties van deze respondent. De gepresenteerde opties zijn afhankelijk van de eerder gemaakte keuzes. Op deze manier wordt het risicobereidheidsinterval van respondenten verkleind. Het is mogelijk om de karakteristieken van de respondent (zoals inkomen en opgebouwd pensioen) mee te nemen in de vormgeving van de getoonde keuzemogelijkheden. Zie sectie 2.2.3 voor een beschrijving van de wetenschappelijke literatuur over de methode.

2.3.2 Toegepaste methode: Pension Builder

Deze methode is door Dellaert et al. (2016) voorgesteld voor gebruik in de Nederlandse pensioensector. De Pension Builder is een interactieve tool op basis van de principes van de Distribution Builder, die we hebben beschreven in sectie 2.2.4. In de Pension Builder krijgen deelnemers een kansverdeling van mogelijke pensioenuitkomsten te zien, zie Figuur 5 voor

Figuur 5. Pension Builder



Bron: IG&H (2025)

een visuele weergave. De pensioenuitkomsten en de bijbehorende kansverdeling volgen over het algemeen uit een ALM-berekening, waarbij wordt aangesloten bij deelnemerskarakteristieken zoals inkomen. In de Pension Builder kunnen respondenten – binnen een keuzespectrum – kiezen voor een door hen geprefereerde risico-rendement-verdeling voor het pensioeninkomen. De uitkomsten van de Pension Builder kunnen, net als die van de Choice Sequence, worden gebruikt om te komen tot een risicopreferentie, die bijvoorbeeld tot uiting komt in een schatting van de risicoparametergamma.

2.3.3 *Praktijkoverwegingen risicopreferentieonderzoek*

– Balans vinden tussen volledigheid en uitvoerbaarheid

Om betrouwbare uitspraken te kunnen doen over de preferenties van de deelnemerspopulatie is het belangrijk dat voldoende deelnemers de uitvraag afronden. De duur en de complexiteit van de uitvraag kunnen daarop van grote invloed zijn. Het is verleidelijk om veel vragen in het RPO te stoppen, om zoveel mogelijk informatie op te halen. Maar voor de uitvoerbaarheid is het goed om kritisch te bekijken welke vragen het belangrijkste zijn en welke uitkomsten essentieel zijn bij de vervolgstappen, zoals de vaststelling van de risicohouding.

Naast het aantal vragen is het goed om te letten op de complexiteit van de vragen. Als een uitvraag als complex wordt ervaren, kan dit ertoe leiden dat de *response rate* afneemt. Ook bestaat dan het risico dat respondenten de vragen niet goed begrijpen en onjuist beantwoorden. Om dit risico te verkleinen kunnen controlevragen worden gebruikt om de kwaliteit te waarborgen (dit sluit aan bij de E van de FRAME-criteria van AFM, zie Box 2). Eerste inzichten over het toepassen van controlevragen laten zien dat circa 20 procent van de deelnemers de controlevraag onjuist beantwoordt, wat een indicatie is voor het niet goed begrijpen van de vragen.¹⁰ Een manier om de uitkomsten van het onderzoek robuuster te maken is het multidimensionaal uitvragen. Hierbij wordt dezelfde vraag meerdere keren gesteld, maar steeds op een andere manier. Zo kan worden getoetst of respondenten de uitvraag begrijpen en ook hoe de uitkomsten het beste te interpreteren zijn. Een alternatief is het combineren van verschillende methoden om de risicobereidheid uit te vragen (zie Goossens et al. 2023a,b). Dit verhoogt wel de complexiteit en duur van het onderzoek. Ook de AFM onderstreept in haar aanbevelingen dat het van belang is de uitvraag niet onnodig complex te maken. Zij doet de aanbeveling om vraagstellingen te vermijden waarbij een deelnemer zelf financiële informatie moet opzoeken of inschatten. In het uitvragen kan

10 In sommige uitvragen wordt een kwalitatieve controlevraag gesteld naar de mate van risico die een deelnemer wil lopen waarna het antwoord vergeleken wordt met de voorkeur die de deelnemer aangeeft. Op basis van ervaringen van deelnemers van de projectgroep geeft zo'n 20 procent van de respondenten een duidelijk afwijkend antwoord op de kwalitatieve controlevraag ten opzichte van hun aangegeven voorkeur met de kwantitatieve methode.

worden gekozen voor een traditioneel format of voor een *serious game* (zie bijvoorbeeld Goossens et al., 2023b). Bij een *serious game* heeft het format de vorm van een spel. De veronderstelling is dat deelnemers dit gemakkelijker begrijpen.

– *Aansluiten bij de belevingswereld van de deelnemer*

De FRAME-criteria impliceren dat een uitvraag moet aansluiten bij de belevingswereld van de deelnemer (het onderzoek moet *appropriate* zijn). Dit betekent bij een kwantitatieve uitvraag dat deze in pensioentermen is (netto per maand). Omdat deelnemerspopulaties vaak heterogeen zijn, is het van belang om deelnemers pensioenbedragen voor te leggen die passen bij hun financiële situatie. Door vooraf deelnemerskenmerken uit te vragen, zoals inkomen, leeftijd en status, kunnen de getoonde verwachte uitkeringen beter worden aangesloten bij de situatie van de deelnemer. Ook kan het uitvragen van andere deelnemerskenmerken, zoals geslacht en opleidingsniveau, leiden tot relevante inzichten in de heterogeniteit van de deelnemerspopulatie. Aanvullend is het mogelijk om de uitkomsten van het RPO te koppelen aan de deelnemersadministratie om een geïndividualiseerde vragenlijst uit te zetten. Met een dergelijke koppeling is het ook mogelijk een nog exacter beeld te krijgen van de kenmerken van de deelnemer of om uitkomsten te wegen naar rato van samenstelling van het deelnemersbestand.

– *Rekening houden met biases*

Een belangrijk aandachtspunt bij het correct uitvragen van risicopreferenties is het herkennen en filteren van biases en inconsistente antwoorden van respondenten. Deelnemers zijn bijvoorbeeld geneigd om bij het invullen te kiezen voor de middelste uitkomst of het minimale of maximale. Een voorbeeld: bij de Pension Builder-methode is de startpositie van de schuif soms een risicovrije portefeuille. Dit kan resulteren in hogere gamma's (hogere risico-aversie) vanwege een *anchoring*-bias. Ook kan een overtuiging leiden tot een bias. De verschillende biases komen op verschillende manieren tot uiting in de methoden die gekozen kunnen worden voor het uitvoeren van een RPO. Hierdoor kan iedere methode leiden tot een andere meting van risicobereidheid (Goossens et al., 2023a,b). Er zijn verschillende technieken om dergelijke biases en inconsistenties te detecteren en mitigeren. Appendix B geeft een overzicht van relevante biases en technieken om hiermee om te gaan.

– *Economische uitgangspunten hanteren die leiden tot een goede afweging tussen risico en rendement*

Bij een kwantitatieve uitvraag waarbij pensioenverwachtingen op basis van een stochastische modellering worden getoond, is de modelspecificatie van significant belang. Bij het tonen van de uitkeringen zijn inflatie en aandelenrisicopremie belangrijke parameters. Een nominaal risicovrije uitkering is in reële termen namelijk niet risicovrij. Een zekere blootstel-

ling aan zakelijke waarden kan zodoende leiden tot een in reële termen minder risicovolle uitkering. De aandelenrisicopremie heeft invloed op de mate waarin het nemen van beleggingsrisico lonend is.

Bij een kwantitatieve uitvraag zijn economische uitgangspunten nodig om risico- en rendementskarakteristieken te definiëren. Voor de risico-rendement-afweging is de volatiliteit in de economische scenarioset van groot belang. Hierbij dient de uitwisseling van risico en rendement voldoende tot uiting te komen om te voorkomen dat risico nemen niet lonend is of dat risico nemen niet leidt tot een toename in risico (zowel het verwachte als het slecht-weer-scenario van een risicozoekende portefeuille ligt boven die van een neutrale portefeuille).¹¹ Aanvullend is het mogelijk om gebruik te maken van een door De Nederlandsche Bank ter beschikking gestelde scenarioset, waarbij de set objectieve parameterkarakteristieken bevat.¹² Een aanvullende overweging om voor deze DNB-scenarioset te kiezen is dat bij het toetsen van het beleggingsbeleid aan de risicohouding ook gebruikgemaakt moet worden van deze set (zie Driessen et al. (2025) voor een bespreking van de gevolgen van wijzigingen in deze scenarioset).

– Combineren van methoden en spreiden van meetmomenten

De methode die gebruikt wordt bij het uitvragen van preferenties kan invloed hebben op de uitkomsten (bijvoorbeeld als gevolg van biases in menselijk gedrag (zie Appendix B) die in meer of mindere mate spelen bij de gebruikte methode). Ervaringen uit de praktijk leren dat het uitvragen van risicopreferenties samengaat met meetonzekerheden (Kortleve & Van Benthem, 2024). Het gebruiken van meerdere methoden kan zorgen voor robuustere metingen. Eveneens is bekend dat preferenties niet tijdsconsistent zijn. Het is om deze reden raadzaam om op verschillende momenten in de tijd te meten (Goossens et al, 2023a).

2.4 Samenvatting en bevindingen

Pensioenuitvoerders zijn onder de Wtp verplicht om de risicopreferenties van deelnemers uit te vragen met risicopreferentieonderzoek (RPO) bij de vaststelling van de risicohouding. Uitvoerders kunnen dit RPO zelf vormgeven, maar de AFM houdt toezicht en geeft richtlijnen zoals de FRAME-criteria. Er bestaat rijke wetenschappelijke literatuur over methoden om risicopreferenties uit te vragen. In deze sectie staan we stil bij vier veelgebruikte methoden: 1) Multiple Price List, 2) Lottery Choice Task, 3) Choice Sequence en 4) Distribution Builder. Alle vier hebben hun voor- en nadelen en vragen zorgvuldige implementatie in de pensioen-

11 Vooral voor jonge deelnemers met een zeer lange horizon kan het nodig zijn in te grijpen in de afweging tussen de hoogte en spreiding van het pensioenresultaat als de scenarioset onvoldoende trade-off heeft tussen risico en rendement. Dit speelt (ook) bij de scenariosets die DNB publiceert.

12 Hierbij is het van belang bewust te zijn van de versimpelde uitgangspunten die van toepassing zijn. Er wordt in de door DNB gepubliceerde sets bijvoorbeeld geen onderscheid gemaakt tussen verschillende zakelijke waarden waardoor er geen diversificatievoordelen zijn.

praktijk. Het is bekend dat verschillende methoden tot verschillende uitkomsten leiden en dat het inzetten van meerdere methoden kan helpen om deze inconsistentie te ondervangen. Deze sectie benoemt ook kort twee van de meest gebruikte methoden in de praktijk – Choice Sequence en Pension Builder – en bespreekt een aantal praktische overwegingen bij het implementeren van een RPO: i) balans tussen volledigheid en uitvoerbaarheid, ii) aansluiten bij de belevingswereld van de deelnemer, iii) rekening houden met biases, iv) juiste economische uitgangspunten hanteren en v) het combineren van methoden en spreiden van meetmomenten.

3. Duurzaamheidspreferenties

In de afgelopen jaren is er groeiende aandacht voor duurzaamheidsoverwegingen bij beleggingen (ook wel maatschappelijk verantwoord beleggen genoemd; zie ook Box 3). Deze ontwikkeling komt ook naar voren in de geactualiseerde Code Pensioenfondsen.¹³ Deze richtlijn, opgesteld door de Pensioenfederatie en de Stichting van de Arbeid, geeft principes en normen voor goed pensioenfondsbestuur. Volgens de code heeft een pensioenfonds dat goed zorgt voor het pensioen van belanghebbenden een beleggingsbeleid waarvan milieu-, klimaat-, sociale en governancefactoren een expliciet en herkenbaar onderdeel vormen. Daarbij dient het fonds rekening te houden met de voorkeuren van belanghebbenden. Het fonds heeft de vrijheid om zelf te bepalen op welke wijze dit gebeurt.

De toegenomen aandacht voor duurzaamheid blijkt ook uit de ambities van verschillende pensioenuitvoerders, die streven naar ‘een goed pensioen in een leefbare wereld’. Het integreren van duurzaamheid in beleggingen kan bovendien worden beschouwd als een vorm van solidariteit tussen huidige en toekomstige generaties, aangezien veel duurzaamheidsrisico's zich naar verwachting pas op langere termijn zullen manifesteren.

De mogelijkheden voor deelnemers om hun duurzaamheidspreferenties uit te drukken verschilt tussen pensioenuitvoerders. Bij verzekeraars en premiepensioeninstellingen hebben deelnemers veelal individuele keuzevrijheid en kunnen zij hun voorkeuren direct vertalen in concrete beleggingskeuzes, bijvoorbeeld door te kiezen voor een duurzame lifecycle. Pensioenfondsen met een solidaire premieregeling bieden deze individuele keuzemogelijkheden niet. Juist daarom wordt het expliciet uitvragen van duurzaamheidspreferenties bij deze fondsen van groter belang, aangezien dit de enige manier is om de collectieve voorkeuren van deelnemers te achterhalen en te vertalen naar het beleggingsbeleid.

Hoewel pensioenuitvoerders niet wettelijk verplicht zijn om de voorkeuren van deelnemers met betrekking tot duurzaamheid in kaart te brengen, zijn veel uitvoerders de afgelopen jaren begonnen met het uitvragen van duurzaamheidspreferenties. Uitvoerders kunnen daarbij gebruikmaken van diverse methoden die onderzocht zijn in de wetenschappelijke literatuur, al is de literatuur over duurzaamheidspreferenties nog beperkt in vergelijking met de literatuur over risicopreferenties. Met de komst van het nieuwe pensioenstelsel hebben deelnemers bij een keuze voor de flexibele premieregeling in toenemende mate keuzemogelijkheden. Dit maakt dat pensioenuitvoerders hun deelnemers actiever moeten gaan meenemen in de beleggingsbeslissingen die worden genomen. Dit geldt ook voor duurzaamheid.

Wat wordt er precies onder duurzaamheid (of duurzaam beleggen) verstaan? Dat is een belangrijk aandachtspunt bij een duurzaamheidspreferentieonderzoek (DPO). Is de betekenis van duurzaamheid onduidelijk voor deelnemers, dan kan dit leiden tot onbruikbare onder-

13 <https://www.pensioenfederatie.nl/stream/code-pensioenfondsen-2024.pdf>

Box 3A: Definitie van duurzaamheid

Het begrip duurzaamheid kent in de context van pensioenbeleggingen verschillende definities. Dit maakt de interpretatie en uitvraag in een duurzaamheidspreferentieonderzoek uitdagend. In de pensioensector worden termen als Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB), Environmental, Social & Governance (ESG) en Sustainable Development Goals (SDG's) veelvuldig gebruikt als invulling van duurzaamheid. Een praktisch aspect is dat maatstaven van deze duurzaamheidsbegrippen in aanzienlijke mate kunnen afhangen van de dataverstrekker (Berg et al., 2022). Er bestaan verschillende benaderingen bij het integreren van duurzaamheid in beleggingsbeleid. Bij de *outside-in*-benadering ligt de nadruk op hoe externe duurzaamheidsaspecten de beleggingen beïnvloeden; denk bijvoorbeeld aan klimaatrisico's. De *inside-out*-benadering bekijkt juist hoe de beleggingen zelf invloed hebben op duurzaamheidsaspecten in de buitenwereld, bijvoorbeeld op biodiversiteit. Duurzaam beleggen kan op verschillende manieren worden ingevuld. Dat varieert van het uitsluiten van specifieke bedrijven, sectoren of landen tot het over- en onderwegen van bepaalde beleggingen ten opzichte van een benchmark. En van het juist belegd blijven en actief in gesprek gaan (*engagement*) met bedrijven en landen om hun activiteiten duurzamer te maken tot specifieke impactbeleggingen (vaak in private projecten of bedrijven in plaats van in beursgenoteerde ondernemingen). Tot slot is er niet altijd consensus over welke activiteiten (van bedrijven en overheden) als duurzaam kunnen worden aangemerkt. Zo zijn er belangrijke nadelen aan het gebruik van gas en kernreactoren om energie op te wekken, maar worden deze energiebronnen ook wel gezien als essentieel voor de energietransitie. Bij het opzetten van een duurzaamheidspreferentieonderzoek is het cruciaal om het begrip duurzaamheid vooraf duidelijk af te bakenen en dit aan respondenten te communiceren. Dit voorkomt dat de onderzoeksresultaten beïnvloed worden door verschillende interpretaties van deelnemers.

