

Welk beleggingsbeleid willen pensioendeelnemers nu werkelijk?

VAN LOSSE UITVRAGEN NAAR INTEGRALE PREFERENTIES

Mathijs van Dijk, Jorgo Goossens, Niels Kortleve en Daan de Zwart

INLEIDING

Hoe kunnen pensioenuitvoerders de (beleggings)preferenties van hun deelnemers beter in kaart brengen? Pensioenuitvoerders vragen al de risicopreferenties van deelnemers uit; dat zijn ze ook verplicht onder de Wet toekomst pensioenen (Wtp). In de voorstellen die de Europese Commissie op 20 november 2025 publiceerde voor de pensioenfondsenrichtlijn (IORP Directive) staat dat pensioenfondsen duurzaamheid moeten meenemen in hun beleggingsbeleid en de duurzaamheidsvoorkeuren van deelnemers – zeker waar die keuzes kunnen maken – moeten meten (Europese Commissie 2025, artikel 19). Nederlandse pensioenuitvoerders doen al steeds vaker ook onderzoek naar de preferenties van deelnemers over duurzaam (ESG) beleggen. Dit wordt deels gedreven door de toenemende aandacht voor duurzaamheid vanuit de pensioenuitvoerders en hun deelnemers zelf, de maatschappij, de wetenschap en politiek. Pensioenuitvoerders zullen steeds beter moeten kunnen onderbouwen dat hun beleid in het belang van deelnemers is en aansluit op hun preferenties. Het uitvragen van deze preferenties zal daarmee steeds bepalender worden voor het beleggingsbeleid van pensioenuitvoerders. Daarnaast kunnen keuzes in de wijze van uitvragen invloed hebben op de uitkomsten van preferentieonderzoeken.

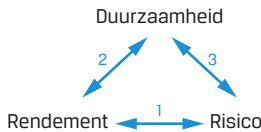
Het uitvragen van risico- en duurzaamheidspreferenties wordt op dit moment vrijwel altijd separaat van elkaar gedaan, terwijl deze twee preferenties mogelijk met elkaar verbonden zijn en

elkaar mogelijk beïnvloeden. In dit artikel doen we verslag van een Netsparproject waarin we met een groep wetenschappers en pensioenexperts de wenselijkheid en mogelijkheid verkenden om deze preferenties geïntegreerd uit te vragen bij deelnemers (zie de Zwart e.a. 2025).

INTEGRAAL UITVRAGEN LEVERT VOORDELEN OP

In zowel wetenschap als praktijk vinden onderzoeken vooralsnog meestal plaats langs één dimensie, zoals getoond in Figuur 1.

Figuur 1
De drie mogelijke relaties tussen rendement, risico en duurzaamheid



Bij risicopreferentieonderzoeken gaat het om ‘relatie 1’, de uitruil tussen risico en rendement (uitgedrukt in pensioentermen zoals uitkering in verwachting of bij slecht weer). Bij duurzaamheidspreferenties wordt soms de betalingsbereidheid voor het meenemen van duurzaamheidscriteria in het beleggingsbeleid gemeten, als weergegeven door ‘relatie 2’. Naar ‘relatie 3’ is weinig (wetenschappelijk) onderzoek gedaan. In het Netsparpaper verkennen we de mogelijkheid om op deelnemer-niveau preferenties op al deze dimensies met hun onderlinge relaties geïntegreerd uit te vragen.

Mathijs van Dijk
Professor of Finance bij RSM &
Scientific Director bij Netspar



Jorgo Goossens
Assistant Professor bij Radboud
University Nijmegen en Tilburg
University | Researcher APG en
Netspar



Niels Kortleve
Innovator bij PGGM



Daan de Zwart
Investment Strategist bij
Pensioenfonds Rail&OV



Het geïntegreerd uitvragen van de preferenties heeft een drietal mogelijke voordelen:

1. Het geïntegreerd uitvragen geeft mogelijk een beter inzicht in de relaties tussen de drie dimensies dan het combineren van resultaten uit onafhankelijke uitvragen.
2. Het beperkt mogelijk de meetfouten die op kunnen treden als preferenties ‘domeinafhankelijk’ zijn (bijvoorbeeld een deelnemer is alleen bereid om risico te nemen voor duurzame beleggingen maar niet voor conventionele beleggingen).
3. Het voorkomt mogelijk verstoringen verschillen tussen steekproeven (indien deze bij een onafhankelijke uitvraag verschillen qua samenstelling en tijdstip) en beperkt het aantal benodigde onderzoeken onder deelnemers.

Naast deze voordelen spelen als mogelijke nadelen dat geïntegreerd uitvragen nog in de kinderschoenen staat, dat de invultijd langer is en dat de complexiteit van zo’n onderzoek mogelijk hoger is waardoor de uitvraag lastig te behappen kan zijn voor deelnemers ten opzichte van losstaande eendimensionale onderzoeken. Experimenten en empirisch onderzoek zijn noodzakelijk om licht te kunnen werpen op deze voor- en nadelen.

