

De psychologie van pensioenkeuzes

EDITIE 10
J U N I
2017

Henriëtte Prast



NETSPAR BRIEF

De **Netspar Brief** is bedoeld om onderzoeksresultaten gericht voor het voetlicht te brengen onder een brede kring van pensioenprofessionals, beleidsmakers en wetenschappers. Daarmee worden bouwstenen aangereikt voor een goed geïnformeerd Nederlands pensioendebat. In de Netspar Brief wordt onderzoek op het gebied van pensioen en vergrijzing samengevat en staan analyse en duiding centraal.

Colofon

Auteurs

Henriëtte Prast

Ontwerp

B-More, Tilburg

Vormgeving

Bladvulling, Tilburg

Redactie

Netspar

Postbus 90153, 5000 LE Tilburg

info@netspar.nl

De Netspar Brief is een uitgave van Netspar. Niets uit deze uitgave mag worden vermenigvuldigd, op welke wijze dan ook, zonder voorafgaande toestemming van de auteur(s).

Samenvatting

Steeds meer Nederlanders kunnen allerlei pensioenkeuzes zelf maken. Zelfstandigen moeten zelf kiezen of ze geld opzij willen leggen voor hun pensioen. Werknemers met een inkomen dat op fulltime basis hoger is dan 100.000 euro moeten kiezen of ze vrijwillig extra willen sparen voor later. En in geval van premieregelingen kan de deelnemer zelf bepalen hoe het pensioenvermogen tot pensioendatum wordt belegd. Sinds de regelgeving vorig jaar veranderde is er de wettelijke mogelijkheid om beleggingsrisico te nemen nadat men met pensioen is gegaan, waarbij er (binnen grenzen) keuzevrijheid is over hoeveel pensioeninkomen men vanaf de pensioendatum maandelijks wil opnemen. Indien, zoals door velen wordt bepleit, een stelsel gebaseerd op persoonlijk pensioen wordt ingevoerd, nemen de keuzemogelijkheden waarschijnlijk nog verder toe. De combinatie van gedragseconomie, sociale psychologie en taalwetenschap biedt nieuwe perspectieven voor pensioencommunicatie en keuzeframing, die des te belangrijker is bij meer keuzevrijheid.

In deze Netspar Brief trekken we lessen uit internationale ervaringen en de academische literatuur. Daaruit blijkt dat mensen, en dus ook pensioendeelnemers, systematisch 'afwijken' van wat het traditionele model van rationeel gedrag veronderstelt. Dat geldt voor hun preferenties, hun oordeels- en besluitvorming en hun gedrag. Er is nauwelijks wetenschappelijke onderbouwing dat financiële educatie tot betere pensioenkeuzes leidt. De gevonden correlatie tussen financiële kennis en gedrag is het resultaat van het feit dat persoonlijkheidskenmerken beide beïnvloeden.¹ Een groter aantal keuzemogelijkheden voor pensioenbeleggingen leidt veelal tot niet kiezen en tot slechtere (minder weloverwogen) keuzes. Daarnaast blijkt dat mensen, zeker als ze keuzes als ingewikkeld ervaren, zich (onbewust) laten leiden door intuïtie. Daarbij heeft het gevoel dat wordt opgeroepen door taal een grote invloed. Ook stellen mensen systematisch het sparen uit en zijn ze gevoelig voor wat als de stille keus (wie zwijgt stemt toe) wordt aangeboden.

Dit pleit ervoor het aantal keuzes te beperken en te voorkomen dat niet-kiezen de stille keus is. Dat kan door ofwel sparen de standaard te maken, zodat mensen die niets doen vanzelf sparen, ofwel door ervoor te zorgen dat deelnemers actief een keuze (ja of nee) moeten maken. Passiviteit en uitstelgedrag zijn tegen te gaan door de drie keuzes (sparen of niet? hoeveel sparen? hoeveel risico

¹ Ter toelichting een simpel voorbeeld. Dat er een correlatie is tussen het eten van pasta en katholiek zijn is niet omdat je van pasta eten katholiek wordt, maar omdat er een derde factor is – Italiaan zijn – die beide beïnvloedt.

nemen?) van elkaar los te koppelen waarbij voor het spaarbedrag en risicograad reeds door de aanbieder keuzes zijn voorgeprogrammeerd, zodat het individu kan volstaan met ja of nee zeggen tegen het voorstel. Het verdient daarbij aanbeveling een op basis van wat over het individu bekend is passende standaardkeuze aan te bieden, maar met de mogelijkheid voor de deelnemer om daar van af te wijken als hij of zij dat echt wil. Het is daarbij van groot belang zorgvuldiger dan nu het geval is de risicohouding in kaart te brengen: de gebruikelijke vragenlijsten zijn hiervoor ongeschikt omdat mensen die – onbewust – onjuist invullen.

Het is van wezenlijk belang dat pensioenuitvoerders en besturen van pensioenfondsen die pensioenkeuzes vormgeven er rekening mee houden hoe mensen tot keuzes komen. Alleen dan kan keuzevrijheid de toegevoegde waarde creëren die zij zou kunnen bieden.

1. Inleiding

De belangrijkste keuzes² als het gaat om de oudedagsvoorziening komen in essentie op het volgende neer:

- I) Ga ik geld opzij zetten voor later en zo ja hoeveel?
- II) Hoeveel risico ga ik met mijn pensioenspaargeld nemen?
- III) Hoe neem ik te zijner tijd mijn pensioenvermogen op?