Box 3B: 'Do no harm' versus 'impact'

Binnen duurzaamheidspreferenties kan een onderscheid worden gemaakt tussen preferenties ten aanzien van het ethische principe 'do no harm' en de ambitie om maatschappelijke 'impact' te genereren via het beleggingsbeleid. Do no harm-preferenties betreffen eventuele voorkeuren van deelnemers om niet te willen beleggen in bedrijven, sectoren of landen die betrokken zijn bij activiteiten die in de ogen van de deelnemer schadelijke gevolgen hebben, zoals tabak, steenkool, slavernij en ontbossing. Dergelijke preferenties komen veelal tot uitdrukking in het uitsluitingsbeleid van pensioenuitvoerders. Een gerelateerde, maar andere vorm van duurzaamheidspreferenties betreft de eventuele voorkeur van deelnemers om impact te generen, via in- en uitsluitingsbeleid, via engagement met bedrijven en/of via private investeringen. Het verdient aanbeveling te overwegen om beide typen duurzaamheidspreferenties uit te vragen. Zo is het bijvoorbeeld denkbaar dat do no harm-preferenties door deelnemers los worden gezien van rendement en risico, terwijl er voor impact-preferenties wel een uitruil met rendement-risico bestaat.

zoeksresultaten. Box 3A bespreekt de grote verscheidenheid aan definities van duurzaamheid in de context van pensioenbeleggingen. Een ander relevant onderscheid bij het uitvragen van duurzaamheidspreferenties betreft preferenties ten aanzien van 'do no harm' en 'impact' genereren via het beleggingsbeleid – zie Box 3B.

Deze sectie gaat in op de relevante (verwachte) wetgeving en het toezicht met betrekking tot het uitvragen van duurzaamheidspreferenties (sectie 3.1), bespreekt methodes voor het uitvragen van duurzaamheidspreferenties uit de wetenschappelijke literatuur (sectie 3.2) en geeft een kort overzicht van de huidige praktijk van het uitvragen van duurzaamheidspreferenties en van praktische overwegingen bij de implementatie van verschillende methodes (sectie 3.3). Sectie 3.4 geeft een korte samenvatting.

3.1 Wetgeving en toezicht

Onder vermogensbeheerders is het al sinds de invoering van MIFID II in 2018 gebruikelijk om duurzaamheidsaspecten mee te nemen bij het bepalen van beleggingsvoorkeuren van klanten. Dit is voor pensioenuitvoerders op dit moment nog geen wettelijke vereiste. Wel geldt dat in IORP II het beginsel van *prudent person* staat. Fondsen mogen op basis hiervan rekening houden met duurzaamheidsaspecten (Maatman & Huijzer, 2019). EIOPA heeft in het najaar van 2023 de Europese Commissie geadviseerd duurzaamheid zwaarder mee te wegen bij de review van de pensioenfondsenrichtlijn (IORP II) en nevensgeschikt te maken aan risico en rendement; in een vernieuwde IORP-richtlijn (IORP III) zou in navolging van dit advies gevraagd kunnen worden om meer bewijslast. Hoe de herziening van de IORP-richtlijn eruit komt te zien, is op dit moment echter nog niet duidelijk.¹⁴ Ook de AFM spreekt, in een column van voorzitter Laura van Geest, de voorkeur uit voor het verplicht meenemen van duurzaamheidspreferenties in het beleggingsbeleid van pensioenuitvoerders.¹⁵ De Nederlandsche Bank heeft in haar gids voor de beheersing van klimaat- en natuurrisico's als *good practice* opgenomen om deelnemersvoorkeuren ten aanzien van klimaat- en natuurrisico's uit te vragen. Hierin wordt onder andere als *good practice* aangehaald om de input van deelnemers te gebruiken om binnen beleggingscategorieën bepaalde keuzes over de invulling te maken, zoals een allocatie naar de energietransitie.¹⁶

3.2 Wetenschappelijke methoden en inzichten

De wetenschappelijke literatuur over het uitvragen van duurzaamheidspreferenties is aanmerkelijk minder ver ontwikkeld dan de literatuur over het uitvragen van risicopreferenties. In deze sectie bespreken we wetenschappelijk inzichten over de karakteristieken en motivaties van (niet-)duurzame beleggers (sectie 3.2.1). Vervolgens komen enkele methoden uit de wetenschappelijke literatuur aan bod om de uitruil tussen duurzaamheid en financieel rendement uit te vragen (sectie 3.2.2). Net als in sectie 2.2 willen we er ook hier op wijzen dat voorkeuren in het pensioendomein kunnen afwijken van die in het beleggingsdomein (zie o.a. Bockweg et al., 2016).

3.2.1 Karakteristieken en motivaties van (niet-)duurzame beleggers

Allereerst gaan we in op de vraag wat individuen karakteriseert die duurzaamheidsaspecten al dan niet willen meewegen in beleggingsbeleid. Dit is relevant omdat er binnen de wetenschap een discussie gaande is of mensen geïnteresseerd zijn in duurzame beleggingen vanwege 'waarde' (ofwel financieel georiënteerde of 'waarde-gedreven' duurzame beleggers) of vanwege 'waarden' (ofwel moreel georiënteerde of 'waarden-gedreven' duurzame beleg-

¹⁴ https://www.eiopa.europa.eu/publications/technical-advice-review-iorp-ii-directive_en

¹⁵ FD-column Laura van Geest: 'Laat deelnemer meer baas zijn over groen pensioen' (afm.nl)

¹⁶ Gids voor de beheersing van klimaat- en natuurrisico's

gers), zie Starks (2023). Het begrijpen van deze motieven kan vermogensbeheerders/pensioenuitvoerders helpen om de juiste duurzame investeringsproducten te kiezen voor hun klanten/deelnemers. Hieronder volgt een korte beschrijving van enkele belangrijke studies:

- Het onderzoek van Degryse et al. (2025) onder een representatieve groep Nederlanders, gedaan via een vragenlijst in het LISS-panel, en het onderzoek van Ding et al. (2025) tonen inderdaad twee hoofdcategorieën: 1) individuen die duurzame keuzes maken uit puur financiële overwegingen, zoals afwegingen rondom rendement of risicomanagement en 2) individuen die zich laten leiden door ethische of maatschappelijke overwegingen.
- Ook Riedl & Smeets (2017) gebruiken data over de grootste beleggingsfondsen in Nederland en laten zien dat intrinsieke morele voorkeuren maar ook *signaling* (het feit dat je als individu kunt zeggen dat je duurzaam belegt, onafhankelijk van de mate van de daadwerkelijke maatschappelijke impact van deze duurzame beleggingen) belangrijke drijfveren zijn voor de keuze voor duurzaam beleggen. Dit wordt onderstreept door Gutsche et al. (2023), die vinden dat sociale voorkeuren en *warm glow* – een vorm van altruïsme – een belangrijke rol spelen bij duurzame beleggingskeuzes. Riedl & Smeets (2017) vinden dat waarden-gedreven beleggers bereid zijn om financieel rendement op te geven of hogere beheerkosten te betalen om hun portefeuilles in lijn te brengen met hun waarden. Deze beleggers kenmerken zich daarnaast door een hoger opleidingsniveau, langere beleggingshorizon en een groter geïnvesteerd vermogen. Financiële motieven spelen een genuanceerde rol; hoewel waarden-gedreven beleggers vaak lagere rendementen verwachten van duurzame beleggingen, vermindert een te pessimistische kijk op rendementen de kans dat zij daadwerkelijk in dergelijke beleggingen investeren.
- Brunen & Laubach (2022) onderzoeken het consumptiegedrag van Duitse particuliere ESG-beleggers. Personen die in hun dagelijks leven duurzame keuzes maken zijn eerder geneigd om te kiezen voor duurzame beleggingsstrategieën om hun portefeuille in lijn te brengen met hun waarden, zelfs als dit betekent dat ze hogere kosten moeten betalen. Daarentegen kunnen individuen ook compensatiegedrag vertonen: iemand die al duurzaam consumptiegedrag vertoont, kan ook een voorkeur hebben voor minder duurzame beleggingen.
- Het onderzoek van Giglio et al. (2025) naar Amerikaanse particuliere beleggers identificeert belangrijke verschillen in portefeuillekeuzes op basis van duurzame overwegingen. Beleggers die ethische of klimaatgerelateerde overwegingen centraal stellen, bezitten vaker duurzame beleggingen. De mate van duurzaamheid varieert echter per portefeuille. Hoewel waarden voorop staan, spelen ook financiële verwachtingen een belangrijke rol. Beleggers beleggen duurzaam wanneer zij verwachten dat deze beleggingen een hoger rendement halen dan de marktportefeuille, of zij nu waarde- of waarden-gedreven beleggers zijn.
- De complexiteit en veelzijdigheid van duurzaamheidspreferenties wordt onderschre-

ven door onderzoek van Lagerkvist et al. (2020) onder Zweedse particuliere beleggers. Voorkeuren voor duurzame beleggingsfondsen worden sterker beïnvloed door latente gedragskenmerken – zoals houding ten opzichte van duurzaamheid, risicotolerantie en de psychologische afstand tot duurzaamheidskwesties – dan door sociaaldemografische factoren als leeftijd, geslacht of inkomen. Duurzaamheid en milieubewustzijn zijn belangrijke drijfveren voor fondskeuzes, maar er bestaat aanzienlijke diversiteit onder beleggers. Zo geven sommige beleggers de voorkeur aan fondsen met een positieve screening of bepaalde duurzaamheidsthema's (waarden-gedreven beleggers), terwijl andere duurzaamheid minder belangrijk vinden en zich meer richten op financieel rendement en risico (waarde-gedreven beleggers).

Zoals blijkt uit deze studies is het bij het uitvragen van duurzaamheidspreferenties van belang om onderscheid te maken tussen enerzijds de daadwerkelijke voorkeuren en anderzijds de percepties (beliefs) van deelnemers (met name over de relatie tussen duurzaamheid en financieel risico en rendement), al is dit niet eenvoudig – zie Box 4.

Box 4: Voorkeuren versus percepties

Bij het uitvragen van duurzaamheidspreferenties is het van belang om, waar mogelijk, onderscheid te maken tussen voorkeuren en percepties (beliefs). Voorkeuren vertegenwoordigen wat mensen waarderen of wenselijk vinden (zoals biodiversiteit of sociale rechtvaardigheid), terwijl percepties gaan over wat mensen denken dat waar is (zoals de verwachte temperatuurstijging door CO₂-uitstoot, de effectiviteit van bepaalde maatregelen of de relatie van duurzaamheidsaspecten met financieel risico en rendement). Conventionele meetmethoden voor het uitvragen van duurzaamheidspreferenties slagen er zelden in deze twee elementen te scheiden. Wanneer een deelnemer bijvoorbeeld aangeeft niet duurzaam te willen beleggen, kan het zijn dat de deelnemer geen waarde hecht aan duurzaamheid (voorkeur). Maar, deze aangegeven voorkeur kan ook voortkomen uit de overtuiging dat duurzame beleggingen minder renderen en/of uit de perceptie dat duurzaam beleggen niet effectief is bij het bevorderen van duurzaamheid. Deze verstrengeling van voorkeuren en percepties maakt het uitdagend om via eenvoudige vragen zuivere duurzaamheidspreferenties te isoleren. En dat maakt het pensioenuitvoerderslastig om inzicht te krijgen in wat hun deelnemers werkelijk belangrijk vinden, los van wat zij als waar beschouwen. In Appendix C zetten we verschillende voorbeelden van voorkeuren en percepties uiteen.

3.2.2 Methoden voor het uitvragen van duurzaamheidsrendement trade-offs

Tussen risico en rendement enerzijds en duurzaamheid anderzijds kunnen we drie relaties onderscheiden: i) tussen rendement en duurzaamheid, ii) tussen risico en duurzaamheid en iii) tussen risico, rendement en duurzaamheid. Over relatie (i) is de afgelopen jaren een aantal relevante wetenschappelijke studies verschenen, die we in deze sectie bespreken. We zijn niet bekend met specifieke studies over relatie (ii). In sectie 4 bespreken we enkele studies over relatie (iii).

Voor wat betreft de eerste relatie, die tussen rendement en duurzaamheid, lijkt de algemene conclusie uit de literatuur te zijn dat een meerderheid van individuen bereid is om

financieel rendement (waarde) op te geven voor niet-financieel nut (waarden) dat voortkomt uit duurzame beleggingen. Hieronder volgt een korte beschrijving van enkele belangrijke studies:

- Bauer et al. (2021) presenteren de resultaten van veldonderzoeken bij een Nederlands pensioenfonds dat zijn deelnemers een stem heeft gegeven over het beleid voor duurzaam beleggen. Twee derde van de fondsdeelnemers is bereid het engagement van het fonds met bedrijven uit te breiden op basis van geselecteerde SDG's, zelfs wanneer zij verwachten dat dit de financiële prestaties verlaagt. De steun blijft groot nadat het fonds de keuze heeft doorgevoerd. Een belangrijke reden voor de keuze blijken de waarden van de deelnemers.
- Barber et al. (2021) vinden dat investeerders in Venture Capital bereid zijn om rendement op te offeren voor niet-financiële voordelen bij beleggingen in impactfondsen. Ze maken gebruik van *revealed preferences* en van *stated preferences*. Investeerders zijn bereid een 2,5 tot 3,7 procentpunt lager jaarlijks rendement te accepteren op impactfondsen.
- Heeb et al. (2023) onderzoeken in hoeverre beleggers bereid zijn te betalen voor duurzame beleggingen in de vorm van een eenmalige (beheer)vergoeding (de zogenaamde *willingness-to-pay*). Hoewel beleggers een significante betaalbereidheid tonen voor duurzame beleggingen, is hun betaalbereidheid niet hoger voor beleggingen met een grotere impact. Met andere woorden, de mate van impact is ondergeschikt aan het feit dat men kan zeggen dat men duurzaam belegt. Dit is in lijn met het eerder besproken signaling-effect. Figuur 6 toont het beslissingsscherm uit hun experiment.

Figuur 6. Willingness-to-pay-experiment voorbeeld

	Fund A	Fund B	
Fund Category	US Large-Cap Blend Equity	US Large-Cap Blend Equity	Asset class and market segment in which the fund invests.
Annualized Return (3 years)	6%	6%	Average amount earned by an investment in the fund each year.
Morningstar™ Risk			Assesses the variations in a fund's monthly returns, compared to similar funds.
Climate Change	An investment of €1000 in this fund saves 5000 kg of CO₂ emissions. This corresponds to: • The CO₂ saved by planting 30 trees. • The CO₂ emissions of traveling 15000 km by plane. • The CO₂ emissions caused by an EU citizen in 250 days.	An investment in this fund does not save CO ₂ emissions.	Some funds finance projects that save CO₂ emissions. Some experts argue that this is a valuable way of how investors can contribute to fighting climate change. Other experts argue that this is a distraction and may delay the policies needed to fight climate change (e.g., carbon taxes).

Data retrieved: 15-05-2020

Bron: Heeb et al. (2023)

Net als bij risicopreferenties rijst de vraag welke van de gebruikte methoden de voorkeur verdient. Hiernaar is beduidend minder onderzoek gedaan dan bij risicopreferenties. Daardoor weten we niet bijzonder veel over de consistentie tussen verschillende meetmethoden of over de externe validiteit. Bovendien zou het kunnen dat juist methoden om duurzaamheidspreferenties te meten lijden aan zogenaamde *social desirability bias* (Grimm, 2010). Deze bias houdt in dat (sommige) mensen aangeven best bereid te zijn om te betalen voor duurzaamheid omdat zij zich van hun beste kant willen laten zien; zie ook het hierboven genoemde signaling-effect. Het is daarbij misschien enigszins bemoedigend dat experimenten naar sociale-voorkeuren-gedrag iets meer voorspellende waarde hebben buiten de meentomgeving dan dat het geval is bij risicopreferenties (Galizzi & Navarro-Martinez, 2019). Kanttekening is wel dat deze experimenten vaak gebruikmaken van financiële *incentives* om de social desirability bias te beperken en dat dezelfde auteurs ook aangeven dat op de externe validiteit nog wel iets valt af te dingen.