RISICO- EN DUURZAAMHEIDSPREFERENTIES HOUDEN MOGELIJK VERBAND MET ELKAAR

Voordat we in de mogelijkheden van het integraal uitvragen van preferenties duiken beschrijven we eerst de inzichten die in de wetenschap en praktijk zijn opgedaan op het gebied van risico- en duurzaamheidspreferentie onderzoeken. In het verkennen van geïntegreerde onderzoeken passen we deze inzichten toe om vervolgens tot aanbevelingen voor meetmethodes te komen.

UITVRAGEN VAN RISICOPREFERENTIES (RELATIE 1)

Risicopreferenties in het pensioendomein geven weer in hoeverre deelnemers bereid zijn om beleggingsrisico te nemen in relatie tot het verwachte pensioenresultaat en de spreiding daarvan. Het gaat om de afweging tussen rendement en risico: het nemen van extra (systematisch) beleggingsrisico gaat gepaard met een hoger verwacht pensioen, maar ook met meer onzekerheid over de uitkomst.

Onder de Wtp moeten pensioenuitvoerders minimaal eens per 5 jaar – en bij een ingrijpende wijziging van omstandigheden (zoals sterke wijziging van het deelnemersbestand) – de risicohouding toetsen. De pensioenuitvoerder moet de risicohouding baseren op een risicopreferentieonderzoek (RPO), wetenschappelijke inzichten en deelnemerskenmerken. In zo’n RPO vragen de pensioenuitvoerders hoeveel risico deelnemers willen nemen in het beleggingsbeleid (risicobereidheid). De gemeten risicobereid en de risicodraagkracht (hoeveel risico deelnemers kunnen nemen) van deelnemers moet de pensioenuitvoerder vertalen in een risicohouding. Dit moet de pensioenuitvoerder doen voor elk leeftijdscohort (van maximaal 5 jaar) en leidt tot

een (impliciete) lifecycle. In tegenstelling tot bij het FTK is er dus geen uniform beleggingsbeleid meer. Indien de financiële opzet bij de jaarlijkse toetsing door DNB buiten de grenzen van de risicohouding valt, dan moet de pensioenuitvoerder dit binnen 12 maanden oplossen. Meestal zal dat gebeuren door in te grijpen in het beleggingsbeleid.

De AFM houdt toezicht op RPO’s via een open norm (zie Box 1). Deze FRAME-criteria zien toe op algemene zaken zoals dat het passend is (dus het uitvragen in pensioentermen en niet in beleggingstermen), de uitvoerbaarheid door respondenten, het voorkomen van ‘biases’ bij het invullen van de uitvraag en het interpreteren van de uitkomsten. Dergelijke FRAME-randvoorwaarden zijn er nog niet voor onderzoeken naar duurzaamheidpreferenties.

De wetenschappelijke literatuur over het meten van risicopreferenties is rijk, maar er bestaat geen consensus over de beste methode. Dit fenomeen staat bekend als de ‘risk elicitation puzzle’: verschillende meetmethodes leiden op geaggregeerd en op deelnemer niveau tot verschillen in gemeten risicopreferenties, zowel in absolute als relatieve termen. De literatuur over risicopreferenties richt zich veelal op het nemen van risico’s in loterijachtige vragen, en minder op beleggingsrisico en het pensioendomein. Risicopreferenties tussen deze domeinen kunnen verschillen, wat bekend staat als context-afhankelijke risicopreferenties. In de wetenschappelijke literatuur zijn er veel methodes ontwikkeld om risicopreferenties te meten; wij bespreken in het Netspar-paper een selectie van een viertal methodes die nuttig zijn voor de pensioenpraktijk:

- **Multiple Price List:** Deelnemers krijgen een lijst met paren van keuzemogelijkheden waarbij zij telkens kiezen tussen een zekere en een onzekere uitkomst. Het omslagpunt waar men

Box 1: De FRAME-criteria van AFM

De AFM houdt toezicht op RPO’s via een open norm (Autoriteit Financiële Markten 2023) en beoordeelt de RPO’s op basis van de FRAME-criteria (Van Meeren, 2019).

- **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 verstoringen 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 hier rekening mee kan worden gehouden bij de interpretatie van de resultaten.