Bij I) gaat het om intertemporele keuzes: de afweging tussen consumptie nu en in de toekomst. Bij II) om risicokeuzes en bij III) om zowel een intertemporele- als een risicoafweging. Daarom gaat deze Netspar Brief in op houding en gedrag op het gebied van intertemporele en risicokeuzes. In Nederland worden deze keuzes momenteel deels voor het individu gemaakt, met de AOW als volksverzekering voor iedereen die lang genoeg in Nederland heeft gewoond, en de tweede pijler waarin rond 95% van de werknemers verplicht deelneemt aan de pensioenregeling aangeboden door de werkgever, zonder invloed op inleg en beleggingsmix. Er zijn wel keuzes op de pensioendatum, maar het opnemen van het pensioenvermogen als bedrag ineens valt daar niet onder.

Om meerdere redenen neemt het belang van zelf kiezen voor pensioen toe. Het aantal zzp'ers is de afgelopen jaren gestegen en stijgt naar verwachting verder, net als het aantal werknemers zonder vast contract. Een op de drie huwelijken eindigt in echtscheiding, met vaak een lager pensioen voor de niet- of in deeltijd werkende partner tot gevolg. Het inkomen waarover in de tweede pijler verplicht en fiscaal vriendelijk wordt gespaard, is gemaximeerd op 100.000 euro. Parttimers met een inkomen dat op fulltime basis meer dan 100.000 euro bedraagt, worden naar rato afgetopt en het is niet onwaarschijnlijk dat de aftoppingsgrens in de toekomst verder gaat dalen.³ Dat de aftopping naar rato wordt toegepast leidt ertoe dat deeltijdwerknemers met een inkomen (veel) lager dan 100.000 euro ook worden afgetopt, namelijk als ze op voltijdse basis meer dan 100.000 euro zouden verdienen. Ter illustratie: een werknemer met een 0,4 aanstelling en een inkomen van 48.000 euro (voltijds 120.000 euro) bouwt door de aftopping slechts tweede pijler pensioen op over 40.000 euro.⁴ De AOW- en pensioenleeftijd zijn gestegen en stijgen in de toekomst mee met de levensverwachting, maar sommigen willen eerder stoppen met werken en dat betekent

² Verder zijn er keuzes als uitruil nabestaandenpensioen, datum eerste uitkering, uitvoerder/fonds.

³ <https://fd.nl/economie-politiek/1187936/veel-partijen-willen-pensioenopbouw-bij-hoge-inkomens-beperken>

⁴ Leden van de Vaste Commissie SZW van de Eerste Kamer hebben hierover kritische vragen gesteld aan staatssecretaris Klijnsma. Zie: https://www.eerstekamer.nl/schrijftelijkevraag/de_gevolgen_van_de_wet_verlaginglf=x.pdf

meer sparen, of met een lager pensioen genoeg nemen. Er zijn Nederlanders die niet hun hele leven hier hebben gewoond en gewerkt en daardoor minder AOW en werknemerspensioen zullen ontvangen. De Wet verbeterde premieregeling maakt het voor werknemers met een beschikbare premieregeling mogelijk om te kiezen voor doorbeleggen na de pensioendatum en in de aanloop naar de pensioendatum beleggingsrisico minder af te bouwen.⁵ De samenleving bestaat al lang niet meer alleen uit gezinnen met een fulltime eenverdiener in loondienst die nooit van werkgever verandert. Meer diversiteit in de samenleving vraagt om differentiatie (Van Ewijk en anderen, 2017). Pensioenuitvoerders kunnen hierop inspelen door maatwerk, al dan niet in combinatie met keuze voor deelnemers. En indien, zoals door velen wordt bepleit, een stelsel gebaseerd op persoonlijk pensioen wordt ingevoerd, nemen de keuzemogelijkheden waarschijnlijk nog verder toe.

Deze veranderingen in het pensioenlandschap vragen meer van werknemers en er zijn meer werkenden dan vroeger die geen of een onvolledig pensioen via de werkgever opbouwen. Het bevorderen van een adequate oudedagsvoorziening wordt in Nederland erkend als een gewenste maatschappelijke doelstelling (SZW, 2016). Vandaar dat de overheid met wet- en regelgeving beoogt mensen in staat te stellen passende pensioenkeuzes te maken. Zo moeten pensioenfondsen aan eisen voldoen als het gaat om de informatievoorziening aan deelnemers. Die informatie heeft als doel, aldus de toezichthouder op de pensioencommunicatie, de deelnemer "in staat te stellen om een goede financiële planning voor zijn oude dag te maken".⁶ Er is ook wet- en regelgeving die beoogt mensen die individueel sparen voor hun pensioen te beschermen. De Wet op het financieel toezicht eist dat beleggingsondernemingen informatie inwinnen over de risicobereidheid van de klant en het advies mede daarop baseren.⁷ Dit alles maakt het van belang inzicht te hebben in de systematiek van menselijke oordeelsvorming en gedrag.