3.3 Praktijktoeepassing en ervaringen

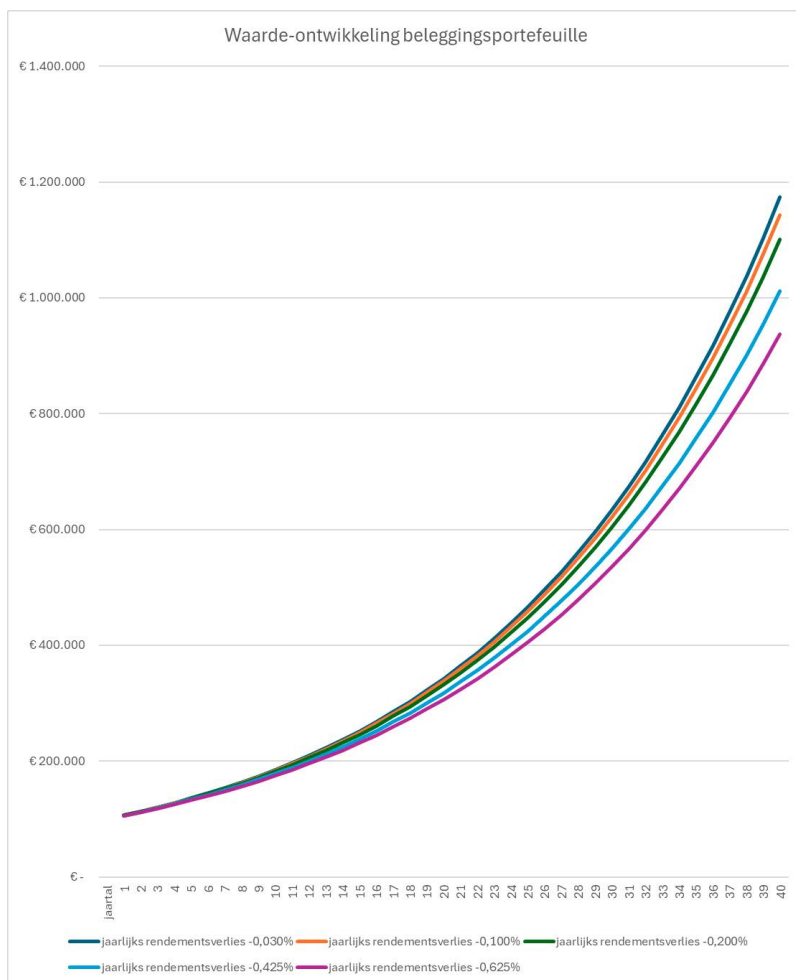
In de volgende paragrafen beschrijven we methoden die in de praktijk worden gebruikt om duurzaamheidspreferenties uit te vragen. Doorgaans is de uitkomst van deze uitvragen niet kwantitatief en mogelijk ook relatief beperkt representatief. Dit vergroot de uitdaging om aan te sluiten bij de FRAME-criteria in een duurzaamheidscontext.

3.3.1 Enquêtes

Het belang van duurzaam beleggen door pensioenuitvoerders wordt vooralsnog vooral kwalitatief uitgevraagd in de vorm van vragenlijsten met categorieën als ‘Duurzaam beleggen is prima zolang het niks kost’, ‘Duurzaam beleggen is belangrijk en mag een beetje kosten’ en ‘Duurzaam beleggen is zo belangrijk dat het ook meer mag kosten’. Aanvullend worden kwalitatieve onderzoeken vormgegeven door interviews af te nemen. Dit gebeurt vaak een-op-een of in focusgroepen (vaak tot tien personen).

Met de kwalitatieve uitvragen is het mogelijk om enige kwantitatieve inzichten te verkrijgen. Bijvoorbeeld in het percentage deelnemers met een bepaalde voorkeur. Het kan waardevol zijn om duurzaamheidspreferenties kwantitatiever uit te vragen. Bijvoorbeeld door deelnemers een concreet bedrag te laten zien dat aangeeft wat ‘meer kosten’ betekent voor hun pensioenbedrag en om te controleren voor eventuele interacties met andere voorkeuren (zoals bijkomend risico). Er zijn op dit moment verschillende uitvoerders die dergelijke uitvragen kwantitatiever vormgeven. De manier waarop dit gebeurt is van groot belang, omdat de deelnemers de consequenties van gemaakte keuzes moeten kunnen overzien op de (lange) beleggingshorizon van pensioenuitvoerders. Een grafische weergave van de financiële effecten van de gemaakte keuze (in vergelijking met andere beschikbare opties)

Figuur 7. Weergave verwachte pensioenkapitaal voorbeeld



Bron: Deelnemersenquête SPMS

kan helpen om voorgenoemde uitdaging het hoofd te bieden, zie het voorbeeld in Figuur 7.¹⁷ Dit kan ook mogelijke inconsistenties, bijvoorbeeld tussen korte- en langetermijnvoorkeuren, inzichtelijk maken of voorkomen. Representativiteit van de onderzoeksuitkomsten is wellicht een nog groter aandachtspunt voor onderzoek naar duurzaamheidspreferenties dan voor risicopreferenties. Duurzaamheid is immers in toenemende mate een controversieel onderwerp waar sterk uiteenlopende meningen over bestaan. Het risico bestaat dan ook dat alleen mensen met een heel uitgesproken mening zullen participeren in het onderzoek.

¹⁷ De figuur komt uit de deelnemersenquête MVB van Stichting Pensioenfonds Medisch Specialisten (SPMS) van september 2024. Door te kiezen voor verschillende opties van hypothetisch rendementsverlies (zie de legenda) konden respondenten aan de hand van de getoonde lijn zien welke invloed hun keuze had op het verwachte pensioenkapitaal aan het eind van de beleggingshorizon die op hen van toepassing is. De gemaakte keuze in termen van hypothetisch rendementsverlies betreft een jaarlijkse afslag op het langjarige gemiddelde beleggingsrendement van SPMS. In de enquête kreeg de respondent voorafgaand aan de willingness to pay-vragen een definitie van duurzaam beleggen. Dit om subjectiviteit bij de interpretatie van dit begrip zo veel mogelijk te voorkomen. Uit de enquête-uitkomsten blijkt dat 75 procent van de respondenten bereid was rendement op te geven.

3.3.2 Focusgroepen en burgerberaad

Naast het uitvragen in enquêtes wordt ook gebruikgemaakt van focusgroepen of klankbordgroepen. Het is aan te bevelen deze groepen na afloop van een enquête te organiseren om de antwoorden van deelnemers diepgaander te kunnen duiden. In deze groepen kan meer context bij uitvragen gegeven worden, waardoor deelnemers een beter geïnformeerde voorkeur kunnen uitspreken en het ‘antwoord achter het antwoord’ helder wordt. Het in kaart brengen van witte vlekken is een belangrijk neven doel. Mogelijk wordt er in de opstelling van de enquêtevragen namelijk onbewust gestuurd op bepaalde uitkomsten, waardoor het pensioenfonds bepaalde voorkeuren, thema’s of aspecten van het beleggingsbeleid over het hoofd zou kunnen zien. Bij de samenstelling van een focusgroep of klankbordgroep is het van belang een zo goed mogelijke weerspiegeling te krijgen van de deelnemerspopulatie in termen van leeftijd, geslacht, opleidingsniveau en eventueel bedrijfs onderdeel. Om zelfselectie tegen te gaan is het raadzaam om deelnemers bij de selectie een vraag uit de privécontext voor te leggen. Dit om te voorkomen dat uitsluitend de flanken van de populatie zijn vertegenwoordigd. Deze focusgroepen kunnen worden gebruikt ter validatie van uitvragen op grotere schaal.

Als alternatief voor focusgroepen kan een zogenaamd burgerberaad georganiseerd worden (ook wel deelnemersdialoog genoemd), zoals dat is gebeurd door Pensioenfonds Detailhandel (Cooper & Bauer, 2024; PF Detailhandel, 2024). Bij een burgerberaad dienen *informed representatives* (willekeurig geselecteerd door een externe partij) bijgestaan door een externe begeleider samen tot een (implementatie)advies te komen voor het bestuur. De opzet is vergelijkbaar met de manier waarop jury’s in de VS worden geselecteerd bij rechtszaken. Idealiter wordt de samenstelling van de *mini-public* door een adviescomité beoordeeld, bestaande uit onder meer academici, ngo’s en vakbonden. Doel van deze aanpak is om de polarisatie van antwoorden te voorkomen; de uitkomst is een collectieve voorkeur met het formuleren van een implementatie-advies als expliciet doel. Het doel is dus niet om tot een beleid te komen. De aanpak heeft ook als doel om het ‘democratisch tekort’ bij pensioenfondsen te overbruggen. Het is van belang om een mini-public zo onafhankelijk en effectief mogelijk samen te stellen. Bij twijfels hierover is de kans groter dat de uitkomsten of adviezen niet geaccepteerd worden.

Voordelen van een burgerberaad zijn: i) door een uitgekiend proces (*sortition*) kan worden gezorgd voor een representatieve deelname, ii) participanten aan het burgerberaad kunnen uitgebreid geïnformeerd worden over duurzaam beleggen en iii) zij kunnen tot eigen aanbevelingen komen, wat de legitimiteit ten goede kan komen. Nadelen zijn i) de relatief hoge kosten en ii) de beperkte omvang van de groep participerende deelnemers (ongeveer vijftig in de deelnemersdialoog van pensioenfonds Detailhandel).

3.3.3 Overige methoden

Tot slot organiseren veel uitvoerders seminars en webinars voor deelnemers. Tijdens deze bijeenkomsten is het mogelijk om met deze subpopulatie van deelnemers dieper op specifieke onderwerpen in te gaan en zo inzicht te krijgen in hun voorkeuren. Deze methode kan worden gebruikt om informatie op te halen en om de deelnemer actief te betrekken in de actuele discussies en dilemma's.

Onafhankelijk van de gekozen methode kan het, net als bij het RPO, relevant zijn om dezelfde vragen over tijd te herhalen en om dezelfde vragen ter controle op verschillende manieren uit te vragen. Dit kan een verschuiving in de voorkeuren zichtbaar maken en eventuele inconsistenties aan het licht brengen. De vraag die hierbij een rol speelt is of de voorkeuren van deelnemers tijdsconsistent zijn. Komt de eventuele verandering die wordt geobserveerd door een verandering in voorkeuren of komt dit voort uit meetonzekerheid of toevalligheden?

De keuze voor een methode om duurzaamheidspreferenties uit te vragen hangt samen met wat de pensioenuitvoerder wil realiseren met de uitvraag. Wil de uitvoerder vooral voorkeuren ophalen over de *mate* waarin duurzaamheidsoverwegingen moeten worden meegenomen in het vormgeven van het beleggingsbeleid (en zo ja, kwalitatief of ook kwantitatief)? Of wil de uitvoerder concrete duurzaamheidsthema's en uitsluitingscriteria aansnijden die gebruikt kunnen worden bij het inhoudelijk vormgeven van beleid en het onderbouwen van beleidskeuzes? Een uitvraag kan als doel hebben om bepaalde dilemma's in de implementatie van het beleid te toetsen bij deelnemers. Secundair doel kan zijn om deelnemers te informeren en een gevoel van betrokkenheid te geven en zo in dialoog te treden.

3.3.4 Praktijkoverwegingen duurzaamheidspreferentieonderzoek

Er is nog veel onduidelijkheid over hoe duurzaamheidspreferenties het beste kunnen worden gemeten en hoe de inzichten hieruit in de praktijk kunnen worden gebracht. Huidige deelnemersonderzoeken van pensioenfondsen naar duurzaamheidspreferenties richten zich bijvoorbeeld vaak op het relatieve belang van verschillende duurzaamheidsthema's waarop een uitvoerder kan inzetten (bijvoorbeeld een of meer specifieke SDG's waarop de beleggingen zich richten) of op basis waarvan een fonds beleggingen kan uitsluiten. In deze sectie gaan we in op de praktische overwegingen die relevant zijn bij het vormgeven van een duurzaamheidspreferentieonderzoek en de methodes die op dit moment in de praktijk worden gebruikt.

- Duurzaamheidsdefinitie

Bij uitvragen op het gebied van duurzaamheid is de definitie van het begrip duurzaamheid van belang, omdat niet iedereen hier dezelfde associatie bij heeft, zie ook Box 3. Het specifieke jargon dat voor duurzaam beleggen wordt gebruikt, is vaak moeilijk te begrijpen voor

deelnemers die weinig met het onderwerp in aanraking komen. Dit kan worden verholpen door duurzaamheid te benaderen via thema's als klimaat, biodiversiteit of mensenrechten. Een uitvoerder kan bijvoorbeeld uitvragen welke aandachtsgebieden de deelnemer preferiert om op te nemen in het beleggingsbeleid (in het kader van uit- en insluiten van bepaalde beleggingen).

Complexer wordt het indien de deelnemer gevraagd wordt verschillende duurzaamheidsdimensies te vergelijken of uit te ruilen. Hoeveel CO₂-besparing weegt op tegen het gebruik van water op biodiversiteit? Dit is niet alleen lastig vanwege het gebrek aan betrouwbare data of analyses, maar ook omdat het voor deelnemers moeilijk is zich hiervan een voorstelling te maken. In dergelijke situaties bestaat het risico dat eerder het niveau van kennis of begrip uitgevraagd wordt dan de duurzaamheidspreferenties.

De definitie van duurzaamheid is ook van belang als de insteek is om de uitruil tussen duurzaamheid en rendement uit te vragen. Het is voor deelnemers waarschijnlijk lastig om aan te geven hoeveel rendement zij bereid zouden zijn op te geven voor een 'duurzamer' beleggingsbeleid, voor 'meer aandacht voor SDG 13' of voor 'intensievere engagement met bedrijven'. Aan de andere kant is het geven van een preciezere definitie van duurzaamheid (bijvoorbeeld 'verminderen van de CO₂-voetafdruk met X%' of 'investeren van €100 miljoen in impactfonds Y') wellicht ook niet wenselijk, aangezien deelnemers dat mogelijk moeilijk kunnen inschatten.

Er zijn twee dimensies te onderscheiden in duurzaamheidspreferenties, zie ook Box 3B. Ten eerste willen sommige deelnemers uit ethische overwegingen mogelijk niet belegd zijn in bepaalde bedrijven, sectoren of landen (denk bijvoorbeeld aan 'do no harm': we willen niet betrokken zijn bij praktijken zoals slavernij). Ten tweede willen bepaalde deelnemers mogelijk via het beleggingsbeleid van de pensioenuitvoerder maatschappelijke impact nastreven, bijvoorbeeld via engagement of impactbeleggingen. We zijn niet bekend met voorbeelden uit de wetenschap of praktijk van uitvragen van duurzaamheidspreferenties die deze twee dimensies expliciet onderscheiden.

Naast de in het onderzoek gehanteerde definitie is ook de overtuiging (belief; zie ook Box 4) van de deelnemer van invloed op de beantwoording. Heeft een deelnemer bijvoorbeeld de overtuiging dat duurzaamheid ten koste gaat van rendement, dan is het mogelijk dat deze overtuiging wordt meegenomen in de beantwoording van de vraag, ook als hier een andere relatie tussen duurzaamheid en rendement wordt verondersteld. Het is niet duidelijk hoe dit vermeden kan worden in uitvragen van duurzaamheidspreferenties.

- Representativiteit van het onderzoek

Duurzaamheid wordt steeds vaker gezien als een controversieel onderwerp waarover de meningen sterk uiteen kunnen lopen. Een zorg bij uitvragen naar duurzaamheidsvoorkeuren is dat deze uitvragen voornamelijk worden ingevuld door deelnemers met een heel uitgesproken mening.

- *De FRAME-criteria in de context van duurzaamheidspreferenties*

Hoewel de FRAME-criteria hiervoor niet zijn opgesteld, bieden ze wel een kader om te bekijken hoe uit een uitvraag naar duurzaamheidspreferenties de meeste waarde kan worden gehaald.

- **Feasible** (uitvoerbaar): het help om duidelijke en neutrale taal te gebruiken. Vermijd vakjargon en technische beleggingsbegrippen en zorg voor heldere uitleg waar nodig. Bijvoorbeeld door niet over ‘exclusiebeleid’ te spreken, maar over ‘het uitsluiten van bepaalde bedrijven of sectoren’. Ook kan het goed zijn eerst een korte en begrijpelijke (neutrale) uitleg te geven over duurzaam beleggen, de relevante afwegingen en de mogelijke impact ervan op rendement en risico.
- **Rationalising** (rationaliserend): voor betrouwbare uitkomsten is het belangrijk dat vragen geen sociale wenselijkheid oproepen. Vraag bijvoorbeeld niet: ‘Vindt u dat uw pensioenfonds meer moet doen aan duurzaamheid?’, maar vraag: ‘In welke mate vindt u het belangrijk dat duurzaamheid wordt meegenomen in beleggingskeuzes?’ Mensen geven vaak sociaal wenselijke antwoorden, maar handelen niet altijd naar hun intenties. Het helpt daarom om te vragen naar daadwerkelijke keuzes, zoals tussen beleggingsportefeuilles met verschillende duurzaamheidsniveaus. Om sociaal wenselijke antwoorden te vermijden kan het helpen om concreet te maken welke consequenties de uitvoerder verbindt aan de uitvraag (zie o.a. Bauer et al., 2021), zodat de uitvraag niet als vrijblijvend wordt ervaren.
- **Appropriate** (passend): om een goede afweging te kunnen maken helpt het als de casussen of scenario’s aansluiten bij de belevingswereld van de deelnemers. Bijvoorbeeld door de mate van duurzaamheid te relateren aan bekende bedrijven of sectoren. Of door aan te sluiten bij de SDG’s en die te vertalen naar de belevingswereld van de deelnemer.
- **Measurable** (meetbaar): doordat duurzaamheid vele facetten kent, is het lastiger één uitkomstmaat vast te stellen (zoals dat bij risicopreferenties wel mogelijk is). De methode zal daardoor eerder een combinatie van verschillende kwalitatieve en kwantitatieve onderdelen zijn. Wel is het nuttig om vooraf na te denken hoe uitkomsten concreet vertaald zouden kunnen worden naar beleid.
- **Errable** (feilbaar): om te kijken of deelnemers consistent antwoorden en of ze de basisinformatie begrijpen kunnen vragen meerdere keren in een iets andere formulering gesteld worden.