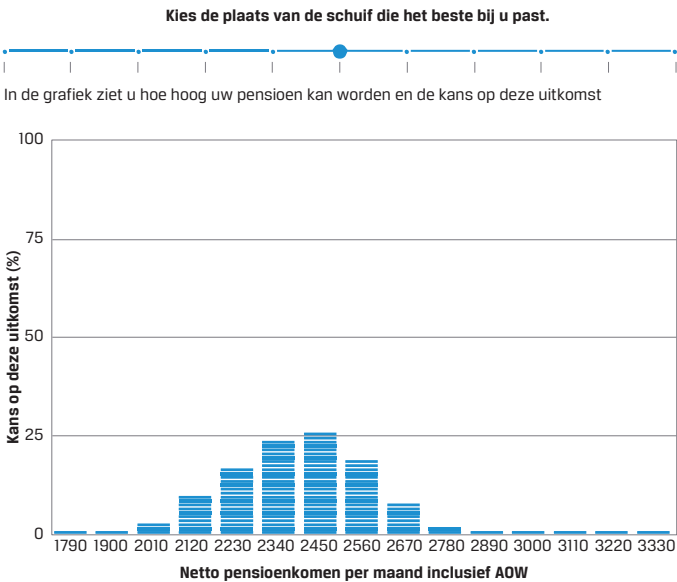
- overgaat naar de onzekere optie bepaalt (een interval voor de risico-aversieparameter (γ)).
- **Lottery Choice Task:** Een eenvoudige methode waarbij deelnemers kiezen uit bijvoorbeeld vijf of zes beslissingsopties met oplopende risico's en verwachte opbrengsten. Elke optie heeft twee even waarschijnlijke uitkomsten. De gekozen optie bepaalt (een interval voor) de risico-aversieparameter (γ).
 - **Choice Sequence:** Deelnemers maken achtereenvolgens keuzes tussen twee pensioenopties met 50/50 kansen, waarbij de ene optie een hogere verwachte uitkomst maar ook meer onzekerheid kent dan de andere. De gepresenteerde opties zijn afhankelijk van eerder gemaakte keuzes, waardoor (een interval voor) de risico-aversieparameter (γ) steeds preciezer kan worden ingeschat. Deze methode kan worden aangepast aan deelnemerskenmerken, zoals inkomen en opgebouwd pensioen, zodat de meting beter aansluit bij de individuele situatie.
 - **Distribution Builder:** Deelnemers construeren hun gewenste kansverdeling van pensioen- of investerings-uitkomsten binnen een gegeven budget of keuzespectrum, gebaseerd op ALM-berekeningen. Zij maken hierbij expliciete afwegingen tussen een hoger verwacht rendement en een grotere spreiding van mogelijke uitkomsten (risico). Met bijvoorbeeld een schuifregelaar kunnen deelnemers hun voorkeurspositie bepalen binnen het spectrum van risico en verwacht rendement. De gemaakte keuzes bepalen het individuele beleggingsbeleid.

RISICOPREFERENTIEMETINGEN KENNEN
EEN ZEKERE MATE VAN ONZEKERHEID

Vanwege de ‘risk elicitation puzzle’ adviseert de literatuur om meerdere methodes te gebruiken, en ook op meerdere momenten in de tijd, bij het vaststellen van risicopreferenties (Goossens e.a. 2023). Daarnaast moet rekening worden gehouden met meet-onzekerheid (dan wel door de precisie dan wel door cognitieve (on)toegankelijkheid van de meetmethode). Tenslotte is het bij de keuze voor een methode van belang om aan te sluiten bij de FRAME-criteria.

In de Nederlandse pensioenpraktijk worden vooral de Choice Sequence en Pension Builder methodes toegepast. De Pension Builder is een variant op de distribution builder in de pensioen-context. Een voorbeeld hiervan wordt gegeven in figuur 2. De Choice Sequence en Pension Builder methodes worden door veel pensioenuitvoerders gebruikt omdat deze onder andere benoemd worden in de leidraad risicopreferentieonderzoeken van de AFM als geschikte methoden. Praktijkervaring leert dat vanuit de toezichthouder veel nadruk heeft gelegen op methoden waarbij per cohort een risico-aversieparameter (γ) kan worden bepaald.

Figuur 2
Pension Builder



Bij het uitvragen van risicopreferenties zijn naast de te gebruiken methoden verschillende afwegingen die bepalend zijn voor de kwaliteit van de uitvraag:

- **Balans tussen volledigheid en uitvoerbaarheid:** De duur en complexiteit beïnvloeden de respons. Controlevragen helpen kwaliteit te waarborgen, maar eerste inzichten tonen dat circa 20% van deelnemers de controlevraag anders beantwoordt ten opzichte van de hoofdvraag. Het op verschillende manieren stellen van dezelfde vraag verhoogt de robuustheid, maar ook de invultijd.
- **Aansluiten bij belevingswereld:** Uitvragen zijn (ideaaliter) in pensioentermen (netto per maand) en passen bij de financiële situatie van deelnemers, omdat risicopreferenties contextafhankelijk zijn. Door vooraf kenmerken uit te vragen kunnen getoonde bedragen beter aansluiten op de individuele belevingswereld. Om een (nog) betere geïndividualiseerde vragenlijst uit te zetten, en deelnemers te ontlasten tijdens de uitvraag, is het mogelijk om data in het RPO uit de deelnemersadministratie te halen. Met een dergelijke koppeling is het mogelijk om nog preciezere inzichten te verkrijgen, maar dit kan zorgen voor complexiteit bij het koppelen van datapunten. Een minder nauwkeurig alternatief is het gebruiken van maatmensen.
- **Rekening houden met biases:** Volgorde-effecten en de structuur van een meetmethode kunnen risicopreferenties beïnvloeden; deelnemers kunnen bijvoorbeeld neigen naar middelste, minimale of maximale opties en er kan sprake zijn van anchoring bias (startwaarde). Daarnaast kunnen risicopreferenties worden beïnvloed door verliesaversie en (moeite met) het wegen van (met name kleine en grote) kansen. Ook timing (economische onzekerheid) en framing (pensioen-versus beleggingstermen) kunnen uitkomsten beïnvloeden. Het op voorhand bewust zijn en waar mogelijk mitigeren van biases kan de betrouwbaarheid van uitkomsten vergroten.