Gedurende vele jaren is in de economische literatuur de veronderstelling gehanteerd dat mensen weloverwogen, rationele keuzes maken gebaseerd op informatie die ze objectief verzamelen en verwerken. Inmiddels blijkt die veronderstelling evenwel onhoudbaar. Een nieuwere stroming binnen de economische wetenschap, de gedragseconomie, concludeert mede op grond van inzichten uit

5 <http://wetten.overheid.nl/BWBR0038177/2016-09-01>

6 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/pensioenuitvoerders/wetsvoorstel-pensioencommunicatie>

7 <https://www.afm.nl/nl-nl/professionals/doelgroepen/beleggingsondernemingen/doorlopende-verplichtingen/zorgplicht>. Dit vloeit voort uit de Europese Mifid-2 richtlijn.

de psychologie dat mensen in drie opzichten consistent afwijken van wat het standaardmodel veronderstelt: hun voorkeuren, hun oordeelsvorming en hun gedrag (Dellavigna, 2009). Deze Netspar Brief schetst de hedendaagse wetenschappelijke kennis over individuele oordeels- en besluitvorming rond intertemporeel en risicogerelateerd financieel gedrag in het algemeen en pensioengedrag in het bijzonder en de implicaties daarvan voor de (Nederlandse) praktijk. De volgende paragraaf besteedt aandacht aan intertemporele keuzes: de afweging tussen consumeren en sparen, en dus tussen consumptie nu en in de toekomst. In paragraaf 3 komen de determinanten van uitstelgedrag aan de orde en in paragraaf 4 de risicokeuzes. Paragraaf 5 bespreekt gedrag rond de uitkeringsfase. In paragraaf 6 volgen de conclusie en de praktische implicaties.

2. Consumptie nu of later?

Paul Samuelson, de eerste Amerikaanse Nobelprijswinnaar voor de economie, publiceerde in 1937 zijn rationele model van optimaal individueel intertemporeel gedrag – gedrag waarbij iemand huidig en toekomstig welzijn tegen elkaar moet afwegen. Hij leidde af welke keuzes optimaal zijn, gegeven dat mensen hun hele leven moeten consumeren maar slechts een beperkt aantal jaren een inkomen kunnen verdienen, en gegeven dat ze meer waarde hechten aan huidige dan aan toekomstige consumptie. Samuelson leidde de optimale keuze af als een functie van de intertemporele voorkeur – de mate waarin mensen consumptie nu en in de toekomst waarderen. Hij zag zijn model niet als een beschrijving van *feitelijk* gedrag: *"it is extremely doubtful whether we can learn much from considering such an economic man who seeks to maximize consumption alone"* (Samuelson, 1937).

Gedragseconomen beginnen niet met het formuleren van een model van optimaal gedrag, maar brengen feitelijk gedrag in kaart en vragen zich af of daarin een patroon te ontdekken is. Daaruit blijkt dat mensen zich in hun gedrag meer laten leiden door de korte termijn dan door wat past bij hun *eigen* doelen.

Laibson (1997) voegt deze 'present bias' toe aan het model van Samuelson om te verklaren waarom mensen zich wel voornemen om te sparen, maar dit toch niet doen (uitstelgedrag). Ook hier waarderen mensen eerdere consumptie meer dan latere. De verhouding tussen de waardering van eerdere en latere consumptie is hetzelfde als in het model van Samuelson, met één uitzondering: die tussen nu meteen en de eerstvolgende periode. Consumptie waarvan we meteen kunnen genieten waarderen we vele malen hoger.

Dit is te illustreren met een voorbeeld op het gebied van letterlijke consumptie: de keus tussen iets lekkers of iets gezonds. Als mensen moeten opgeven of ze vanaf volgende week in de pauze een chocoladereep of een sinaasappel willen, kiest driekwart de sinaasappel – de gezonde, verstandige keus. Het gaat hier niet om een goed voornemen, want mensen leggen zich vast op hun keus, althans dat denken ze. Geef je ze de volgende week echter alsnog de vrije keus tussen een reep en sinaasappel, dan kiest driekwart van diezelfde mensen de chocoladereep (Read en Van Leeuwen, 1998). Op het moment dat ze in verleiding komen hebben ze er moeite mee om hun lange termijnvoorkeur (in dit geval gezondheid) om te zetten in gedrag (sinaasappel).

Omdat er steeds een 'nu' is wordt intentie keer op keer niet omgezet in gedrag. Dit verklaart veel pensioenkeuzes die moeilijk met het rationele model te rijmen zijn. Een van de vele voorbeelden is dat van de werknemers van wie honderd procent na een pensioenseminar waarin het belang van pensioeninleg wordt

toegelicht zegt vrijwillig pensioenpremie te gaan betalen bij de pensioenregeling van de werkgever, slechts 14% daar uitvoering aan geeft (Choi en anderen, 2001). Thaler en Shafir (1981) modelleren intertemporeel gedrag alsof dat wordt bepaald door een planner en een doener. De planner gedraagt zich volgens het rationele model van Samuelson, de doener denkt slechts aan het heden. Met dit *model van zelfbeheersing* verklaren ze het bestaan van kerstclubs in de VS. Leden van een kerstclub storten elke maand geld op een geblokkeerde spaarrekening. Ze krijgen geen rente, en kunnen het geld alleen in december opnemen. Het rationele model kan dit niet verklaren: waarom geven mensen de vrijheid om over geld te beschikken op zonder dat daar rente tegenover staat? Het zelfbeheersingsmodel wel: met lidmaatschap van de kerstclub beperkt de planner de vrijheid van de doener om al zijn geld uit te geven.