3.4 Samenvatting en bevindingen

Hoewel het uitvragen van duurzaamheidspreferenties van deelnemers niet wettelijk verplicht is voor pensioenuitvoerders, is het in de praktijk – deels vooruitlopend op verwachte nieuwe wetgeving – inmiddels vrij gebruikelijk om een duurzaamheidspreferentieonderzoek

te doen. De academische literatuur over dit onderwerp is aanmerkelijk minder ontwikkeld dan de literatuur over risicopreferenties. Toch bestaan er een aantal interessante academische studies over de motieven van individuen voor duurzaam beleggen (met grofweg een onderscheid tussen waarde-gedreven en waarden-gedreven beleggers) en over de bereidheid van individuen in diverse contexten om rendement op te geven voor duurzaamheid. Een belangrijke kanttekening is dat de meeste studies niet in het pensioendomein zijn gedaan en het onduidelijk is in hoeverre deze bevindingen geëxtrapoleerd kunnen worden naar pensioenbeleggingen. In de praktijk zijn de meest gebruikte methoden om duurzaamheidspreferenties uit te vragen enquêtes (vaak kwalitatief, soms kwantitatief), focusgroepen en webinars/seminars. Recent heeft Pensioenfonds Detailhandel ook een burgerberaad ingezet voor dit doeleinde. Aan het uitvragen van duurzaamheidspreferenties zitten diverse haken en ogen (waaronder de gehanteerde definitie van duurzaamheid, de kennis van deelnemers op dit gebied en het onderscheid tussen preferenties en percepties) waar nog onvoldoende kennis over is.

4. Geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties

Het integreren van duurzaamheids- en risicopreferenties is vanuit verschillende perspectieven interessant. Zowel in de wetenschap als in de praktijk wordt onderzocht op welke manier risico, rendement en duurzaamheid geïntegreerd benaderd en toegepast kunnen worden voor beleids- en beleggingsdoeleinden. Traditionele portefeuille-optimalisatie streeft naar maximaal rendement bij een gegeven risiconiveau. Het meenemen van duurzaamheid in de optimalisatie voegt een derde dimensie toe: 3D-beleggen (Pedersen et al., 2021; Blitz et al, 2024). Deze integratie is relevant voor pensioenuitvoerders, omdat het mogelijkheden biedt om duurzaamheids- en risicopreferenties geïntegreerd te gebruiken bij zowel de vormgeving van het beleggingsbeleid als bij de verantwoording daarvan. Een geïntegreerde uitvraag kan bijvoorbeeld worden gebruikt om randvoorwaarden vorm te geven waaraan het beleggingsbeleid dient te voldoen. Dit kan tot uiting komen in een budget (of acceptatiegrens) in termen van rendement dat deelnemers bereid zijn op te geven voor een duurzamer beleggingsbeleid. In dergelijke gevallen kunnen geïntegreerde resultaten worden gebruikt voor toetsing en vertaling naar beleid. Dit maakt de integratie relevant voor de bestuurlijke afwegingen.

Om te komen tot geïntegreerde duurzaamheids- en risicopreferenties kunnen twee benaderingen worden gevolgd: 1) losstaande uitvragen over duurzaamheidspreferenties en risicopreferenties koppelen; dit vraagt echter om een goede koppeling tussen beide onderzoeken en voldoende respondenten voor betrouwbare uitkomsten. En 2) een geïntegreerde uitvraag houden, met als voordeel dat preferenties over de driehoeksverhouding risico-rendement-duurzaamheid simultaan kunnen worden uitgevraagd. Dit kan relevant zijn omdat losstaande uitvragen over duurzaamheidspreferenties kunnen worden beïnvloed door percepties van deelnemers over de relatie tussen duurzaamheid en risico-rendement (zie Box 4) en ook omdat risicopreferenties domeinafhankelijk kunnen zijn (zoals besproken in de introductie).

4.1 Wetenschappelijke overwegingen voor integratie

In deze sectie bespreken we de wetenschappelijke literatuur over het meten van preferenties over risico, rendement en duurzaamheid. Dit verschilt fundamenteel van de eerder besproken geïsoleerde relatie tussen rendement en duurzaamheid, omdat risico nu ook wordt meegenomen. De voordelen en aandachtspunten van een geïntegreerde methode voor het meten van preferenties over de uitruil tussen rendement, risico en duurzaamheid zijn nog niet heel duidelijk in de wetenschappelijke literatuur; die staat op dit gebied nog in de kinderschoenen. De eerste onderzoeken zijn in wording en bespreken we hieronder, maar het is belangrijk ons ervan bewust te zijn dat dit lopende onderzoeken zijn en het veld snel verandert. Het lijkt momenteel dus vooral een empirische, experimentele vraag of een

geïntegreerde uitvraag van duurzaamheids- en risicopreferenties noodzakelijk en nuttig is.

Hieronder volgt een korte beschrijving van enkele relevante recente studies:

- Het onderzoek van Duchêne et al. (2022) geeft inspiratie voor een geïntegreerde aanpak. In hun studie krijgen professionals uit de financiële sector en studenten herhaaldelijk individuele beleggingsopdrachten, waarbij beleggingen experimenteel worden gevarieerd langs de drie dimensies van risico, rendement en duurzaamheid. De auteurs analyseren drie relaties: i) de gebruikelijke risico-rendement afweging, ii) de rendement-duurzaamheid afweging en iii) de risico-duurzaamheid afweging. De bevindingen geven aan dat financiële professionals en studenten geneigd zijn lagere rendementen te accepteren om duurzame investeringen te doen – in lijn met voorgaande literatuur over de geïsoleerde relatie tussen rendement en duurzaamheid (Heeb et al., 2023; Bauer et al., 2021; Riedl & Smeets, 2017) – maar niet bereid zijn extra risico te nemen voor duurzaamheid. Deze conclusie is lastig te rijmen met traditionele nutfuncties waarin individuen bereid zijn om enig extra risico te nemen voor een hoger verwacht rendement. Als ze dus niet bereid zijn om meer risico te nemen voor duurzame beleggingen, dan zouden zij het risico van duurzame beleggingen af kunnen bouwen tot het oorspronkelijke niveau; dit gaat onder de gebruikelijke veronderstelling van een positieve relatie tussen risico en verwacht rendement gepaard met een lager rendement – waar ze juist wél toe bereid zijn. Deze inconsistentie zou kunnen wijzen op een beter begrip bij respondenten van het begrip rendement dan van het begrip risico en dus wellicht op de noodzaak om in uitvragen na te gaan of het begrip risico voldoende helder is voor de respondenten. Meer onderzoek is nodig om dit te doorgronden.
- Erhart & Holzknicht (2024) meten ook simultaan risico, rendement en duurzaamheidspreferenties. Hun meetmethode maakt gebruik van visualisaties voor distributies en is een uitgebreidere variant op de investeringstaak (zie Appendix A) van Gneezy en Potters (1997). Ze toetsen hun methode bij Amerikaanse individuen en vinden dat zij niet bereid zijn meer risico te nemen in ruil voor een duurzamere belegging; dit is consistent met de bevindingen van Duchêne et al. (2022).
- Met een vignettenstudie heeft Yang (2024) een methode ontwikkeld om simultaan de willingness-to-pay voor risico, rendement en duurzaamheid te meten onder Nederlandse pensioenfondsdeelnemers. Figuur 8 toont een beslisscherf uit deze studie. Een pensioeninkomen wordt langs de drie dimensies van risico, rendement en duurzaamheid gevarieerd om simultaan de willingness-to-pay te meten. De resultaten geven aan dat deelnemers een voorkeur hebben voor duurzame beleggingen in hun pensioen, mits dit niet meer kost dan een bepaald bedrag: 233 euro per maand bij een (hypothetisch) pensioeninkomen van 3.200 euro per maand. De bereidheid tot betalen is het hoogst voor 'environmental'-beleggingen (374 euro), gevolgd door 'social'-beleggingen (229 euro) en is het laagst voor 'governance'-beleggingen (117 euro). Wat betreft risicopreferenties willen

Figuur 8. Vignettenstudie willingness-to-pay voorbeeld

Kies hieronder de optie die het beste bij uw voorkeuren past.

Risico level	Medium	Hoog	Laag
ESG-investeringen	Ja	Ja	Ja
ESG focus	Social	Environment	Governance
Pensioen bereik	€ 2070 - 2350	€ 2030 - 2480	€ 2140 - 2270

Optie 1

Optie 2

Optie 3

* Het hierboven weergegeven bedrag is bedoeld om u te helpen meedenken met illustratieve getallen. Uw werkelijke pensioen kan variëren.

Bron: Yang (2024)

deelnemers, losjes gezegd, 353 euro extra pensioeninkomen ontvangen voor een risico-vollere belegging ten opzichte van een minder risicovolle belegging.

- De bevindingen van bovenstaande drie studies zijn grotendeels consistent met elkaar en tonen aan dat individuen niet bereid zijn om meer risico te dragen voor meer duurzaamheid in hun beleggingen, hoewel ze soms wel aangeven bereid te zijn om rendement op te geven. Echter, Bousselmi et al. (2024) relateren milieu(on)vriendelijke keuzes (binnen de domeinen van consumptie, politiek en algemeen) aan risicopreferenties – gemeten door de investeringstaak en de lottery choice task. Zij vinden dat meer risicotolerante individuen een grotere waarschijnlijkheid hebben om milieuvriendelijke keuzes te maken.

Aandachtspunten

Duurzame financiële geletterdheid (*sustainable financial literacy*) is een belangrijk onderdeel van het begrijpen en evalueren van duurzame financiële producten. Filippini et al. (2024) maken onderscheid tussen drie vormen van geletterdheid:

- Financiële geletterdheid, zoals gedefinieerd door Lusardi & Mitchell (2014), verwijst naar het begrip van traditionele financiële concepten, zoals rente, inflatie en risicospreiding.
- Duurzame geletterdheid meet de mate van bewustzijn en begrip van algemene duurzaamheidsprincipes, waaronder de SDG's, vervuiliingsbronnen en broeikasgassen (Filippini et al., 2024; Anderson & Robinson, 2022).
- Duurzame financiële geletterdheid wordt door Filippini et al. (2024) gedefinieerd als de kennis en vaardigheden om financiële producten te identificeren en beoordelen op basis van hun gerapporteerde duurzaamheidskenmerken.

De resultaten van Filippini et al. (2024) laten zien dat Zwitserse huishoudens, ondanks hun doorgaans hoge algemene financiële geletterdheid, relatief lage niveaus van duurzame financiële geletterdheid vertonen. Bovendien blijkt duurzame financiële geletterdheid een sterke voorspeller voor het daadwerkelijk bezitten van duurzame financiële producten. Dit verband wordt bevestigd door Degryse et al. (2025) in hun analyse van Nederlandse huishoudens in het LISS-panel. Daarnaast tonen Filippini et al. (2024) en Anderson & Robinson (2022) aan, dat het algemene niveau van duurzaamheidsgeletterdheid onder huishoudens laag is. Ook Ding (2025) en Yang (2024) onderstrepen het belang van duurzame financiële geletterdheid.

Geïnspireerd door de domeinafhankelijkheid van risico- en tijdsvoorkeuren (Goossens & de Vries, 2024; O'Donoghue & Somerville, 2018; van Rooij et al., 2007) onderzoeken Goossens et al. (2024) of risico- en tijdsvoorkeuren domeinafhankelijk zijn binnen verschillende subdomeinen van ESG. De auteurs vinden in een representatieve steekproef van de Canadese bevolking dat risico- en tijdvoorkeuren niet alleen verschillen tussen het financiële domein en het ESG-domein, maar ook binnen het ESG-domein zelf, tussen subdomeinen zoals CO₂-uitstoot, armoede en biodiversiteit. Voorkeuren blijken dus contextafhankelijk en kunnen niet zonder meer worden overgeheveld naar andere (sub)domeinen. Dergelijke inzichten helpen pensioenuitvoerders om te bepalen in welke duurzame projecten hun populatie zou willen investeren.

Methoden voor geïntegreerde uitvraag van preferenties voor risico, rendement en duurzaamheid

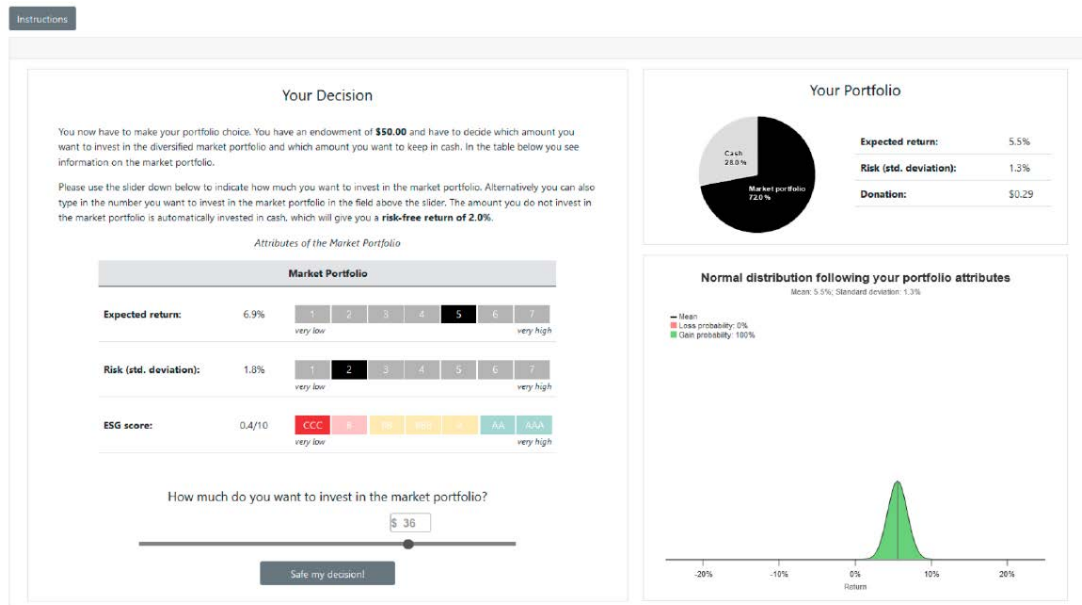
In deze sectie bespreken we in meer detail twee methoden uit de literatuur, die simultaan voorkeuren voor risico, rendement en duurzaamheid meten. Aandachtspunt is wederom dat deze studies niet zijn uitgevoerd in de pensioencontext.

– Erhart & Holzknecht (2025)

Het experiment bestaat uit een investeringsopdracht (Gneezy & Potters, 1997) waarin een individu twintig investeringsbeslissingen neemt. Bij elke beslissing ontvangt de deelnemer 50 dollar om geheel of gedeeltelijk te investeren in een gediversifieerde portefeuille. Deze portefeuille wordt gekenmerkt door drie variabelen: risico, rendement en duurzaamheid (i.e., een ESG-score). Deze drie kenmerken worden voor elke portefeuille, bij elke investeringsbeslissing, willekeurig veranderd. Vervolgens gebruikt de deelnemer een schuifregelaar om aan te geven hoeveel die in de portefeuille wil investeren (tussen 0 en 50 dollar). Het niet-geïnvesteerde deel wordt automatisch belegd in een risicovrije belegging met een rendement van 2 procent en zonder ESG-score. Figuur 8 toont het beslisscherm.

Op basis hiervan is na te gaan hoe individuen reageren op portefeuilles die verschillen in risico, rendement en duurzaamheid. Met een regressiemodel worden de data geanaly-

Figuur 9. Duurzame investeringsopdracht voorbeeld



Bron: Erhart & Holzknacht (2025)

seerd, waarbij het bedrag gealloceerd naar de portefeuille de afhankelijke variabele is. De Sharpe-ratio en ESG-score zijn de onafhankelijke variabelen. De coëfficiënten van deze twee onafhankelijke variabelen geven de gevoeligheid van een deelnemer aan voor risico, rendement en duurzaamheid, ofwel: ze meten afzonderlijk de sterkte van duurzaamheidsprefenties en de risico-rendementsvoorkeur.