- **Economische uitgangspunten:** Bij uitvragen op basis van stochastische modellering zijn inflatie en aandelenrisico-premie cruciale parameters. De economische uitgangspunten moeten leiden tot een realistische risico-rendementsafweging. DNB-scenariosets bieden objectieve parameters maar kennen versimpelde uitgangspunten en variëren over de tijd (Driessen 2025).

De praktijk leert dat pensioenuitvoerders moeten accepteren dat risicopreferentiemetingen inherent met onzekerheid omgeven zijn. De focus moet liggen op het creëren van robuuste processen die rekening houden met deze onzekerheid, waarbij de FRAME-criteria als leidraad dienen. Het is cruciaal om de balans te vinden tussen wetenschappelijke validiteit en praktische uitvoerbaarheid, en daarbij de toegankelijkheid van de methode voor een deelnemer in overweging te nemen. Vanwege de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel zijn er veel RPO's uitgevoerd, wat kansen biedt om van opgedane ervaringen te leren en methodes verder te verfijnen.

UITVRAGEN VAN DUURZAAMHEIDSPREFERENTIES (RELATIE 2)

Duurzaamheidspreferenties betreffen de preferenties van deelnemers over de mate waarin ESG-criteria (Environmental, Social & Governance) en andere duurzaamheidsaspecten worden meegewogen in het beleggingsbeleid. Deze preferenties zijn vaak gebaseerd op ethische of morele overwegingen en kunnen zich uiten in twee vormen: enerzijds het principe 'do no harm' (vermijden van beleggingen in controversiële bedrijven en sectoren), anderzijds de ambitie om via beleggingen maatschappelijke 'impact' te genereren. Het kan relevant zijn om deze vormen afzonderlijk uit te vragen. Vanuit het perspectief van de deelnemer is met name de impact van beleggingen op ESG-dimensies van belang ('inside-out'). Daarnaast hebben pensioenuitvoerder ook de verantwoordelijkheid om ESG-risico's en impact daarvan op de beleggingen, te managen ('outside-in'). Voor het uitvragen van preferenties ten aanzien van duurzaam beleggen is het daarnaast van belang om helder te zijn over de gehanteerde definitie van duurzaamheid (zie de Zwart 2025, voor nadere discussie).

De wetenschappelijke literatuur over het uitvragen van duurzaamheidspreferenties is aanzienlijk minder ontwikkeld dan die over risicopreferenties, maar laat wel belangrijke inzichten zien. Een belangrijk onderscheid in de literatuur over duurzaam beleggen betreft de motivatie van beleggers: is deze primair 'waarde-gedreven' (financieel georiënteerd) of 'waarden-gedreven' (ethisch/moreel georiënteerd)? Uit onderzoek van Ding (2025) onder Nederlandse particuliere beleggers blijkt dat deze motieven ongeveer gelijk (50%-50%) verdeeld zijn binnen de populatie.

Onderzoek van Riedl (2017) toont aan dat waarden-gedreven beleggers bereid zijn financieel rendement op te geven voor hun morele voorkeuren. Deze groep kenmerkt zich door een hoger opleidingsniveau, langere beleggingshorizon en groter belegd vermogen. Degryse (2025) bevestigen dit onderscheid voor een representatieve groep van de Nederlandse bevolking. Interessant

is dat ook 'signaling' – het kunnen zeggen dat je duurzaam belegt – een belangrijke drijfveer kan zijn. Heeb (2023) vinden dat hoewel beleggers bereid zijn te betalen voor duurzame beleggingen, deze bereidheid niet hoger is voor beleggingen met grotere impact.

Verschillende studies hebben de bereidheid om te betalen (of rendement op te geven) voor duurzaamheid onderzocht. Bauer (2021) vonden dat twee derde van de deelnemers van een Nederlands pensioenfonds bereid was het engagement met bedrijven uit te breiden op basis van de duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) van de Verenigde Naties – zelfs bij verwachte lagere financiële prestaties. Barber (2021) toonden in de context van venture capital aan dat investeerders bereid zijn rendement op te geven voor impactfondsen.

VERSTENGELDE VOORKEUREN EN PERCEPTIES MAKEN ZUIVERE DUURZAAMHEIDSPREFERENTIEMETINGEN SOMS LASTIGER

Om dergelijke duurzaamheidspreferenties te meten worden verschillende methodes gebruikt. In de praktijk worden vaak de volgende methoden gebruikt:

- **Enquêtes** zijn de meest gebruikte methode, vaak kwalitatief van aard met categorieën zoals "Duurzaam beleggen is prima zolang het niks kost" tot "Duurzaam beleggen mag meer kosten". Deze kwalitatieve benadering geeft inzicht in de relatieve waardering voor duurzaamheid, maar biedt beperkte handvatten voor concrete (kwantitatieve) beleidskeuzes. Sommige pensioenuitvoerders experimenteren met kwantitatieve uitvragen waarbij concrete bedragen worden getoond. Enkele pensioenfonds vragen bijvoorbeeld aan hun deelnemers hoeveel hypothetisch rendementsverlies – uitgedrukt in pensioenkapitaal – zij accepteren voor een duurzaam beleggingsbeleid.
- **Focusgroepen, diepte-interviews en klankbord-groepen** worden vaak ingezet voor verdieping na enquêtes. Deze groepen kunnen meer context bieden en het 'antwoord achter het antwoord' achterhalen. Bij de samenstelling is representativiteit cruciaal om te voorkomen dat alleen de flanken van de populatie vertegenwoordigd zijn; dit geldt altijd voor alle typen onderzoek en meetmethodes.
- Het **burgerberaad** is een methode toegepast door onder andere Pensioenfonds Detailhandel (2024). Ongeveer 50 willekeurig geselecteerde deelnemers kwamen daarbij onder externe begeleiding tot implementatie-adviezen. Het fonds heeft op basis van de resultaten van het burgerberaad beleidsacties geformuleerd. Een voordeel is de mogelijkheid om deelnemers uitgebreid te informeren en de representativiteit te borgen. Een mogelijk nadeel is dat het organiseren van een burgerberaad relatief kostbaar is en een beperktere groep deelnemers omvat (wat niet per se nadelig hoeft te zijn bij

een goede representatieve steekproef selectie). Daarnaast zijn de uitkomsten niet een-op-een te koppelen aan de uitkomsten van een (kwantitatief) risicopreferentieonderzoek.

In de praktijk staan pensioenuitvoerders voor verschillende uitdagingen bij het vormgeven van duurzaamheidspreferentieonderzoeken:

- **Duurzaamheidsdefinitie.** Er bestaat geen consensus over wat duurzaamheid betekent in de context van pensioenbeleggingen. Ding (2025) en DeGryse (2024) tonen aan dat Nederlanders het meest denken aan milieu (60%-70%) als hoofdthema, en vervolgens aan sociaal (~20%) en goed bestuur (~20%). Het gebruik van verschillende, vaak generieke termen kan tot verwarring leiden en de bruikbaarheid van de uitvraag ondermijnen. Termen als duurzaam beleggen, Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB), ESG en SDG's worden door elkaar gebruikt, waarbij deelnemers vaak verschillende associaties hebben bij het begrip 'duurzaamheid'. Ook de 'duurzame geletterdheid' en 'duurzame financiële geletterdheid', naast 'financiële geletterdheid', van de deelnemer is een aandachtspunt. Begrijpt de deelnemer duurzaamheidsthema's als klimaatverandering en biodiversiteit en de mogelijke invloed hiervan op en van beleggingsbeleid?
- **Representativiteit.** Duurzaamheid wordt steeds vaker gezien als een controversieel onderwerp, waarover de meningen sterk uiteen kunnen lopen. Een zorg bij uitvragen naar duurzaamheidspreferenties is dat deze uitvragen voornamelijk worden ingevuld door deelnemers met een hele uitgesproken mening.

Box 2: FRAME-criteria toegepast op duurzaamheidspreferenties

Hoewel de FRAME-criteria door de AFM zijn ontwikkeld voor risicopreferentieonderzoeken en niet specifiek voor duurzaamheidspreferentieonderzoeken, bieden ze wel een nuttig kader voor het vormgeven van duurzaamheidsuitvragen:

- **Feasible (uitvoerbaar):** Bij duurzaamheid extra aandacht voor het vermijden van vakjargon zoals 'exclusiebeleid' – gebruik in plaats daarvan "het uitsluiten van bepaalde bedrijven of sectoren"
- **Rationalising (rationaliserend):** Specifiek voor duurzaamheid is het risico op sociaal wenselijke antwoorden groter – vraag daarom naar daadwerkelijke keuzes en maak daarbij idealiter concrete consequenties inzichtelijk
- **Appropriate (passend):** Waar risicopreferenties in pensioentermen worden uitgedrukt, vereist duurzaamheid het relateren aan bekende bedrijven, sectoren of SDG's die aansluiten bij de belevingswereld
- **Measurable (meetbaar):** Anders dan bij risicopreferenties (waar één parameter zoals gamma wordt gemeten) kent duurzaamheid vele facetten, waardoor één uitkomstmaat lastiger vast te stellen is
- **Errable (feilbaar):** Net als bij risico controlevragen gebruiken, maar bij duurzaamheid is dit extra belangrijk gezien de complexiteit van het begrip

- **Preferenties versus percepties.** Wanneer een deelnemer aangeeft niet duurzaam te willen beleggen, dan kan dit voortkomen uit een gebrek aan waardering voor duurzaamheid (preferentie) óf uit de overtuiging dat duurzame beleggingen minder renderen of niet effectief zijn om maatschappelijke impact te genereren (perceptie). Deze verstrengeling benadrukt het belang van het scheiden van preferenties en percepties.

Voor pensioenuitvoerders die vooruitlopen op verwachte wetgeving is het belangrijk te investeren in robuuste methodes die zowel wetenschappelijk onderbouwd als praktisch uitvoerbaar zijn. De uitdaging ligt in het vinden van de balans tussen volledigheid en eenvoud, waarbij de complexiteit van duurzaamheid recht wordt gedaan zonder deelnemers te overvragen. De afwegingen die hierbij een rol spelen zijn enerzijds afhankelijk van de deelnemerspopulatie en anderzijds van relevante wet- en regelgeving.