Voor deze zelfbeheersingstactiek zijn twee elementen van belang. Ten eerste moet er een zelfbindingsmechanisme voorhanden zijn, dat wil zeggen: mensen moeten zich kunnen vastleggen en hun toekomstige (financiële) vrijheid willen beperken. Een voorbeeld van een zelfbindingsmechanisme is het automatische pinsparen bij elke pinpasbetaling: als de rekeninghouder daar eenmaal op heeft ingetekend, spaart hij daarna automatisch en zonder erover na te (hoeven) denken of wilskracht te betonen. Ten tweede moeten mensen hun eigen zwakte kennen, anders zijn ze niet bereid een zelfbindingscontract af te sluiten met zichzelf of anderen. Laibson (1997) onderscheidt wat zelfkennis betreft *sophisticates* en *naïevelingen*. Beiden hebben een wilskrachtprobleem, maar *sophisticates* zijn zich ervan bewust, terwijl *naïevelingen* oprecht denken dat ze in de toekomst niet voor verleiding zullen bezwijken. *Sophisticates* zoeken naar zelfbindingsstrategieën zoals de kerstclub. Dit kan verklaren waarom mensen enerzijds illiquide besparingen hebben, bijvoorbeeld dankzij vrijwillige aflossingen van hypotheekschuld, en anderzijds (credit card-) schuld: het eerste is een doelbewuste strategie om spaargeld illiquide te maken (Laibson, 1997). Verder tekenen *sophisticates* graag in op een zelfbindingssysteem dat door anderen wordt aangeboden. Benartzi en Thaler (2004) geven werknemers de kans een vrijwillig contract af te sluiten. Wie tekent gaat in de toekomst automatisch procentueel meer sparen voor pensioen via de werkgever. Tachtig procent tekent, en ziet de pensioenpremie in enkele jaren gemiddeld van drie naar dertien procent stijgen. *"People trying to save prefer accounts that are hard to tap"* schreef de Wall Street Journal dan ook in 2017.⁸

⁸ <https://www.wsj.com/articles/people-trying-to-save-prefer-accounts-that-are-hard-to-tap-1486955281>

Nogal wat mensen zijn sophisticates, zo blijkt ook uit onderzoek onder Nederlanders. Van Rooij en anderen (2005) vinden dat tachtig procent van de werknemers blij is met verplicht pensioensparen met als belangrijke reden: "ik ben bang dat ik anders niet zou sparen". Prast en Teppa (2012; zie ook Prast en anderen, 2013) legden mensen de hypothetische situatie voor dat hun toekomstige pensioen 25% lager is dan ze tot dusver dachten. Ze vragen of mensen hun leefstijl zouden aanpassen en meer pensioenpremie zouden inleggen om straks meer pensioen te hebben. Een op de drie kiest als antwoord dat dit verstandig zou zijn, maar het waarschijnlijk niet gaat doen, met als belangrijkste reden: "ik zou het uitstellen tot later".⁹

9 Van der Swaluw en anderen (2017) laten zien dat een zelfbindingscontract in de vorm van een loterij die alleen uitkeert als de prijswinnaar zijn doel (meer bewegen/gewichtsverlies) heeft bereikt effectief is voor mensen die zelf gezonder willen leven.

3. Determinanten van uitstelgedrag

Complexiteit leidt tot uitstel

Volgens het rationele model is meer keuze welzijn bevorderend, omdat dit de kans vergroot dat er iets bij zit wat aan de wens van de consument voldoet. De pensioenpraktijk laat echter zien dat hoe meer keuzemogelijkheden, des te groter de kans dat mensen een keus uitstellen. Iyang en anderen (2004) vinden dat hoe meer beleggingsmogelijkheden een pensioenregeling aanbiedt, des te lager het percentage deelnemers. Carvalho en Silverman (2017) vinden niet alleen dat mensen bij meer beleggingsmogelijkheden vaker besluiten om niet te kiezen, maar ook dat mensen die wel kiezen vaker suboptimale risico/rendement combinaties uitzoeken bij veel, dan bij weinig beleggingsmogelijkheden. Dit betekent niet dat meer keus altijd nadelig is. Als mensen een duidelijke voorkeur hebben en zich daarvan bewust zijn, is bij meer keuzemogelijkheden de kans groter dat het ideale product beschikbaar is. Bovendien heeft keuzevrijheid expressieve waarde en kan het een gevoel van autonomie geven. Daar staat echter tegenover dat mensen als ze geen uitgesproken voorkeur hebben, minder blij zijn met de uitkomst naarmate er meer mogelijkheden waren (Schwartz en Ward, 2004; zie ook Simon, 1955). Bovendien geldt dat mensen sommige keuzes juist graag uitbesteden.