- Duchêne et al. (2022)

In deze methode nemen deelnemers 35 investeringsbeslissingen waarin zij telkens een beleggingskeuze moeten maken tussen twee investeringsopties. De investeringsopties worden gekenmerkt door hun risico, rendement en mate van duurzaamheid (dat wil zeggen een positief of negatief milieueffect via respectievelijk een donatie aan een milieuvriendelijke organisatie of een donatie aan een milieuonvriendelijke organisatie). De investeringsopties omvatten niet alleen neutrale en groene investeringen, maar ook bruine investeringen.

Deelnemers moeten een vast bedrag van 100 euro verdelen over beide investeringsopties. Zij kunnen elk bedrag tussen 0 en 100 euro toewijzen aan een investeringsoptie, waarbij het resterende bedrag automatisch wordt toegewezen aan de andere investeringsoptie. In het eerste deel van het experiment zijn beide opties risicoloos, waardoor deelnemers alleen de afweging tussen rendement en duurzaamheid maken. Vervolgens wordt een risicodimensie toegevoegd aan één van de twee investeringsopties, zodat deelnemers – naast rendement en duurzaamheid – ook geconfronteerd worden met een keuze omtrent risico. Tot slot worden beide investeringsopties risicovol gemaakt. Deze opbouw in complexiteit helpt bij de begrijpbaarheid van het experiment.

Het percentage dat wordt belegd in de groene investering is de afhankelijke variabele in een regressiemodel. De onafhankelijke variabelen zijn het verwachte rendement en de volatiliteit van beide investeringsopties. Door de (interactie-)effecten van elk van de investeringskenmerken op de afhankelijke variabele te analyseren, kan de gevoeligheid van het individu voor risico, rendement en duurzaamheid bij het nemen van investeringsbeslissingen bestudeerd worden. Deze analyse heeft dus veel gelijkenissen met de benadering van Erhart en Holzknecht (2025).

4.2 Praktische overwegingen voor integratie

In de huidige praktijk is er beperkt tot geen integratie van duurzaamheids- en risicopreferentieonderzoeken. Dit hangt grotendeels samen met de complexiteit die het kwantitatief uitvragen van duurzaamheidspreferenties introduceert. Deelnemers kunnen RPO's al als relatief complex en tijdsintensief ervaren. Uitbreiding met een extra duurzaamheidsdimensie verhoogt de complexiteit verder. Er zijn echter praktijkvoorbeelden waarbij duurzaamheids- en risicopreferenties gezamenlijk zijn uitgevraagd; bijvoorbeeld in de vorm van focusgroepen en kwalitatief onderzoek. Maar er wordt ook geëxperimenteerd met kwantitatieve geïntegreerde uitvragen.

Uitdagingen/aandachtspunten bij uitvragen

Het geïntegreerd uitvragen van zowel duurzaamheids- als risicopreferenties kent verschillende uitdagingen. Op hoofdlijnen kunnen we deze uitdagingen als volgt classificeren:

Heterogeniteit in de deelnemerspopulatie

De sociaaleconomische situatie van deelnemers is mogelijk een relevant aspect bij het begrijpen en evalueren van zowel risico- als duurzaamheidspreferenties. In sommige onderzoeken blijkt dit soort variabelen meer verklarende waarde te hebben dan in andere onderzoeken. Vaak zijn er significante verschillen tussen groepen (zoals leeftijdscohorten en gender), maar de verklaringskracht daarvan is veelal beperkt en er is nog steeds veel heterogeniteit binnen groepen. Een andere factor van betekenis is mogelijk de risicodraagkracht of risicocapaciteit die een deelnemer heeft om bepaalde duurzaamheidsrisico's te absorberen; die verschilt van persoon tot persoon. Het is van belang om in de geïntegreerde uitvraag vragen op te nemen die een graadmeter zijn van deze risicocapaciteit.

Kwaliteit van de uitvraag en capaciteiten van deelnemers

Bij het vormgeven van de uitvraag is het van belang om rekening te houden met de financiële en ook duurzame geletterdheid van deelnemers (zie ook sectie 2). Mogelijk is het nodig om voorafgaand aan de start van de uitvraag in een educatief onderdeel kennis in relatie tot de uitvraag bij te brengen. Het risico bestaat dat alleen deelnemers die voldoende kennis

hebben de uitvraag beantwoord (bias in sample) of dat deelnemers bij onvoldoende kennis antwoord geven op basis van percepties (beliefs) in plaats van voorkeuren (Zie Box 4). Ook andere biases kunnen invloed hebben op de kwaliteit van de uitvraag (zie Appendix B). Het inzetten van controlevragen kan helpen om de kwaliteit van de uitvraag te beoordelen (AFM hanteert in de FRAME-criteria de 'E' van Errable, feilbaar; zie Box 2). Ook bestaat het risico dat een geïntegreerde uitvraag meer tijd vraagt van de respondent en/of als complexer wordt ervaren, wat vragen kan oproepen over het voldoen aan FRAME-criterium 'F', Feasible.

De manier waarop deelnemers benaderd worden kan leiden tot een selectiebias waardoor de representativiteit van de uitvraag afneemt. Zo zijn bepaalde deelnemersgroepen minder digitaal onderlegd dan andere deelnemersgroepen. Als alleen digitaal wordt uitgevraagd, dan wordt een deel van de deelnemerspopulatie niet meegenomen in het onderzoek. Ook kan de manier waarop de uitnodiging is opgesteld ertoe leiden dat bepaalde deelnemers meer of minder geneigd zijn om deel te nemen. Zoals we in sectie 3.3 hebben besproken, is representativiteit een aandachtspunt voor uitvragen met een duurzaamheidsaspect, omdat mogelijk vooral deelnemers met een sterke mening over dit onderwerp geneigd zijn deel te nemen.

Aansluiting bij wet- en regelgeving

Indien de pensioenuitvoerder de uitkomsten van een geïntegreerde uitvraag wil gebruiken voor het vormgeven van de risicohouding, dan is het van belang dat de uitvraag voldoet aan de wettelijke eisen en randvoorwaarden die toezichthouders stellen aan een dergelijke uitvraag. De toegevoegde waarde van een geïntegreerde uitvraag is beperkt als in aanvulling hierop nog een apart RPO moet worden uitgevoerd om te voldoen aan de specifieke eisen die aan dit onderzoek worden gesteld.

Economische uitgangspunten

Bij een kwantitatieve uitvraag die pensioenverwachtingen op basis van een stochastische modellering toont (zoals bij de Pension Builder, zie secties 2.2.4, 2.3.2 en 4.2.3), is de modelspecificatie van significant belang. Hierbij zijn veronderstellingen nodig over de onderlinge relaties tussen risico, duurzaamheid en rendement. In de wetenschappelijke literatuur bestaat geen eenduidig beeld over de relatie tussen duurzaamheid, risico en rendement (zoals besproken in de introductie). De gehanteerde veronderstelling is daarnaast afhankelijk van de implementatievorm van duurzaam beleggen. Het is van belang om in een kwantitatieve uitvraag naar duurzaamheidspreferenties in relatie tot risico en rendement voorzichtig te zijn met het veronderstellen van een relatie. Dit zou leiden tot een uitvraag onder bepaalde hypothesen en kan de gemeten duurzaamheidspreferenties beïnvloeden. Om deze reden zijn veel pensioenuitvoerders terughoudend om een kwantitatieve uitvraag te doen.

4.3 Drie methoden voor een geïntegreerde uitvraag

In de volgende subsecties bespreken we drie mogelijke methoden waarmee pensioenuitvoerders een geïntegreerde uitvraag naar duurzaamheids- en risicopreferenties kunnen vormgeven: een Duurzame Conjoint (sectie 4.2.1), Duurzame Choice Sequence (sectie 4.2.2) en Duurzame Pension Builder (sectie 4.2.3).

4.3.1 Duurzame Conjoint

Een conjoint-analyse (ook wel vignettenstudie genoemd) wordt op dit moment beperkt gebruikt voor RPO's. Deze sectie beschrijft de mogelijkheden voor het geïntegreerd uitvragen van duurzaamheids- en risicopreferenties via deze methode. In de marketing worden conjointstudies vaak gebruikt om te bepalen aan welke producteigenschappen consumenten de voorkeur geven en welke combinatie van producteigenschappen samen het meest aantrekkelijke product vormen. Die voorkeuren kunnen worden uitgedrukt in een zogenaamde willingness-to-pay of nutswaarden. Deze zaken worden binnen deze methodiek meestal op populatieniveau bepaald, maar we beschrijven later ook de mogelijkheid om dit op individueel niveau te doen.

Een conjoint-opdracht is voor een respondent vrij intuïtief in te vullen. De opdracht ziet er vaak uit als bijvoorbeeld een prijsvergelijkingswebsite, waarbij de respondent een keuze moet maken tussen twee tot vijf getoonde producten die verschillen in eigenschappen en prijs. In een conjoint-opdracht krijgt een respondent doorgaans acht tot tien keuzes tussen telkens twee tot vijf verschillende producten – uiteraard kan het aantal keuzes en producten worden gevarieerd om tot een andere afweging te komen tussen schattingsprecisie van de nutswaarden en toegankelijkheid van de vragenlijst voor de deelnemer. Door herhaaldelijke keuzes aan te bieden tussen producten die zijn samengesteld vanwege verschillende producteigenschappen, is te achterhalen welke waarde elke afzonderlijke eigenschap voor een persoon heeft én welke waarde een samengesteld product heeft.

Figuur 10. Duurzame Conjoint voorbeeld

Welke van deze 3 pensioenen zou u kiezen?			
	Pensioen A	Pensioen B	Pensioen C
Verwacht maandelijks netto pensioeninkomen:	€2.000	€2.200	€1.900
Als het tegenzit:	€1.400	€1.200	€1.700
Als het meezit	€2.500	€3.000	€2.300
Maatschappelijk Verantwoord Beleggen:	Geen inspanning	Grote inspanning	Gemiddelde inspanning
			

Bron: auteurs van dit rapport

Voor het geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties met drie producten geven we een voorbeeld in figuur 10. In deze keuzeopdracht zijn drie producteigenschappen (ook wel attributen genoemd) meegenomen die ieder in meerdere varianten (ook wel niveaus genoemd) kunnen voorkomen:

1. verwacht maandelijks nettopensioeninkomen (dit kan worden afgestemd op iemands werkelijke inkomen, zoals gebruikelijk in een RPO)
2. verwacht maandelijks nettopensioeninkomen als het tegenzit of meezit (idem)
3. mate van inspanning om duurzaam te beleggen, bijvoorbeeld op drie niveaus: a) geen inspanning, b) gemiddelde inspanning, c) grote inspanning (deze derde producteigenschap kan worden gebruikt voor het meten van duurzaamheidspreferenties).

Afhankelijk van het aantal mogelijke niveaus per producteigenschap zijn er al snel behoorlijk veel combinaties van producteigenschappen mogelijk. Om de uitvraag behapbaar te houden voor de respondent kunnen waarschijnlijk niet alle mogelijke combinaties voorgelegd worden aan ieder afzonderlijk individu. In een conjoint-studie is het dan ook gebruikelijk om meerdere gebalanceerde keuzesets te maken om ervoor dat zorgen dat i) ieder individu een goede variatie van pensioenproducten heeft gezien en ii) er op populatieniveau (dus over de hele steekproef) zoveel mogelijk van alle mogelijke combinaties van producteigenschappen voorgelegd zijn.

De duurzaamheids- en risicopreferenties worden geïntegreerd gemeten en niet in losse (sequentiële) stappen. Deze methode zou een collectieve component kunnen bevatten in het berekenen van nutswaarden. Dit zou voor collectieve regelingen (SPR) de stap van het omzetten van individuele voorkeuren naar collectief beleggingsbeleid makkelijker kunnen maken. In de keuzetaken is het ook mogelijk om méér (minder) duurzaamheid te combineren met aantrekkelijkere of minder aantrekkelijke financiële uitkomsten. Zo kan zowel een positieve als een negatieve waardering van duurzaamheid getoond en gemeten worden.

Schattingsprocedure: populatie en individu

Met een conjoint-analyse kunnen voorkeuren voor rendement, risico en duurzaamheid simultaan worden gekwantificeerd. In de analyse wordt een regressiemodel geschat, waarbij de productkeuze van de deelnemer fungeert als afhankelijke variabele. De onafhankelijke variabelen vertegenwoordigen de drie kernattributen: verwacht maandelijks pensioeninkomen (rendement), variatie in pensioeninkomen bij mee- en tegenvallers (risico) en de mate van inzet op maatschappelijk verantwoord beleggen (duurzaamheid).

De geschatte coëfficiënten geven inzicht in de relatieve impact van elk attribuut op de keuze van de deelnemer. Hiermee kan de willingness-to-pay voor elk van de drie dimensies worden bepaald – een maat voor de gevoeligheid of waarde die deelnemers toekennen aan

veranderingen in rendement, risico of duurzaamheid. Ook kunnen interactie-effecten tussen deze attributen in de analyse worden meegenomen.

Deze willingness-to-pay's kunnen op cohort- of populatieniveau worden geschat, wat inzicht biedt in zowel de gemiddelde voorkeuren als de spreiding binnen groepen. Door gebruik te maken van achtergrond karakteristieken kunnen voor maatmensen meer gepersonaliseerde willingness-to-pay's worden berekend. Voor bijvoorbeeld een solidaire premieregeling kan dit al voldoende detail opleveren voor beleidsbeslissingen.

De aanpak laat bovendien ruimte voor twee uitbreidingen. Allereerst, door een (slimme) passende nutsfunctie te kiezen, kunnen voorkeuren worden uitgedrukt in kwantitatieve nutsparementen in plaats van willingness-to-pay. Dit sluit aan bij de doelstelling van risicoreferentieonderzoek (RPO), waarin naar een numerieke inschatting van risicoaversie wordt gestreefd. Ten tweede, wij zien geen reden waarom een conjoint-analyse niet op individueel niveau toepasbaar zou zijn. De meerdere keuzes die een deelnemer maakt, bieden voldoende informatie om individuele willingness-to-pay's en voorkeuren te schatten – vergelijkbaar met methodes zoals de Convex Time Budget-aanpak (Andreoni en Sprenger, 2012). Belangrijk hierbij is wel dat per individu voldoende antwoorden worden verzameld om ruis in de schattingen te minimaliseren.

Tot op heden is er nog weinig onderzoek gedaan naar een geïntegreerde meting van risico- en duurzaamheidspreferenties via de conjoint-methodiek. Verdere academische verkenning is wenselijk om de toepassingsmogelijkheden, beperkingen en betrouwbaarheid van deze methode in de pensioensector beter in kaart te brengen.

4.3.2 Duurzame Choice Sequence

Een duurzame variant van de Choice Sequence-methode (zie ook sectie 2.2.3) kan worden geïmplementeerd door pensioeninkomens – bijvoorbeeld gerepresenteerd door 50-50-kansen (ofwel risico) – weer te geven op basis van bruine en groene investeringen. Door de hoogte van de pensioeninkomens (en daarmee risico) en de mate van duurzaamheid te variëren, kunnen afwegingen binnen de driehoeksverhouding van risico, rendement en duurzaamheid in kaart gebracht worden. Deze methode bestaat uit een tweestapsprocedure die overeenkomsten vertoont met de benaderingen van Duchêne et al. (2022) en Erhart & Holzknecht (2025).¹⁸

Een voorstel voor de twee stappen is als volgt. In stap 1 wordt met een 'traditionele' methode de risicohouding van de deelnemer vastgesteld. Dit kan een choice sequence-methode zijn, maar bijvoorbeeld ook een van de andere methodes die we hebben besproken in sectie 2. In stap 2 wordt vervolgens duurzaamheid geïntroduceerd. In die stap worden risico

18 Dergelijke tweestapsprocedures zijn met succes toegepast in andere pensioencontexten. Zo is een tweestaps Choice Sequence-methode ontwikkeld om tegelijkertijd voorkeuren voor risico, rendement en bestaanszekerheid te meten (Berkeljon et al., 2025).

en rendement systematisch gevarieerd op een manier die lijkt op de choice sequence-methode voor risico. Allereerst krijgen deelnemers een keuze voorgelegd zoals die in Figuur 10, maar dan tussen slechts twee opties: een met meer en een met minder duurzaamheidsinspanning. Deze keuzesituatie is zo samengesteld dat de deelnemer neutraal zou moeten zijn als die geen enkele (positieve of negatieve) waarde hecht aan duurzaamheid en als diens risicohouding in stap 1 juist is gemeten. Een keuze voor de optie met meer duurzaamheidsinspanning suggereert dan een positieve waardering voor duurzaamheid en vice versa. In de volgende keuzesituatie wordt de niet gekozen optie iets aantrekkelijker gemaakt door het risico te verlagen en/of het rendement te verhogen. Dit wordt vervolgens een aantal malen herhaald om zo ‘in te kunnen zoomen’ op de hoeveelheid extra risico en minder rendement die een deelnemer bereid is te accepteren voor meer (of juist minder) duurzaamheid.¹⁹

In principe kan de volgorde van de twee stappen – eerst risicopreferenties dan duurzaamheidspreferenties – ook worden omgedraaid. Er zijn echter twee argumenten om eerst risicopreferenties te meten en daarna pas duurzaamheid te introduceren.