GEÏNTEGREERD UITVRAGEN VAN RISICO- EN DUURZAAMHEIDSPREFERENTIES (RELATIES 1, 2 EN 3)

In de inleiding beschreven we mogelijke voor- en nadelen van geïntegreerd meten van risico- en duurzaamheidspreferenties. Het geeft mogelijk een beter inzicht in de onderlinge relaties, beperkt mogelijk meetfouten en beperkt het aantal uitvragen onder deelnemers. Wel geldt dat geïntegreerd uitvragen een nieuw vakgebied is en de complexiteit voor de deelnemer mogelijk groter is. Empirisch en experimenteel onderzoek is nodig om al deze zaken beter te leren begrijpen.

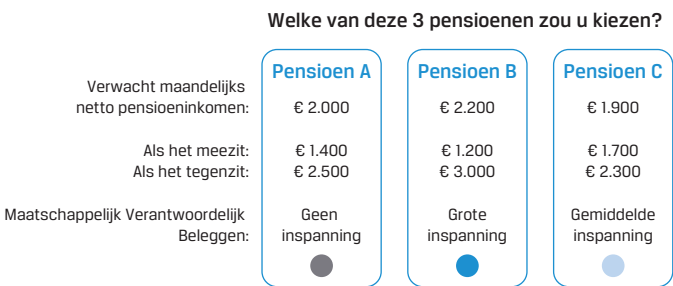
In de wetenschap hebben slechts enkele studies gekeken naar de uitruil tussen rendement, risico en duurzaamheid. Duchêne (2022) vinden dat financiële professionals en studenten geneigd zijn lagere rendementen te accepteren om duurzame investeringen te doen, maar niet bereid zijn extra (financieel) risico te nemen voor duurzaamheid. Deze bevinding is lastig te rijmen met traditionele nutfuncties waarin individuen bereid zijn om enig extra (financieel) risico te nemen voor een hoger verwacht rendement. Erhart (2024) vinden eveneens dat Amerikaanse individuen niet bereid zijn meer risico te nemen in ruil voor een duurzamere belegging. Yang (2024) doen, tot zover bij ons bekend, als enige onder pensioendeelnemers een geïntegreerde uitvraag op basis van een conjoint-analyse tussen rendement, risico en duurzaamheid. Het onderzoek toont een voorkeur voor duurzame pensioenbeleggingen, mits dit niet meer kost dan een bepaald bedrag (bijv. paar honderd euro bij inkomen van paar duizend euro). De bereidheid tot betalen is het hoogst voor 'environmental' beleggingen, gevolgd door 'social' beleggingen en het laagst voor 'governance' beleggingen. Wat betreft risicopreferenties willen deelnemers extra pensioeninkomen ontvangen (vergelijkbaar met het bedrag bij 'environmental' beleggingen) voor een risicovollere belegging ten opzichte van een minder risicovolle belegging. Deze prille bevindingen van de drie studies zijn 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 zijn om rendement op te geven.

In het Netspar-rapport (de Zwart 2025) worden drie mogelijke methodes beschreven die zich potentieel lenen voor een geïntegreerde uitvraag van risico- en duurzaamheidspreferenties in de pensioencontext:

- 1. **Duurzame Conjoint**
- 2. **Duurzame Choice Sequence**
- 3. **Duurzame Pension Builder**

De Conjoint (ook wel vignettenstudie genoemd) wordt in de marketing veel gebruikt om te schatten welke (combinatie van) producteigenschappen consumenten aantrekkelijk vinden. Die preferenties kunnen uitgedrukt worden in een zogenaamde betalingsbereid.

Figuur 3
Duurzame Conjoint voorbeeld



Bron: de Zwart (2025)

Figuur 3 geeft een voorbeeld van de Netspar-projectgroep voor een **duurzame Conjoint**. Bij een Conjointopdracht moet een respondent bijvoorbeeld een keuze maken tussen 2 tot 5 getoonde pensioenen (bijvoorbeeld Pensioen A, Pensioen B en Pensioen C) die verschillen in kenmerken. Meestal moeten respondenten achtereenvolgens 8 tot 10 keuzes maken, telkens tussen 2 tot 5 verschillende pensioenen. Door elke keer een andere combinatie van pensioenkenmerken aan te bieden kan men de waarde van ieder kenmerk en van het samengestelde pensioen schatten. Meer keuzerondes vergroten de betrouwbaarheid, maar ook de tijdsduur van het onderzoek. Een voordeel van deze methode is dat men niet vooraf een veronderstelling hoeft te maken of duurzaamheid ten koste of ten gunste van rendement en risico gaat. Tevens kan men meten hoe deelnemerspreferenties veranderen als men pensioenen voorlegt met een negatieve of juist positieve impact op rendement/risico.