Wie besluit zich aan te melden voor een vrijwillige pensioenregeling, moet ook bedenken hoeveel te sparen en hoe te beleggen. Dat is een samengestelde en dus complexe keuze. Beshears en anderen (2013) gaan na of het ontkoppelen van deze keuzes de aanmelding bevordert. Ze vergelijken de aanmelding bij de werkgeverspensioenregeling met en zonder simplificering. Bij simplificering hoeven werknemers alleen maar ja of nee aan te kruisen op een aanmeldingsformulier om deel te nemen; het spaarpercentage en de beleggingsmix zijn al ingevuld. Deze ontkoppeling verveelvoudigt het aantal aanmeldingen. Ontkoppeling reduceert dus de kans dat mensen hun keuze uitstellen. In wezen is het aanbieden van keuzes op deze manier een voorbeeld van wat Bakels en anderen (2017) een combinatie van maatwerk en keuzevrijheid noemen. Het maatwerk zit hem erin dat de voorgeprogrammeerde keus van spaarpercentage en beleggingsmix is afgestemd op de kenmerken van het individu, terwijl die keuzevrijheid behoudt omdat hij ja of nee kan zeggen en ook kan afwijken van de aangeboden standaardkeus.

Framing effecten

Hoe een keuze wordt benoemd is ook van groot belang. Netspar onderzoek van Krijnen en anderen (2016) vindt een averechts effect van het woord 'belangrijk' in pensioencommunicatie op de aandacht die mensen aan de communicatie beste-

den. De verklaring is dat dit woord wordt geassocieerd met moeilijk en tijdrovend, waardoor mensen besluiten er later de tijd voor te gaan nemen, waarna van uitstel afstel komt. In de volgende paragraaf komt naar voren dat woordgebruik ook houding en gedrag ten aanzien van risico en rendement beïnvloedt.

Gevoeligheid voor de stille keus

Naïevelingen zien geen aanleiding om zichzelf vast te leggen op meer sparen. Toch zijn er manieren om hun intertemporele gedrag te veranderen zodat ze beter op hun pensioen zijn voorbereid, zonder dat te verplichten. Choi en anderen (2009) laten zien dat als werknemers zich moeten *afmelden* als ze *niet* aan de pensioenregeling willen meedoen slechts een minderheid dat doet. Dit komt doordat mensen wel de intentie hebben deel te nemen, maar het aanmelden voor zich uitschuiven. Door pensioensparen als passieve keuze aan te bieden, worden werknemers geholpen hun intentie om te zetten in gedrag.

Verplicht actief kiezen

Ook mensen verplichten tot een keuze kan uitstelgedrag afremmen. Carroll en anderen (2009) laten zien dat verplicht actief kiezen voor pensioensparen de aanmelding met 28% punt doet stijgen. Verplicht actief kiezen wordt al toegepast door bedrijven om mensen tot de aankoop van producten en diensten te bewegen. Een voorbeeld is KLM, dat mensen verplicht om te kiezen voor wel of geen verzekering voordat ze naar de betaalpagina voor hun ticket kunnen gaan.

Verbeelding

Jonge mensen die geconfronteerd worden met het spiegelbeeld van zichzelf als zeventigjarige en daarna een intertemporele financiële keuze moeten maken leggen meer geld opzij voor hun pensioen dan leeftijdgenoten (Hershfield en anderen, 2011). Dit is een voorbeeld van het effect van verbeelding (*imagery*), in dit geval letterlijk, op attitude en gedrag. De confrontatie met het beeld van zichzelf als gepensioneerde leidt tot een gevoel van nabijheid ten opzichte van de persoon die zij in de verre toekomst zullen zijn. Door dit positieve gevoel – affect – groeit de bereidheid om meer geld voor de toekomst opzij te zetten. Ook woorden, met name metaforen, creëren *imagery* en beïnvloeden daarmee affect positief of negatief. Dat heeft vervolgens invloed op de houding, waaronder risicoperceptie en verwacht rendement. Dit komt verder aan de orde in de volgende paragraaf.

4. Risicokeuzes

Volgens de prospect theorie (Kahneman en Tversky, 1979) maken mensen risicokeuzes in twee stappen. In de eerste stap 'verbeelden' ze de mogelijke uitkomsten als winst of verlies ten opzichte van een referentiepunt. In de tweede stap kennen ze waarde toe aan deze uitkomsten, waarbij ze verlies ten opzichte van het referentiepunt veel zwaarder wegen dan winst – dit laatste heet verliesaversie. Dit is toe te lichten met een voorbeeld:

Risicokeus 1.

Stel: u krijgt 1.000 euro cadeau en moet daarna kiezen tussen A) een kans van 50% op 1.000 euro erbij en 50% op niets erbij, of B) met zekerheid 500 euro erbij.

Risicokeus 2.

Stel: u krijgt 2.000 euro cadeau en moet daarna kiezen tussen C) een kans van 50% op 1.000 euro inleveren en 50% op niets inleveren, of D) 500 euro inleveren.

In beide gevallen komt de keus, uitgedrukt in geld, op het volgende neer: kies je voor een zeker eindbedrag van 1.500 euro, of een kans van 50% op een eindbedrag van 2.000 euro en 50% op een eindbedrag van 1.000 euro? A en C zijn in rationeel opzicht equivalent, net als B en D. Wie in het eerste geval zekerheid prefereert, moet dat in het tweede geval ook doen, althans volgens het rationele model. Wat mensen echter kiezen is het volgende:

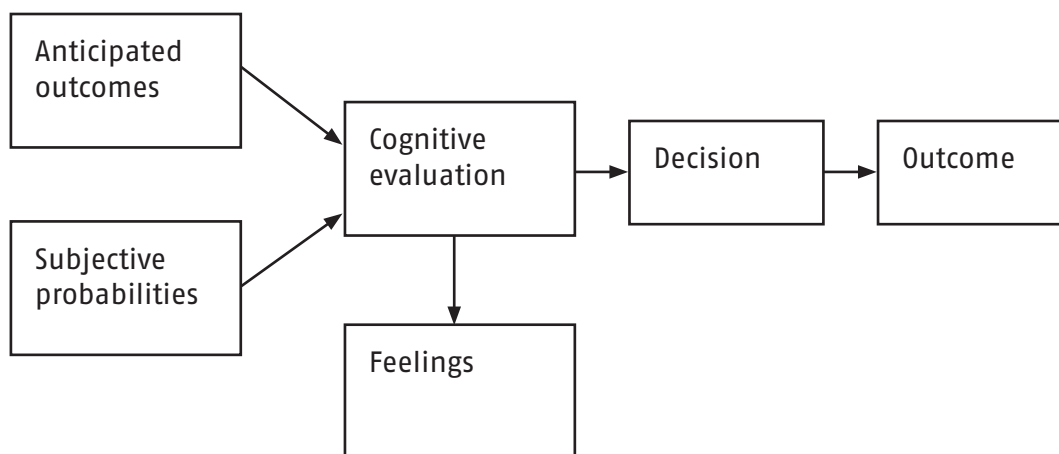
Risicoprobleem 1: A. 16% B. 84%
Risicoprobleem 2: C. 69% D. 31%

Op basis van een grote reeks vergelijkbare risicokeuzetesten komen Kahneman en Tversky (1979) tot de conclusie dat mensen als ze een keuzeprobleem verbeelden in termen van winst ten opzichte van een referentiepunt, de risicovoorkeur overeenkomt met die van het rationele model: mensen willen over het algemeen beloond worden voor het nemen van risico, terwijl bij verbeelding in termen van verlies de voorkeur juist uit gaat naar risico: mensen willen dan betalen om zekerheid te vermijden. In risicoprobleem 1 is het referentiepunt 1.000 euro, in risicoprobleem 2 is het 2.000 euro.

Loewenstein en anderen geven de bovenstaande visie op gedrag als volgt weer (Figuur 1).

Volgens de gedragseconomie hebben mensen ook een gekleurd oordeel als het gaat om hun eigen risicoattitude (Dellavigna, 2009). Het in kaart brengen van risicotolerantie is tegenwoordig gebruikelijk en wettelijk verplicht op grond van de EU Mifid ter bescherming van niet-professionele beleggers. Ook DC fondsen

Figuur 1. Consequen-
tialist model van evalu-
atie en besluitvorming
Bron: Loewenstein en
anderen (2001)



moeten de risicohouding van de klant meten. De gebruikelijke manier is om dat te doen aan de hand van een vragenlijst. Brighetti en Lucarelli (2013) onderzoeken of deze aanpak tot een betrouwbare uitkomst leidt. Ze meten via een test (SCR) ¹⁰de huidreactie tijdens het maken van een groot aantal financiële risico-keuzes (de IOWA Gambling Test). Daaruit blijkt dat de uitkomst van de vragenlijst een geheel ander beeld geeft van de risicotolerantie dan de huidreactie. Voor zover de huidreactie de ware risicotolerantie onthult – de huid liegt niet en is niet vooringenomen – , betekent dit dat de vragenlijst geen goede maatstaf is voor de ware risicohouding. Nadere analyse laat zien dat de vragenlijst het gebruikelijke beeld van (significant) hogere risicotolerantie van mannen laat zien, maar dat de huidreactie van mannen en vrouwen niet verschilt. Brighetti en Lucarelli concluderen dan ook dat er geen biologisch verschil is en dat vrouwen zichzelf onbewust als minder, en mannen zichzelf onbewust als meer risicotolerant beschouwen dan ze zijn. Deze bevindingen hebben belangrijke praktische implicaties, ook voor de pensioensector. Volgens de eerder genoemde Europese richtlijn voor financiële dienstverlening, vertaald in Nederlandse wetgeving, moeten aanbieders van financiële producten en diensten, waaronder pensioenfondsen, hun klanten/deelnemers in kaart brengen. Het gaat hier om een zogeheten open norm, maar een van de verplichte onderdelen is de risicohouding. Die wordt gemeten via een vragenlijst, en gezien de bevindingen van Brighetti en Lucarelli is het onwaarschijnlijk dat die de ware risicohouding in kaart brengt.

10 Twee elektroden op de huid meten de daling van de spanning die optreedt als de zweetklier een signaal krijgt van de hersenen.

Risicoperceptie

Naast risicovoorkeur – een preferentie – spelen ook risicoperceptie en rendementsverwachting – een inschatting – een rol bij financieel gedrag. Het rationele model veronderstelt dat mensen een inschatting van risico en rendement maken op basis van de beschikbare informatie, die ze objectief verzamelen en waarderen. De sociale psychologie laat zien dat risicoperceptie en rendementsverwachting worden beïnvloed door affect: een positieve of negatieve gevoelstoestand of associatie. De *affect heuristic* is de vuistregel waarmee mensen tot een inschatting van risico en rendement komen op basis van affect (Slovic en anderen 2005, 2007). Hoe meer informatie en hoe moeilijker de keus, des te sterker vallen mensen terug op deze vuistregel in plaats van hun oordeel te baseren op een objectieve waardering. Affect is een positief of negatief gevoel en kan worden uitgelokt door bijvoorbeeld associaties naar aanleidingen van woorden en beelden ('imagery', ofwel verbeelding).