In de eerste plaats is er meer bekend over de methoden om risicopreferenties te meten, waardoor we hierin iets meer vertrouwen hebben. Hoewel er nog veel discussie is over het meten van risicopreferenties (zie sectie 2) heeft zowel de wetenschap als de pensioenpraktijk aanzienlijke ervaring met deze methoden, waardoor beperkingen in ieder geval bekend zijn. Eerst alleen risicohouding meten levert daardoor wellicht ten minste een relatief betrouwbare meting van de risicohouding op, zelfs als we iets minder vertrouwen hebben in de innovatievere methoden om duurzaamheidspreferenties te meten.

Ten tweede zijn er aanwijzingen dat mensen inconsistent zijn in hun duurzaamheidspreferenties – in die zin dat ze wél bereid zijn om rendement op te geven voor duurzaamheid, maar niet om risico te nemen voor meer duurzaamheid, terwijl ze tegelijkertijd wel bereid zijn om risico en rendement uit te ruilen (Duchêne et al., 2022; Erhart & Holzknecht, 2024), zie Sectie 4.1). Een eerste stap waarin alleen duurzaamheid en rendement worden afgewogen, zonder dat er sprake is van risico, zou daardoor, vanuit de optiek van de deelnemer, een te hoge waardering van duurzaamheid tot gevolg kunnen hebben. Het is daarom ook aan te bevelen om in stap 2 zowel risico als rendement te variëren en niet slechts één van die twee.

Nadeel van deze duurzame choice sequence-methode ten opzichte van de conjoint-methode (zie sectie 4.3.1) is dat het lastiger is om meerdere niveaus van duurzaamheidsinspanning mee te nemen (zoals de ‘geen’, ‘gemiddelde’ of ‘grote’ inspanning in Figuur 9). Dat zou namelijk de complexiteit van stap 2 vergroten. Het voordeel is dat er in principe geen ge-

¹⁹ Dit betekent dat in deze methode duurzaamheid zowel rendement kan kosten (of risico kan verhogen) als rendement kan opleveren (of risico kan reduceren). Wat voor keuzes de deelnemer krijgt voorgelegd hangt echter af van diens voorkeuren, niet van de werkelijk kosten en/of opbrengsten van duurzaamheid. Deelnemers die duurzaamheid positief waarderen, naar verwachting de meerderheid, krijgen alleen keuzes te zien waarin een duurzaamheidsinspanning rendement kost en/of risico verhoogt.

bruikgemaakt hoeft te worden van econometrische technieken om de voorkeuren van een individuele deelnemer te achterhalen. Aangenomen dat stap 1 de risicopreferenties correct vaststelt, kan in stap 2 direct een willingness-to-pay voor een grotere duurzaamheidsinspanning worden geïdentificeerd. Daarbij moet gezegd worden dat, anders dan de conjoint-methode, de duurzame choice sequence-methode volledig nieuw en dus nog niet getest is. Het is daarom aan te bevelen om deze methode te toetsen in nader onderzoek.

Als variant op deze methode kan de keuze ook uitgaan naar een uitbreiding van stap 2, zodat daarin ook risicopreferenties kunnen worden onderzocht. Dit kan door keuzesituaties voor te leggen die variëren zoals in de traditionele choice sequence-methode. Ofwel, als een deelnemer in stap 1 de meer risicovolle optie kiest, wordt vervolgens de minder risicovolle optie aantrekkelijker gemaakt en vice versa, zonder te kijken naar duurzaamheid. Dit fungeert dan als een soort check op de risicopreferenties die zijn gemeten in stap 1, wat aansluit bij de aanbeveling uit de literatuur om meerdere methoden te gebruiken om iemands risicohouding vast te stellen (zie sectie 2.2). Er kan in dat geval ook worden gekozen voor een kortere en eenvoudigere, maar wellicht minder precieze methode in stap 1. Bijvoorbeeld voor de in sectie 2.2.2. besproken lottery choice-methode. Deze meting dient dan slechts als startpunt voor stap 2 en niet de definitieve aan de deelnemer toegeschreven risicohouding.

4.3.3 Duurzame Pension Builder

In deze subsectie bespreken we de mogelijkheden om duurzaamheids- en risicopreferenties geïntegreerd uit te vragen via een duurzame variant van de Pension Builder-methode (zie ook secties 2.2.4 en 2.3.2). Het voorstel behelst een uitbreiding van de standaard Pension Builder (Dellaert et al., 2016) met een tweede schuifregelaar waarmee duurzaamheidspreferenties expliciet in kaart kunnen worden gebracht. Er zijn (minstens) twee benaderingen denkbaar voor het toevoegen van deze tweede schuif:

- *Holistische benadering*: in de oorspronkelijke Pension Builder wordt de afweging tussen risico en rendement gevisualiseerd met één schuif. Een integratie van duurzaamheid kan worden gerealiseerd door een tweede schuif toe te voegen op hetzelfde beslissings-scherm, waarmee deelnemers de mate van duurzaamheid kunnen variëren. Deze aanpak vertoont overeenkomsten met de methode van Erhart & Holzknecht (2025), zie Figuur 8. Duurzaamheid kan hierbij worden uitgedrukt in termen van een ESG-score (zoals bij Erhart & Holzknecht, 2025) of als een mate van inspanning (zie Figuur 9). De deelnemer beschikt in deze variant over twee schuiven om pensioenvoorkeuren te bepalen langs drie dimensies: verwacht rendement en risico en duurzaamheid.
- *Sequentiële benadering*: in deze variant wordt eerst, conform de standaard Pension Builder (Dellaert et al., 2016), de risico-rendementsvoorkeur uitgevraagd met één schuif. In een vervolgstap wordt de duurzaamheidsvoorkeur uitgevraagd, waarbij de impact van

duurzaamheid op de verwachte pensioenuitkering inzichtelijk wordt gemaakt, uitgaande van de eerder vastgestelde risicopreferenties. Deze aanpak vertoont overeenkomsten met de duurzame Choice Sequence-methode. Het gelaagde karakter van deze benadering kan de cognitieve belasting voor deelnemers verlagen, maar mogelijk zijn er ook respondenten die de voorkeur geven aan een holistische weergave met twee schuiven op één scherm.

Een belangrijk potentieel voordeel van de duurzame Pension Builder is dat de methode is gebaseerd op *experience sampling*. Uit eerder onderzoek blijkt dat *experience sampling* bij risico-rendementsafwegingen leidt tot verbeterde investeringsbeslissingen en verhoogde financiële geletterdheid (Bradbury et al., 2015; Kaufmann et al., 2013). Het is aannemelijk dat deze voordelen zich ook uitstrekken tot het domein van duurzaamheid, waarbij deelname aan dergelijke interactieve beslissingsondersteuning het begrip en de geletterdheid rondom duurzame keuzes kan vergroten.

Beide varianten van de duurzame Pension Builder kunnen worden ingezet om bij deelnemers te achterhalen hoeveel ze bereid zijn aan rendement en/of risico op te geven (of te willen ontvangen) ten behoeve van duurzaam beleggen.

Tot slot merken we op, net als bij de voorgestelde duurzame Choice Sequence, dat de duurzame Pension Builder een nieuw en dus nog niet gevalideerd instrument is. Verdere empirische toetsing in toekomstig onderzoek is dan ook aan te bevelen.

4.3.4 Wat is een geïntegreerde methode?

In hoeverre is een geïntegreerde uitvraag naar voorkeuren voor rendement, risico en duurzaamheid noodzakelijk of wenselijk? Vooralsnog blijft dit een empirische vraag. Om te verhelderen wat we precies verstaan onder een geïntegreerde methode putten we uit de uitgebreide literatuur op het aanverwante terrein van geïntegreerde metingen van risico- en tijdsvoorkeuren. Daarbij maken we een onderscheid tussen twee niveaus: 1) de uitvraag bij de deelnemer (het contactmoment) en 2) de econometrische analyse, waarin de voorkeuren kwantitatief worden geschat. Binnen deze literatuur worden grofweg twee benaderingen onderscheiden voor het geïntegreerd vaststellen van voorkeuren:

i) *Apart uitvragen, simultaan schatten* (Andersen et al., 2008)

Uitvraag: de voorkeuren worden afzonderlijk uitgevraagd. Iedere dimensie (bijvoorbeeld risico of duurzaamheid) krijgt een eigen reeks vragen, eventueel binnen één survey.

Analyse: de afzonderlijk verkregen antwoorden worden gecombineerd in één model (bijvoorbeeld een nutsfunctie) en simultaan geschat, waarbij eventuele verbanden tussen voorkeuren worden meegenomen.

ii) *Geïntegreerd uitvragen, simultaan schatten* (Andreoni & Sprenger, 2012)

Uitvraag: de verschillende voorkeuren worden tegelijkertijd in één vraagstelling aan-

geboden, waarbij meerdere dimensies (zoals risico, rendement en duurzaamheid) gezamenlijk en tegelijkertijd variëren.

Analyse: Ook hier worden de voorkeuren simultaan geschat, idem met de eerste benadering.

Het verschil tussen beide benaderingen zit uitsluitend in de wijze van uitvragen — dus in de manier waarop de deelnemer informatie gepresenteerd krijgt. De econometrische analyse (dat wil zeggen: het simultaan schatten van voorkeuren) is in beide gevallen gelijk. Binnen dit kader kunnen verschillende methoden voor het meten van duurzaamheidspreferenties worden gepositioneerd:

- De duurzame Choice Sequence en de sequentiële Pension Builder zijn voorbeelden van *apart uitvragen, simultaan schatten*. Een potentieel voordeel van deze aanpak is dat informatie in stappen wordt aangeboden, wat de cognitieve belasting voor de deelnemer mogelijk verlaagt.
- De duurzame Conjoint-methode en de holistische Pension Builder zijn voorbeelden van *geïntegreerd uitvragen, simultaan schatten*. Het voordeel hiervan is dat deelnemers een geïntegreerd beeld krijgen van de afruil tussen rendement, risico en duurzaamheid. Tegelijk vereist deze aanpak mogelijk een hoger niveau van geletterdheid bij de deelnemer.

Het onderscheid tussen beide benaderingen is van belang, omdat eerdere studies op het gebied van risico- en tijdsvoorkeuren laten zien dat de gekozen uitvraagmethode invloed kan hebben op de geschatte preferentieparameters. Zo tonen onder meer Cheung (2020) en Andreoni et al. (2015) aan dat ‘apart uitvragen’ en ‘geïntegreerd uitvragen’ kunnen leiden tot significant verschillende kwantitatief geschatte voorkeuren. Het is daarom aan te bevelen om empirisch te toetsen welke geïntegreerde methode het meest geschikt is voor voorkeuren inzake rendement, risico en duurzaamheid.

4.4 Samenvatting en bevindingen

Het geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties kan aantrekkelijk zijn voor pensioenuitvoerders omdat dit een consistente (kwantitatieve) inschatting geeft van deelnemersvoorkeuren rondom risico, rendement en duurzaamheid. Zowel de wetenschap als de praktijk verkeren op dit gebied nog in de ontwikkelingsfase (met een zeer beperkt aantal voorbeelden). Twee gerelateerde wetenschappelijke papers maken gebruik van wat wij een Duurzame Choice Sequence noemen. Behalve deze methode beschrijven we in deze sectie nog twee andere mogelijke methoden voor een geïntegreerde uitvraag die tot dusver, voor zover wij weten, noch in de wetenschap noch in de praktijk zijn gebruikt: de Duurzame Conjoint en de Duurzame Pension Builder.

Een geïntegreerde uitvraag kent een aantal aandachtspunten, zoals de financiële en

duurzame geletterdheid van de respondenten, heterogeniteit in de deelnemerspopulatie, de kwaliteit van de uitvraag, de aansluiting bij wet- en regelgeving en de benodigde economische uitgangspunten. Nieuw wetenschappelijk onderzoek naar en nieuwe toepassingen van deze methoden in de praktijk kunnen belangrijke inzichten opleveren in de mogelijkheden en beperkingen van het geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties.

5. Samenvatting en aanbevelingen

Mede door de overgang naar de Wet toekomst pensioenen (Wtp) is er in de maatschappij (deelnemers en andere stakeholders van pensioenuitvoerders) steeds meer belangstelling om naast risicopreferenties ook duurzaamheidspreferenties mee te nemen in het pensioen- en beleggingsbeleid. In dit rapport verkennen we de wenselijkheid en mogelijkheden om duurzaamheids- en risicopreferenties geïntegreerd uit te vragen bij deelnemers van pensioenuitvoerders. We bespreken daartoe eerst inzichten uit wetenschap en praktijk in losstaande uitvragen van risicopreferenties en duurzaamheidspreferenties. Daarbij komt ook de relevante wet- en regelgeving aan bod, in het bijzonder de FRAME-criteria van AFM. Vervolgens gaan we in op de wenselijkheid, mogelijke methoden en aandachtspunten bij een geïntegreerde uitvraag van beide soorten preferenties. Uit de literatuur zijn twee studies bekend die een vergelijkbare methode gebruiken, in dit rapport Duurzame Choice Sequence genoemd. Daarnaast bespreken we twee andere, voor zover wij weten nieuwe methoden voor een geïntegreerde uitvraag van duurzaamheids- en risicopreferenties: de Duurzame Conjoint en de Duurzame Pension Builder.

Een geïntegreerde uitvraag van de preferenties van deelnemers over de driehoeksverhouding risico-rendement-duurzaamheid kan nuttig zijn voor pensioenuitvoerders. Zij kunnen deze preferenties dan namelijk integraal meenemen in hun pensioen- en beleggingsbeleid. We bespreken echter ook een aantal belangrijke uitdagingen van een geïntegreerde uitvraag. Literatuur over en praktijkervaringen met een geïntegreerde uitvraag zijn nog dusdanig beperkt dat nog veel onduidelijk is over hoe het beste om te gaan met deze uitvragen. Hieronder bespreken we negen aanbevelingen voor wetenschap, praktijk en toezicht die uit ons rapport volgen.

Aanbevelingen voor de wetenschap

1. *Inconsistenties tussen en binnen methoden*: een belangrijke kanttekening bij de rijke literatuur over het meten van risicopreferenties is dat verschillende methoden kunnen leiden tot verschillende gemeten voorkeuren, op individueel en geaggregeerd niveau in absolute en relatieve termen. Het is nog onvoldoende duidelijk in welke mate gemeten duurzaamheidspreferenties afhangen van de methode en de kalibratie van die methode. Bij uitvragen naar preferenties over de driehoeksverhouding risico-rendement-duurzaamheid kunnen ook binnen een methode inconsistenties optreden. Denk aan deelnemers die rendement willen opgeven voor meer duurzaamheid of voor minder risico,

maar niet meer risico willen lopen voor meer duurzaamheid.²⁰ Meer inzicht is nodig in de achterliggende oorzaken van deze inconsistenties en in de manier waarop van bestaande of nieuwe methode gebruikgemaakt kan worden om deze inconsistenties te verminderen.²¹

2. *Preferenties versus percepties*: een uitdaging bij het meten van duurzaamheidspreferenties is dat antwoorden van respondenten gedreven kunnen worden door voorkeuren, maar ook door percepties (beliefs). Zo kunnen deelnemers een voorkeur hebben voor duurzaam beleggen vanwege hun overtuiging dat duurzaam beleggen gepaard gaat met een hoger rendement en/of een lager risico, zelfs wanneer de voorgelegde keuze duurzaamheid laat samengaan met minder rendement en/of meer risico. Er is meer onderzoek nodig naar methoden die de preferenties nauwgezet kunnen meten en die in mindere mate beïnvloed worden door mogelijke percepties.
3. *Biases en geletterdheid*: er is veel onderzoek gedaan naar hoe verschillende biases en ook de (financiële en duurzame) geletterdheid de resultaten van preferentie-uitvragen kunnen beïnvloeden. Er is nog relatief weinig inzicht in hoe vragen beter kunnen worden opgesteld om deze invloed te verminderen.
4. *Geïntegreerd uitvragen*: in ons literatuuronderzoek vonden we slechts twee wetenschappelijke studies over een geïntegreerde uitvraag, beide met een vergelijkbare methode (Duurzame Choice Sequence). Meer onderzoek is nodig naar de voor- en nadelen van een geïntegreerde uitvraag en van de verschillende methoden om dit te doen – waaronder ook de drie methoden die we in dit rapport bespreken; Duurzame Conjoint, Duurzame Choice Sequence, Duurzame Pension Builder – en naar de mogelijkheid van ‘apart uitvragen, simultaan schatten’.