Een **duurzame Choice Sequence** kan worden uitgevoerd door pensioeninkomens – bijvoorbeeld gerepresenteerd door 50-50 kansen (i.e., risico) – weer te geven op basis van zowel bruine als groene investeringen. Door de hoogte van de pensioeninkomens (en daarmee risico) en de mate van duurzaamheid te variëren, kunnen afwegingen binnen de driehoeks-verhouding van risico, rendement en duurzaamheid in kaart gebracht worden. Deze methode bestaat uit een tweestaps-procedure (zie ook de methoden van Duchêne (2022) en Erhart (2025)). In stap 1 wordt met behulp van een ‘traditionele’ risico-preferentiemethode de risicopreferentie van de deelnemer

gemeten. Dit kan een van de methodes zijn zoals beschreven in de sectie ‘Uitvragen van risicopreferenties (relatie 1)’.

In stap 2 wordt vervolgens duurzaamheid geïntroduceerd door middel van een keuze tussen twee opties, één optie met meer en één met minder duurzaamheidsinspanning. In die stap worden risico en rendement systematisch gevarieerd op een manier die lijkt op de Choice Sequence methode voor risico. Deze keuze-situatie is zo samengesteld dat de deelnemer indifferent zou moeten zijn als hij/zij geen enkele (positieve of negatieve) waarde hecht aan duurzaamheid en zijn/haar 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. Net als in de reguliere Choice Sequence wordt de keuzemogelijkheid een aantal keer herhaald met aangepaste opties 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.

In een **duurzame Pension Builder** wordt de standaard Pension Builder (Dellaert 2016) uitgebreid met een tweede schuif, waarmee duurzaamheidspreferenties expliciet in kaart kunnen worden gebracht. Er zijn (minstens) twee benaderingen denkbaar voor het toevoegen van deze tweede schuif:

- **Holistische benadering:** Naast een schuif voor de mate van risico wordt een tweede schuif toegevoegd in hetzelfde beslissingsscherf waarmee deelnemers de mate van duurzaamheid kunnen variëren.
- **Sequentiële benadering:** Eerst wordt de risico-rendements-voorkeur uitgevraagd in een reguliere Pension Builder met één schuif. Dan wordt de duurzaamheidsvoorkeur uitgevraagd, waarbij de impact van duurzaamheid op de verwachte pensioenuitkering inzichtelijk wordt gemaakt, uitgaande van de eerder vastgestelde risicopreferenties.

GEÏNTEGREERD UITVRAGEN BIEDT
MOGELIJK BETER INZICHT IN RELATIES
TUSSEN DE DRIE DIMENSIES DAN HET
COMBINEREN VAN ONAFHANKELIJKE
UITVRAGEN

Bij het uitvoeren van alle deelnemersonderzoeken, maar zeker ook bij geïntegreerde onderzoeken bestaan de volgende aandachtspunten:

- **Heterogeniteit in de deelnemerspopulatie:** er is veel heterogeniteit binnen groepen. De lage verklaringskracht en heterogeniteit maken het lastiger preferenties door te vertalen naar (collectief) beleid waarin alle deelnemers zich goed herkennen.
- **Capaciteit van de deelnemers:** de geletterdheid van deelnemers en begrijpelijke vraagstelling in het onderzoek zijn zeer belangrijk. Goede toelichting kan nodig zijn om te voorkomen dat bepaalde groepen afvallen (lagere representati-

teit) of dat mensen antwoorden op basis van overtuigingen in plaats van preferenties.

- **Aansluiten bij wet- en regelgeving:** als een pensioenuitvoerder de uitkomsten wil gebruiken voor de risicohouding, dan moet het aan de eisen van AFM voldoen (zie Box 1).
- **Economische uitgangspunten:** onrealistische aannames over de samenhang van rendement, risico en duurzaamheid op financiële markten zullen de gemeten preferenties beïnvloeden. Over de samenhang tussen die factoren is (nog) geen eenduidig beeld in de wetenschap.

Tot op heden is er dus nog weinig onderzoek gedaan naar een geïntegreerde methode van risico- en duurzaamheidspreferenties in de pensioencontext. Verdere academische verkenning en praktijktoepassingen zijn wenselijk om de toepassingsmogelijkheden, beperkingen en betrouwbaarheid van de verschillende methodes in de pensioensector beter in kaart te brengen.

CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

Pensioenuitvoerders moeten binnen de Wet toekomst pensioenen (Wtp) minstens eens per vijf jaar de risicohouding toetsen en daarvoor de risicopreferenties van hun deelnemers meten. Zij doen ook steeds meer ervaring op met het uitvragen van duurzaamheidspreferenties. Maar hoewel deze preferenties gerelateerd kunnen zijn, is er nog vrijwel geen ervaring met het geïntegreerd uitvragen van beide preferenties. Het geïntegreerd uitvragen van beide preferenties maakt het mogelijk om zicht te krijgen op de relaties tussen rendement, risico én duurzaamheid en die mee te nemen in het pensioen- en beleggingsbeleid. In dit artikel doen we verslag van een Netspar-project (de Zwart 2025) dat de mogelijkheden van en overwegingen bij een geïntegreerde uitvraag verkent.