Een voorbeeld is de bereidheid te betalen voor een overlijdensrisicoverzekering die 100.000 dollar uitbetaalt bij overlijden tijdens een vliegreis (Johnson en anderen, 1993). Figuur 2 laat zien hoeveel mensen gemiddeld bereid zijn te betalen voor drie verschillende dekkingen. Rationeel gezien zou iemand meer moeten willen betalen voor een verzekering die overlijden door welke oorzaak dan ook dekt. De praktijk laat iets anders zien, namelijk dat mensen voor een polis waarin het woord terrorisme voorkomt, en die uitsluitend overlijden door een terroristische aanslag dekt, minstens evenveel willen betalen.

Polisomschrijving	Gemiddelde premie
Any act of terrorism	\$ 14,12
Any non-terrorism related mechanical failure	\$ 10,31
Any reason	\$ 12,03

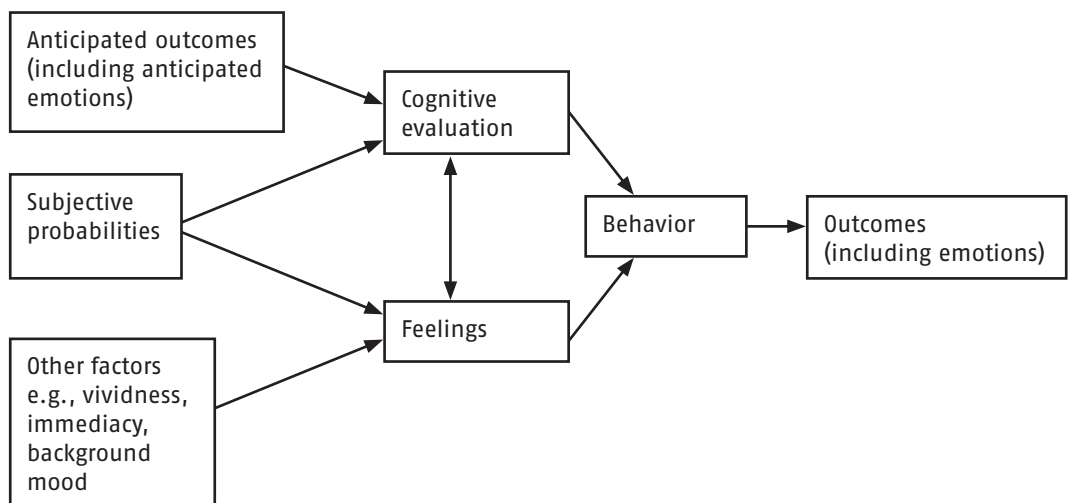
Figuur 2. Bereidheid te betalen voor overlijdensrisicoverzekering
Bron: Johnson en anderen, 1993

De verklaring is dat het woord terrorisme een angstaanjagend beeld oproept en daarmee negatief affect uitlokt, met als gevolg dat het risico intuïtief hoger wordt ingeschat en mensen meer willen betalen.

Affect beïnvloedt naast de risicoperceptie ook de rendementsverwachting: positief affect maakt optimistisch, negatief affect pessimistisch. De conclusie van Slovic en anderen (2004, 2005) is dan ook dat positief affect leidt tot zowel een lagere risicoperceptie als een hoger verwacht rendement, en dat voor negatief affect het omgekeerde geldt. Het affectmechanisme leidt er dus toe dat hogere (lagere) risicoperceptie en lager (hoger) verwacht rendement hand in hand gaan – precies omgekeerd aan de gebruikelijke inverse relatie tussen risico en rende-

ment. Rekening houdend met dit mechanisme breiden Loewenstein en anderen (2001) het hiervoor genoemde consequential model uit tot een 'experiential' model (Figuur 3). waarin ook plaats is voor stemming, imagery en affect.

Figuur 3. Experiential model
Bron: Loewenstein en anderen (2001)



De vraag is waar affect in relatie tot financiële risicokeuzes wordt opgewekt. Studies naar houding en gedrag van beleggers wijzen uit dat vertrouwdheid (familiarity) en framing (met name metaforen) een rol spelen.

Vertrouwd maakt bemind

Volgens het 'mere exposure effect' (Zajonc, 1968) hebben mensen positieve associaties met datgene waarmee ze vertrouwd zijn. Huberman (2001) gebruikt dit ter verklaring van de investor home bias: het verschijnsel dat mensen teveel beleggen in bedrijven dicht bij huis (zie ook Merton, 1987). Werknemers beleggen ook meer in het bedrijf en in de bedrijfstak waarin ze werken dan de standaard theorie over optimale afweging van risico en rendement voorschrijft (Doskeland en Hvide, 2011). De home bias is hardnekkig: zelfs het faillissement van Enron, waarbij werknemers naast hun baan ook een groot deel van hun pensioen waren kwijtgeraakt omdat ze dat in aandelen Enron belegd hadden, was voor werknemers in de VS geen aanleiding om hun pensioenspaarpot minder in het eigen bedrijf te beleggen (Choi en anderen, 2005).