Aanbevelingen voor de praktijk

5. *Definitie van duurzaamheid*: een belangrijk aandachtspunt bij het uitvragen van duurzaamheidspreferenties is de gehanteerde definitie van duurzaamheid. Er zijn veel definities mogelijk die vaak op verschillende manieren geïnterpreteerd kunnen worden en de resultaten beïnvloeden. Met name een kwantitatieve uitvraag vergt een tamelijk precieze definitie die begrijpelijk is voor de respondenten.
6. *Kennis over duurzaamheid*: respondenten hebben soms onvoldoende kennis over duurzaamheid in het algemeen en duurzaam beleggen in het bijzonder om vragen adequaat

20 Onder de klassieke veronderstelling dat meer (systematisch) beleggingsrisico gepaard gaat met een hoger rendement zijn deze preferenties intern inconsistent. Als een deelnemer bereid is om rendement op te geven voor meer duurzaamheid zouden ze equivalent (in plaats daarvan) ook bereid moeten zijn om meer risico te lopen. In het geval dat duurzaam beleggen gepaard gaat met meer risico kan de uitvoerder immers het gehele risico van de pensioenbeleggingen afschalen, wat zich zou vertalen in een lager verwacht rendement.

21 Feitelijk is dit geen beperking van geïntegreerd uitvragen, maar is het juist een pluspunt dat een inconsistentie in de keuzes van deelnemers kan worden ontdekt. Zo'n waargenomen inconsistentie wordt echter wel een probleem bij het omzetten van voorkeuren in consistent beleid of advies.

te kunnen beantwoorden en te voldoen aan de FRAME-criteria van AFM. Het verdient aanbeveling om goed na te denken over de kennis die noodzakelijk is en hoe relevante informatie goed kan worden verstrekt. Wellicht dat eventuele percepties over de financiële consequenties van duurzaam beleggen ook een plek kunnen krijgen in de informatievoorziening rondom de uitvraag.

7. *Representativiteit*: in het uitvragen van risicopreferenties maar vooral in het uitvragen van duurzaamheidspreferenties is representativiteit van de respondenten ten opzichte van de gehele deelnemerspopulatie een belangrijk aandachtspunt – zeker gezien de soms sterke meningsverschillen over dit onderwerp. Het is belangrijk om goed na te denken over manieren om de representativiteit te vergroten (inclusief deelnemers zonder heel uitgesproken opvattingen over duurzaamheid). En is de representativiteit beperkt, wat kan dan van de uitkomsten (bijvoorbeeld verschillen in uitkomsten tussen respondenten van verschillende leeftijdscohorten, gender, sociaaleconomische status) worden geleerd dat licht zou kunnen werpen op de consequenties van de beperkte representativiteit?
8. *Geïntegreerd uitvragen*: er is in de praktijk niet of nauwelijks ervaring opgedaan met het geïntegreerd uitvragen van duurzaamheids- en risicopreferenties. Praktijkverkenning van de drie in dit rapport gesuggereerde methoden voor een geïntegreerde aanvraag onder deelnemers kan meer inzicht geven in hoe zo’n uitvraag vorm te geven – zeker als dergelijke verkenningen in samenwerking met wetenschappers worden uitgevoerd.

Aanbeveling voor het toezicht

9. *Open mind*: de huidige kennis over het uitvragen van risicopreferenties – maar meer nog over het uitvragen van duurzaamheidspreferenties en een geïntegreerde uitvraag – is beperkt. Daarbij gaan uitvragen gepaard met veel keuzemogelijkheden voor de invulling en met veel onzekerheid over de consequenties van deze keuzes voor de uitkomsten van de uitvraag. Het verdient daarom aanbeveling om pensioenuitvoerders – binnen redelijke kaders – voldoende keuzevrijheid te bieden om i) uitvragen in te richten op een manier die aansluit bij de deelnemerspopulatie, ii) (redelijke) experimenten met uitvragen toe te staan om hieruit lessen te kunnen trekken en om iii) goed op de hoogte te blijven van de ontwikkelingen in literatuur en praktijk.

Referenties

- Alberini, A., Bigano, A., Ščasný, M. & Zvěřinová, I. (2018). Preferences for energy efficiency vs. renewables: What is the willingness-to-pay to reduce CO2 emissions? *Ecological Economics*, 144, 171-185.
- Alserda, G., Dellaert, B., Swinkels L. & van der Lecq, F. (2019). Individual pension risk preference elicitation and collective asset allocation with heterogeneity. *Journal of Banking & Finance*, 101, 206-225.
- Alves, R., Krüger, P. & Van Dijk, M. (2025). Drawing up the bill: Are ESG ratings related to stock returns around the world? *Journal of Corporate Finance*, 93, 102768.
- Anderson, A. & Robinson, D.T. (2022). Financial literacy in the age of green investment. *Review of Finance*, 26(6), 1551-1584.
- Andreoni, J. & Sprenger, C. (2012). Estimating time preferences from convex budgets. *American Economic Review*, 102(7), 3333-3356.
- Andreoni, J., Kuhn, M. & Sprenger, C. (2015). Measuring time preferences: A comparison of experimental methods, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 116, 451-464.
- Autoriteit Financiële Markten. (2023). Leidraad risicopreferentieonderzoeken: Randvoorwaarden voor de uitvoering van het risicopreferentieonderzoek.
- Barber, B., Morse, A. & Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139, 162-185.
- Barsky, R.B., Juster, F.T., Kimball, M.S. & Shapiro, M.D. (1997). Preference parameters and behavioral heterogeneity: An experimental approach in the health and retirement study. *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 537-579.
- Bauer, R., Ruof, T. & Smeets, P. (2021). Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *Review of Financial Studies*, 34(8), 3976-4043.
- Bauer, R., Dong, B. & Jiao, P. (2025). Sustainability preferences of index fund investors: A discrete choice experiment. European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper, (1031).
- Berg, F., Kölbel, J.F. & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315-1344.
- Berkeljon, S., Van den Goorbergh, R., Goossens, J. & Kuijpers, B. (2025). Beyond gamma, Netspar Industry Paper.
- Blitz, D., Chen, M., Howard, C. & Lohre, H. (2024). 3D investing: Jointly optimizing return, risk, and sustainability. *Financial Analysts Journal*, 80(3), 59-75.
- Bockweg C., Ponds, E. , Steenbeek, O. & Vonken, J. (2016). Framing and the annuitization decision: Experimental evidence from a Dutch pension fund, Netspar Discussion Paper No. 03/2016-007.
- Bonekamp, J. & Van Soest, A. (2019). Duurzaam beleggen door pensioenfondsen mag wat kosten van de deelnemers. *Economische Statistische Berichten*, 104(4773), 226-229.
- Bousselmi, W., Crifo, P. & Troitin, J. (2024). Risk preferences and pro-environmental intentions, Conference presentation SEF 2024.
- Bradbury, M., Hens, T., Zeisberger, S. (2015). Improving investment decisions with simulated experience, *Review of Finance*, 19, 1019-1052.
- Brunen, A.C. & Laubach, O. (2022). Do sustainable consumers prefer socially responsible investments? A study among the users of robo advisors. *Journal of Banking & Finance*, 136, 106314.
- Charness, G., Garcia, T., Offerman, T. et al. (2020). Do measures of risk attitude in the laboratory predict behavior under risk in and outside of the laboratory? *Journal of Risk and Uncertainty*, 60, 99-123.
- Cheung, S.L. (2020). Eliciting utility curvature in time preference. *Experimental Economics*, 23, 493-525.
- Cooper, E., & Bauer, R. (2024). How to democratise pension funds: Designing a deliberative mini-public at Pensioenfonds Detailhandel, *Netspar Design Paper*, 253.
- Degryse, H., Di Giuli, A., Sekerci, N. & Stradi, F. (2025). Sustainable investors: Value and values. Working paper.

- Dellaert, B., Donkers, B., Turlings, M., Steenkamp, T. & Vermeulen, E. (2016). Naar een nieuwe aanpak voor risicoprofielmeting voor deelnemers in pensioenregelingen, *Netspar Design Paper*, 49.
- Ding, Z., Goossens, J. & Zeisberger, S. (2025). Sustainable Financial Literacy in the Netherlands, Netspar Afterlunch Webinar.
- Driessen, J., Nagel, L. & Werker, B. (2025). Wijzigingen in de uniforme scenarioset, Netspar Industry Paper.
- Duchêne, S., Nguyen-Huu, A., Dubois, D. & Willinger, M. (2022). Risk-return trade-offs in the context of environmental impact: A lab-in-the-field experiment with finance professionals, Working paper.
- Eckel, C.C. & Grossman, P.J. (2002). Sex differences and statistical stereotyping in attitudes toward financial risk. *Evolution and Human Behavior*, 23, 281-295.
- Eckel, C.C. & Grossman, P.J. (2008). Forecasting risk attitudes: an experimental study using actual and forecast gamble choices. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68, 1-17.
- Epstein, L. & Zin, S. (1989). Substitution, risk aversion, and the intertemporal behavior of consumption and asset returns: A theoretical framework. *Econometrica*, 57, 937-969.
- Erhart, A. & Holzknicht, A. (2024). Risk, return and ESG preferences among retail investors, Conference presentation SEF 2024.
- Erhart, A. & Holzknicht, A. (2025). The effects of uncertainty around ESG-ratings on retail investors' preferences: Experimental evidence. Working Paper.
- Frey, R., Pedroni, A., Mata, R. & Rieskamp, J. (2017). Risk preference shares the psychometric structure of major psychological traits. *Science Advances*, 3 (10), e1701381..
- Filippini, M., Leippold, M. & Wekhof, T. (2024), Sustainable finance literacy and the determinants of sustainable investing, *Journal of Banking & Finance*, 163, 107167.
- Galizzi, M.M., & Navarro-Martinez, D. (2019). On the external validity of social preference games: a systematic lab-field study. *Management Science*, 65(3), 976-1002.
- Giglio, S., Maggiori, M., Stroebel, J., Tan, Z., Utkus, S. & Xu, X. (2025). Four facts about ESG beliefs and investor portfolios. *Journal of Financial Economics*, 164, 103984.
- Goldstein, D.G., Johnson, E.J. & Sharpe, W.F. (2008). Choosing outcomes versus choosing products: Consumer-focused retirement investment advice. *Journal of Consumer Research*, 35, 440-456.
- Goossens, J., De Vries, M. & Knoef, M. (2024). Biodiversity preferences and financial behavior. Working paper.
- Goossens, J. & de Vries, M. (2024). Een overzicht van risicopreferentiemethodieken. *Tijdschrift voor Pensioenvraagstukken*, 20-27
- Goossens, J., Knoef, M. & Van Ooijen, R. (2023a). Risicohouding. *Netspar Board Brief*, 04.
- Goossens, J., Riedl, A.M., Kuijpers, B., Ponds, E., Knoef, M.G. & Vos, S.J. (2023b). A comparison of risk preference elicitation methods and presentation formats, *Netspar Design Paper*, 233.
- Gneezy, U. & Potters, J. (1997). An experiment on risk taking and evaluation periods. *Quarterly Journal of Economics*, 112, 631-645.
- Grimm, P. (2010). Social desirability bias. *Wiley international encyclopedia of marketing*.
- Gutsche, G., Wetzel, H., & Ziegler, A. (2023). Determinants of individual sustainable investment behavior: A framed field experiment. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 209, 491-508.
- Harrison, G.W., Hofmeyr, A., Kincaid, H., Ross, D. & Swarthout, J.T. (2019). Addiction and intertemporal risk attitudes. Working paper.
- Hartzmark, S. & Sussman, A. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *Journal of Finance*, 74, 2789-2837.
- Heeb, F., Kölbel, J., Paetzold, F. & Zeisberger, S. (2023). Do investors care about impact? *Review of Financial Studies*, 36, 1737-1787.
- Holt, C.A., & Laury, S.K. (2002). Risk aversion and incentive effects. *American Economic Review*, 92, 1644-1655.
- Huang, D.Z. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & Finance*, 61, 335-360.

- Kaufmann, C., Weber, M. & Haisley, E. (2013). The role of experience sampling and graphical displays on one's investment risk appetite. *Management Science*, 59, 323-340.
- Kortleve, N. & van Benthem, L. (2024). Kwantificeren onzekerheid risicopreferentieonderzoek, *De Actuaris*, 32, 12-13
- Lagerkvist, C.J., Edenbrandt, A.K., Tibbelin, I. & Wahlstedt, Y. (2020). Preferences for sustainable and responsible equity funds: A choice experiment with Swedish private investors. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 28, 100406.
- Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: Theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 52, 5-44.
- Maatman, R. & Huijzer, E.M.T. (2019), 15 years of the prudent person rule: pension funds, ESG factors and sustainable investing, in: Beekhoven van den Boezem, F.E.J., C.J.H. Jansen & B.A. Schuijling, (ed.), *Sustainability and Financial Markets*, 255-285.
- O'Donoghue, T. & Somerville, J. (2018). Modeling risk aversion in economics. *Journal of Economic Perspectives*, 32, 91-114.
- Ottenhof, D. (2025). Anders meten risicovoorkeur schept ruimte voor gedurfdere beleggen, *PensioenPro*.
- Pagano, M.S., Sinclair, G. & Yang, T. (2018). Understanding ESG ratings and ESG indexes. In *Research handbook of finance and sustainability* (339-371). Edward Elgar Publishing.
- Pedersen, L.H., Fitzgibbons, S. & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics*, 142, 572-597.
- Pedroni, A., Frey, R., Bruhin, A., Dutilh, G., Hertwig, R. & Rieskamp, J. (2017). The risk elicitation puzzle. *Nature Human Behavior*, 1, 803-809.
- Pensioenfederatie (2022), Van risicopreferentieonderzoek naar risicohouding en beleggingsbeleid, *Servicedocument Risicopreferentiehouding*.
- PF Detailhandel (2024). *Deelnemersdialoog rapport*, juni.
- Riedl, A., Schmeets, H., Linde, J., Bokern, P. & Werner, P. (2021). An overview of methods measuring risk preferences, Netspar Industry Paper.
- Riedl, A. & Smeets, P. (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds? *Journal of Finance*, 72, 2505-2550.
- Van Meeren, G., De Cloe-Vos, H. & Van Geen, A. (2019). Meet risicobereidheid met een kwantitatieve methode. *Economisch-Statistische Berichten*, 104(4773), 9 mei.
- van Rooij, M.C., Kool, C.J.M. & Prast, H.M. (2007). Risk-return preferences in the pension domain: Are people able to choose? *Journal of Public Economics*, 91, 701-722.
- van Rooij, M.C., Lusardi, A. & Alessie, R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, 101, 449-472.
- Seifert, M., Spitzer, F., Haeckl, S., Gaudeul, A., Kirchler, E., Palan, S. & Gangl, K. (2024). Can information provision and preference elicitation promote ESG investments? Evidence from a large, incentivized online experiment, *Journal of Banking & Finance*, 161, 107114.
- Starks, L.T. (2023). Presidential address: Sustainable finance and ESG issues – Value versus values. *Journal of Finance*, 78, 1837-1872.
- van der Kroft, B. & Bams, D. (2022). ESG-ratings leiden niet tot maatschappelijk verantwoord beleggen. *Economische Statistische Berichten*, 107(4814), 462-464.
- Yang, Y. (2024). Consumers' collective influence on pension investment: ESG needs from pension participants and beneficiaries. Working paper.