Uit eerste geïntegreerde onderzoeken in de wetenschap trekken we de voorzichtige conclusie dat individuen wel rendement, of pensioeninkomen, willen inleveren voor meer duurzaamheid, maar niet bereid zijn om meer risico te nemen. Dat is opvallend omdat in beide gevallen de Sharpe-ratio verslechtert bij toegenomen duurzaamheid, waarbij deelnemers onderscheid lijken te maken in minder rendement of meer risico als onderliggende reden voor de verslechtering. Duurzaamheidspreferenties zijn waarschijnlijk niet alleen domeinafhankelijk (in termen van rendement of risico), maar verschillen ook per context binnen ESG. In de Zwart (2025) staan meer voorbeelden van onderzoek naar uitruil tussen duurzaamheid en rendement/pensioenuitkomst.

Het Netspar-rapport (de Zwart 2025) bespreekt inzichten uit wetenschap en praktijk in het uitvragen van risico- en duurzaamheidspreferenties alsmede in geïntegreerde uitvragen en presenteert vier aanbevelingen voor de praktijk¹:

1. *Zorg voor een goede definitie van duurzaamheid:* die moeten eenduidig zijn en begrijpelijk voor de doelgroep en de resultaten niet beïnvloeden. Dat vraagt voor de sector mogelijk ook werken aan standaardisatie.
2. *Zorg voor voldoende kennis over duurzaamheid:* deelnemers hebben soms onvoldoende kennis over duurzaamheid, financiën en duurzaam beleggen om vragen te begrijpen en onderzoeken

goed te kunnen invullen. Passende informatievoorziening en communicatie speelt breder dan alleen bij onderzoeken.

3. *Verhoog de representativiteit van deelnemersonderzoek:* zeker bij duurzaamheid kunnen kennis en preferenties sterk verschillen onder deelnemers. Ook bij de doorvertaling naar beleid speelt nadenken over representativiteit een belangrijke rol, zeker als die representativiteit relatief beperkt is. Voorkom complexiteit in de vraagstelling en borg de kwaliteit van de uitvraag door middel van controlevragen.
4. *Experimenteer met het geïntegreerd uitvragen van duurzaamheids- en risicopreferenties:* het verkennen (van een) van de drie gesuggereerde methodes voor een geïntegreerde uitvraag onder deelnemers geeft beter inzicht in welk belang deelnemers aan pensioeninkomen, risico en duurzaamheid hechten.

Literatuur

- Autoriteit Financiële Markten (2023). Leidraad risicopreferentieonderzoek: Denk vooraf goed na over opzet.
- Barber, B., A. Morse & A. Yasuda (2021). Impact investing, *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162-185
- Bauer, R., T. Ruof, & P. Smeets, (2021). Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *Review of Financial Studies*, 34(8), 3976-4043.
- Degryse, H., Di Giuli, A., Sekerci, N., & F. Stradi (2025). Sustainable investors: Value and values. Working paper.
- Dellaert, B., B. Donkers, M. Turlings, T. Steenkamp & E. Vermeulen (2016). Naar een nieuwe aanpak voor risicoprofiel-meting voor deelnemers in pensioenregelingen, *Netspar Design Paper*, 49.
- Ding, Z., J. Goossens, S. Zeisberger (2025). Sustainable Financial Literacy in the Netherlands, Netspar Afterlunch Webinar.
- Driessen, J., Nagel, L. & Werker, B. (2025) Wijzigingen in de uniforme scenarioset. Industry Paper.
- Duchêne, S.A. Nguyen-Huu, D. Dubois & M. Willinger (2022). Risk-return trade-offs in the context of environmental impact: A lab-in-the-field experiment with finance professionals, Working paper.
- Erhart, A. & A. Holzknicht (2024). Risk, return and ESG preferences among retail investors, Conference presentation SEF 2024.
- Europese Commissie (2025). Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives (EU) 2016/2341 and 2016/97 as regards the strengthening of the framework for occupational retirement provision, 20 November 2025.
- Goossens, J., M. Knoef & R. van Ooijen (2023). Risicohouding. *Netspar Board Brief*, 04.
- Heeb, F., Kölbel, J., Paetzold, F. & S. Zeisberger (2023). Do investors care about impact? *Review of Financial Studies*, 36(5), 1737-1787.
- Van Meeren, G., H. de Cloe-Vos, & A. van Geen (2019). Meet risicobereidheid met een kwantitatieve methode. *Economisch-Statistische Berichten*, 104(4773), 9 mei 2019.
- PF Detailhandel (2024). *Deelnemersdialoog rapport*, juni.
- Riedl, A. & P. Smeets, (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds? *Journal of Finance* 72(6), 2505-2550.
- Yang, Y. (2024). Consumers' collective influence on pension investment: ESG needs from pension participants and beneficiaries. Working paper.
- Daan de Zwart, Jorgo Goossens, Niels Kortleve, Mathijs van Dijk, Anouk Festjens, Niek Hensen, Michael Kurz, Jona Linde, Tom Wijnhorst & Fred Wouters (2025). Een verkenning van het geïntegreerd meten van duurzaamheids- en risicopreferenties, *Netspar Occasional paper*.

Noot

- 1 Het Netspar-paper komt ook met aanbevelingen voor wetenschap en toezicht.