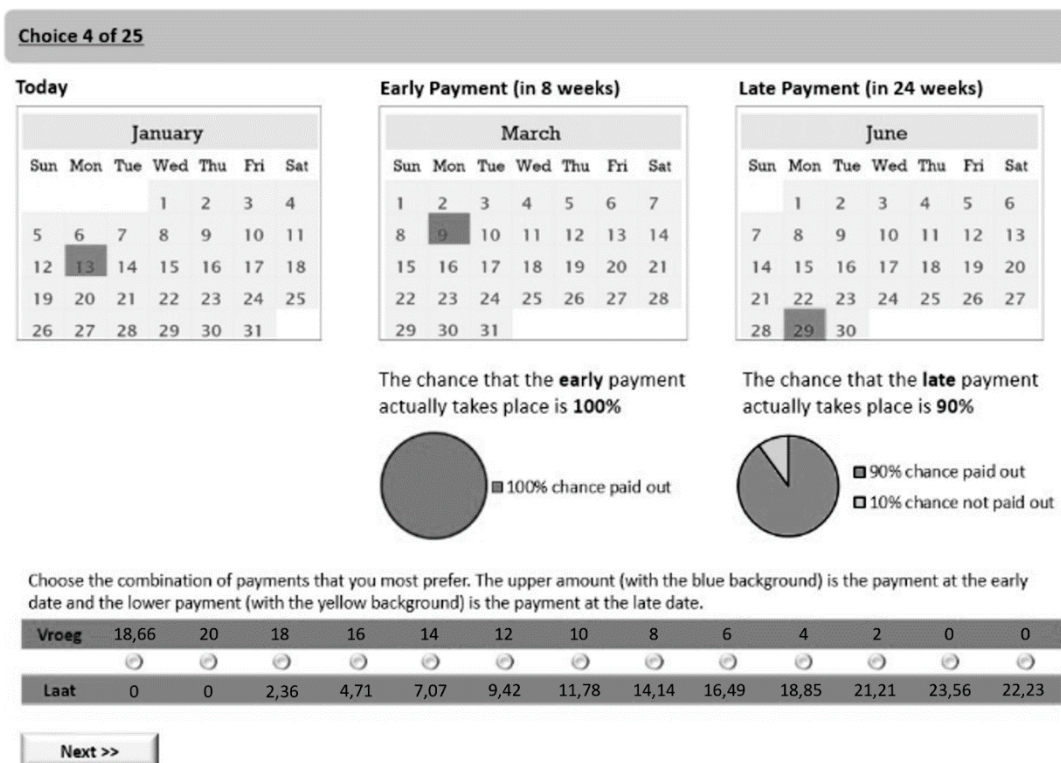
Appendix A: Overige methoden om risicopreferenties uit te vragen

Convex Time Budgets

De Convex Time Budget (CTB) is een recente methode om voorkeuren te meten, ontwikkeld door Andreoni & Sprenger (2012a) en toegepast op de pensioencontext door Potters et al. (2016). In deze methode ontvangen deelnemers een geldbudget dat ze kunnen verdelen over twee rekeningen. De eerste rekening keert een bedrag uit op een vroeg tijdstip met zekerheid, terwijl de tweede rekening een hoger bedrag uitkeert op een later tijdstip, maar met een bepaalde kans. Een voorbeeld hiervan is een keuze waarbij het vroege bedrag acht weken na de beslissing wordt uitbetaald, terwijl het latere bedrag 24 weken later wordt uitbetaald met een kans van 90 procent. In dit geval verdient de deelnemer 6 procent rente door langer te wachten.

Deelnemers maken keuzes in meerdere sets, waarbij verschillende parameters variëren, zoals de uitbetalingsdatum van het latere bedrag, de waarschijnlijkheid dat het latere bedrag wordt uitgekeerd en de rentevoet voor het latere bedrag. Deze methode heeft belangrijke voordelen. Zo maakt de CTB het mogelijk om risicopreferenties, waarschijnlijkheidsweging en tijdsvoorkeuren tegelijkertijd af te leiden (Andreoni & Sprenger, 2012a,

Figuur A1. Convex Time Budget voorbeeld



Bron: auteurs van dit rapport

2012b). Daarnaast kan de methode *present bias* meten, mits de vroege uitbetaling direct kan plaatsvinden (Imai et al., 2020). De mogelijkheid om verschillende voorkeuren tegelijk te meten is vooral nuttig voor financiële besluitvorming, waarin deze factoren vaak samen een rol spelen. Een nadeel is echter dat de methode complexer is dan andere meetmethoden. Bovendien is er, voor zover bekend, nog geen onderzoek dat de risicopreferenties gemeten met deze methode vergelijkt met daadwerkelijk gedrag buiten het lab.

Investment Task

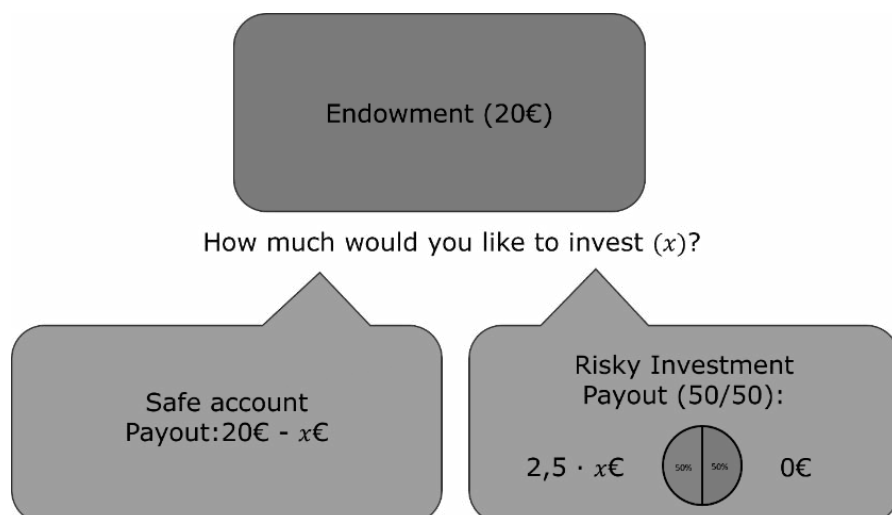
De Investment Task (Investeringstaak) is een methode om risicopreferenties te meten, voorgesteld door Gneezy & Potters (1997). In deze methode krijgen deelnemers een geldbedrag van X euro en beslissen zij hoeveel hiervan ze willen investeren in een risicovolle optie en hoeveel ze liquide houden.

Het geïnvesteerde bedrag levert een dividend van $k \cdot X$ euro op met een kans p ; als dit niet gebeurt, gaat het geld verloren. Het niet-geïnvesteerde bedrag blijft van de deelnemer. De parameters p en k zijn zo gekozen, dat een hogere investering altijd leidt tot een hoger verwacht rendement, maar ook tot meer risico (hogere variantie).

- Risiconeutrale of risicozoekende deelnemers zouden altijd hun volledige bedrag moeten investeren.
- Risico-averse deelnemers investeren mogelijk minder, afhankelijk van hun risicomijding.
- Het bedrag X euro dat een deelnemer investeert, wordt gebruikt als maatstaf voor risico-aversie.

Deze methode heeft als belangrijkste voordelen dat die slechts één beslissing vereist en eenvoudig te begrijpen is. Een nadeel is dat de methode geen onderscheid kan maken tus-

Figuur A2. Investment Task voorbeeld



Bron: auteurs van dit rapport

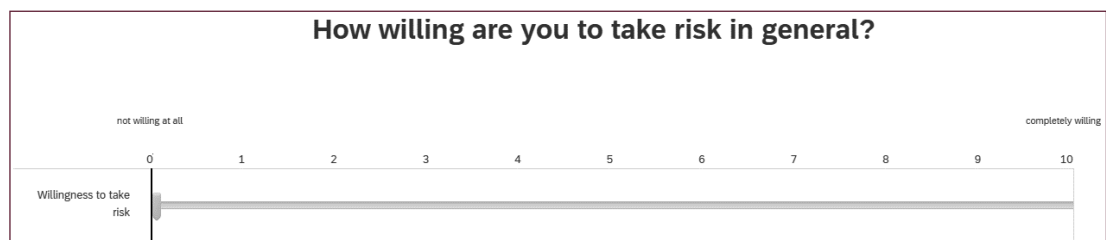
sen risiconeutrale en risicozoekende personen. Daarnaast kan, zonder variatie in p of extra taken, de invloed van waarschijnlijkheidsweging niet worden vastgesteld.

General Risk Question

De General Risk Question of GRQ (Algemene Risicovraag) is een methode om risicobereidheid te meten (Dohmen et al., 2011). De methode bestaat uit één vraag: respondenten geven op een schaal van 0 tot 10 aan in hoeverre zij bereid zijn risico's te nemen. Naast deze algemene vraag kunnen ook domeinspecifieke varianten worden gebruikt, bijvoorbeeld gericht op financiële, gezondheids- of recreatieve risico's.

Het grootste voordeel van de GRQ is de eenvoud en snelheid waarmee risicopreferenties in kaart kunnen worden gebracht. Een nadeel is dat onduidelijk is wat precies wordt gemeten. De methode is niet *incentive-compatible* en kan beïnvloed worden door onoplettendheid of sociaal wenselijk gedrag (Arslan et al., 2020). Onderzoek laat zien dat respondenten vaak aan verschillende soorten risico's denken bij het beantwoorden van de vraag, waardoor de interpretatie kan variëren. Toch blijkt de GRQ een betrouwbare voorspeller van risicogedrag vergeleken met taken zoals de Multiple Price List (Dohmen et al., 2011).

Figuur A3. General Risk Question voorbeeld



Bron: auteurs van dit rapport

Appendix B: De invloed van biases op preferentieonderzoeken

De gedragswetenschappen bieden veel inzichten in zogenaamde biases in het gedrag van individuen. Biases kunnen worden gedefinieerd als systematische afwijkingen in het menselijk denken of beslissen ten opzichte van rationeel gedrag. Biases kunnen invloed hebben op de uitkomsten van preferentieonderzoeken. Voorbeelden van biases zijn (geen compleet overzicht):

- *Middenbias*: in een uitvraag waarbij respondenten uit een range van opties moeten kiezen, zoals het geval is bij de Pension Builder, zijn zij geneigd voor de optie in het midden te gaan.
- *Referentie (anchoring) bias*: in een uitvraag hebben respondenten de neiging om de initiële waarde die ze te zien krijgen als referentiepunt te nemen. In een uitvraag met de Pension Builder kan het startpunt van de schuif invloed hebben op de response van deelnemers.
- *Timing*: het moment waarop een uitvraag wordt gedaan kan invloed hebben op de uitkomsten. Uitvragen in tijden van (geo)politieke of economische onzekerheid kunnen bijvoorbeeld leiden tot het meten van een lagere risicobereidheid.
- *Framing*: de manier waarop uitkomsten in een risicopreferentieonderzoek worden getoond (de grootte) kunnen invloed hebben op de meting. Een meting in termen van pensioenbedragen kan tot een andere uitkomst leiden dan een meting in beleggings termen.
- *Zelfselectie*: bij een uitvraag is het mogelijk dat alleen deelnemers reageren die ook interesse hebben in of kennis hebben van het onderwerp. Zo kan het voorkomen dat bij een onderzoek over financiën een deel van de populatie bij voorbaat niet deelneemt of vragen fout beantwoordt, omdat deze vragen onvoldoende worden begrepen. Dit beïnvloedt de representativiteit van het onderzoek. Dit is met name relevant wanneer uitkomsten van een deel van de populatie worden gebruikt om bijvoorbeeld een collectieve risicohouding vorm te geven.

De verschillende biases komen op verschillende manieren tot uiting in de methoden die gekozen kunnen worden voor het uitvoeren van een risicopreferentieonderzoek. Dit heeft als gevolg dat iedere methode kan leiden tot een andere meting van risicobereidheid (Goossens et al., 2023ab).

Er zijn technieken om dergelijke biases en inconsistenties te detecteren, bijvoorbeeld door:

- deelnemers de gelegenheid te geven om na afloop van het onderzoek de uitkomst over de gehele interval van mogelijke uitkomsten bij te stellen. Hiervoor wordt in sommige onderzoeken de Choice Sequence methode toegepast. Deelnemers zijn hierbij doorgaans

geneigd om de uitkomst naar het midden bij te stellen (de middenbias).

- te variëren in de wijze van vraagstelling, bijvoorbeeld: is de deelnemer bereid om een bepaald percentage rendementsverlies per jaar te accepteren of is de deelnemer bereid om een bepaald eurobedrag (in termen van verwachte pensioenuitkering of verwacht eindkapitaal) aan verlies te accepteren?
- te variëren in de manier van presentatie van uitkomsten, bijvoorbeeld door de effecten van de diverse opties zowel *point in time* aan de hand van een verwachte pensioenuitkering te tonen als door de tijd heen grafisch aan de hand van een fictief pensioenkapitaal.
- het begrip van financiële afwegingen bij de respondent in kaart te brengen, aangezien dit kan helpen bij de interpretatie van de uitkomsten. Er kan bijvoorbeeld meer gewicht worden toegekend aan antwoorden van deelnemers met meer financiële kennis. Een afgeleid voordeel hiervan is dat de antwoorden op dit gebied ook gebruikt kunnen worden om de financiële educatie en keuzebegeleiding van deelnemers te verbeteren. Een nadeel is dat dit kan leiden tot de eerder beschreven zelfselectiebias.

Appendix C: Duurzaamheidsdefinitie & Preferenties versus percepties

Duurzaamheid is een enorm breed begrip met veel onderliggende domeinen. Deelnemers kunnen verschillende waarde hechten aan die verschillende domeinen. Die waardering plat slaan tot één duurzaamheidsvoorkeur is daarom verre van triviaal. Direct vragen of iemand duurzaam wil beleggen (bijvoorbeeld Bonekamp & Van Soest, 2019) is daarom mogelijk informatief, maar verschaft weinig informatie over wat deelnemers daarmee bedoelen en geeft daarom beperkt inzicht in hoe bijvoorbeeld een pensioenfonds het beleggingsbeleid dient aan te passen.

Een alternatief is om mensen heel direct te vragen naar willingness-to-pay voor zaken als biodiversiteit, temperatuurstijging of bijvoorbeeld CO₂-uitstoot (bijvoorbeeld Alberini), maar zelfs hierachter gaan veel beliefs en voorkeuren schuil. CO₂-uitstoot is immers niet op zichzelf belangrijk, maar vanwege de mogelijke gevolgen. Mensen hebben beliefs over wat die gevolgen zijn en voorkeuren over het gewicht van die gevolgen op verschillende uitkomsten (bijvoorbeeld biodiversiteit en voedselzekerheid). Bovendien zouden voorkeuren voor een breed scala aan dergelijke, met duurzaamheid samenhangende zaken moeten worden voorgelegd om een redelijk compleet beeld te krijgen van de duurzaamheidspreferenties van een deelnemer.

In de financiële sector wordt duurzaamheid vaak gemeten aan de hand van een ESG-keurmerk, waarbij duurzaamheid op het gebied van milieu (Environment), maatschappij (Social) en bestuur (Governance) wordt samengevat in één maatstaf. Een veelgebruikte methode om de duurzaamheidspreferenties van beleggers te achterhalen is daarom om hun willingness-to-pay in een fonds met een hoge ESG-rating uit te vragen ten opzichte van een vergelijkbaar fonds met een lage ESG-rating (bijvoorbeeld Bauer et al. (2025)).

Het gebruik van de ESG-rating betekent impliciet meegaan met de onderliggende aannames, zoals het relatieve belang van E, S, & G en de methode waarmee de rating op die drie deelgebieden wordt bepaald (Pagano et al. 2018). Een deelnemer heeft (impliciet) bepaalde kennis en percepties over de totstandkoming van ESG-ratings en over in hoeverre die methodiek diens eigen voorkeuren weerspiegelt. Daarbovenop komen nog percepties over in hoeverre een goede rating samengaat met goed gedrag. Er bestaat twijfel of een hoge ESG-rating echt leidt tot verantwoorde beleid (Van der Kroft & Bams, 2022). En hoewel deelnemers dergelijk onderzoek waarschijnlijk niet kennen, hebben zij mogelijk bepaalde percepties over de impact van een ESG-rating. Een deelnemer die veel belang hecht aan duurzaamheid, maar gelooft dat een ESG-rating gebaseerd is op verkeerde afwegingen tussen onderliggende aspecten en bovendien weinig tot niets zegt over het werkelijke beleid van een bedrijf, zal toch een lage willingness-to-pay laten zien.

Bovendien gaat een hoge ESG-rating wellicht samen met andere kenmerken van een

investering. Zo is het de vraag of ESG-beleggingen beter of slechter renderen (Huang, 2021; Alves et al., 2025). Een bereidheid om meer te betalen voor een beleggingsfonds met een hoge ESG-rating kan voortkomen uit een voorkeur voor duurzaamheid en/of uit een belief dat zo'n fonds over het algemeen beter beleid voert en daarom hogere returns en/of minder risico met zich meebrengt. Bauer et al. (2025) laten zien dat beleggers van een Nederlandse vermogensbeheerder gemiddeld geloven dat er een positief verband bestaat tussen ESG-rating en rendementen. Hoewel we in een experiment de afweging tussen ESG en rendementen kunnen manipuleren, kunnen positieve associaties tussen ESG en rendementen of risico de willingness-to-pay nog steeds beïnvloeden. Vanwege de interactie tussen percepties en voorkeuren is het erg lastig om met een vragenlijst een goed beeld te krijgen van de duurzaamheidspreferenties van (bijvoorbeeld) pensioendeelnemers.



Network for Studies on
Pensions, Aging and Retirement

Dit is een uitgave van Netspar
November 2025

T 013 466 2109
E info@netspar.nl

netspar.nl