De macht van metaforen

Metaforen zijn een vorm van imagery en kunnen zodoende affect uitlokken en daarmee houding, perceptie en gedrag beïnvloeden. Boggio en anderen (2015) en Prast en anderen (2016) vinden dat de metaforen in beleggersinformatie en

beursverslaggeving veel meer afkomstig zijn uit masculiene dan uit feminiene brondomeinen. Dit kan via positief (negatief) affect bij masculiene (feminiene) lezers leiden tot lagere (hogere) risicoperceptie en hogere (lagere) rendementsverwachting. Morris en anderen (2007) laten zien dat metaforen inderdaad van invloed zijn op rendementsverwachtingen. Ze maken onderscheid tussen *agent* metaforen en *object* metaforen in beurscommentaar. Agent metaforen beschrijven de koersbeweging als doelbewuste actie van een levend wezen: "de AEX klom naar de grens van 500 punten", in object metaforen is de beweging het resultaat van een externe factor: "de aandelenmarkt stortte in". Agent metaforen leiden ertoe dat beleggers denken dat de beurstrend zich zal voortzetten. Taal heeft daarmee onvermoede en onbedoelde effecten. Het is daarom de moeite waard om in de pensioencommunicatie niet alleen aandacht te besteden aan juistheid en begrijpelijkheid, maar ook aan de imagery die wordt opgeroepen door taal. Het is daarbij van belang ook rekening te houden met mogelijke heterogeniteit van de deelnemers. Zo kan een masculiene metafoor als "de markt verslaan" een verschillend effect hebben op mannen en vrouwen.

5. De uitkeringsfase

Bij de keuze tussen (levenslange) pensioenuitkering en een bedrag ineens spelen zowel tijdsvoorkeur als risicovoorkeur en –perceptie een rol. Een recente wetswijziging heeft doorbeleggen na pensioendatum en het opnemen van een groter of kleiner bedrag uit het pensioenvermogen mogelijk gemaakt voor mensen met een premieregeling. Ook is er discussie over meer keuzevrijheid, waaronder de mogelijkheid tot slechts gedeeltelijke annuïtisering, in de tweede pijler (Bakels en anderen, 2017; Van Ewijk en anderen, 2017).

Bezien vanuit het rationele model is er in de praktijk een ‘lijfrenteraadsel’: mensen kiezen veel vaker voor een uitkering ineens dan het model voorspelt (Peijnenburg en anderen, 2016). Deze vanuit rationeel oogpunt overmatige voorkeur voor een bedrag ineens past in de gedragseconomische analyse van intertemporele voorkeur bij onmiddellijke beloning die werd beschreven in paragraaf 2.

Net als spaargedrag en risicokeuzes tijdens de opbouwfase, staat de keuze voor uitkering ineens of lijfrente onder invloed van zowel keuze-architectuur als taal (framing). Butler en Teppa (2007) laten zien dat Zwitserse werknemers sterk worden beïnvloed door wat de werkgever als stille keus aanbiedt. Men kiest vaker voor de levenslange uitkering als dat de wie-zwijgt-stemt-toe keus is, en hetzelfde geldt voor een bedrag ineens als stille keus. Beshears en anderen (2014) vinden voor de VS dat de voorkeur voor een bedrag ineens zo sterk is dat veel werknemers de moeite nemen om af te wijken als een lijfrente de passieve keuze is. Het verschil tussen de resultaten van Butler en Teppa (2007) en Beshears en anderen (2014) heeft mogelijk te maken met het feit dat er in Zwitserland tijdens de opbouw niets te kiezen valt – het systeem lijkt daarin sterk op de Nederlandse tweede pijler – en werknemers daardoor geen ervaring hebben met actief kiezen. Beshears en anderen (2014) vinden verder dat mensen een lijfrente die eens per jaar een bonus uitkeert, uiteraard ten koste van lagere betalingen de rest van het jaar, prefereren boven een lijfrente met een vast bedrag per maand. Deze voorkeur is te duiden als een wens om gedwongen te sparen, en past daarmee bij het wilskrachtprobleem en het besef daarvan (sophistication). Brown en anderen (2008, 2013) vinden dat mensen veel vaker kiezen voor een lijfrente als die wordt beschreven in termen van consumptie tot overlijden, met termen als spending en payment in plaats van rendement. Dat verbaast niet vanuit de affect heuristic: consumptie tot overlijden zal eerder leiden tot positief affect, terwijl een beleggingsframe benadrukt dat het rendement bij vroeg overlijden laag is. Bockweg en anderen (2016) vinden een vergelijkbaar effect onder Nederlandse werknemers, en ook Beshears en anderen (2014) vinden dat een beleggings- (in plaats van een verzekerings)frame de keuze voor een lijfrente ontmoedigt.

De conclusie is dan ook dat keuzes in de afbouwfase, net als die tijdens de pensioenopbouw, onder invloed staan van hoe ze worden aangeboden: zowel de keuze-architectuur als de framing doen ertoe.

6. Conclusies en praktische implicaties

Deze Netspar Brief heeft een beeld geschetst van gedragseconomische mechanismen die een rol spelen bij financiële intertemporele en risicokeuzes. De boodschap is dat het belangrijk is bij het aanbieden van pensioenkeuzes te bedenken dat mensen zowel een analytisch als een intuïtief systeem van denken en doen hebben. Het analytische systeem is bedachtzaam en verbaal, het intuïtieve systeem is impulsief en narratief. Hoe complexer een keuze, des te eerder zullen mensen afgaan op hun intuïtieve oordeel.

Figuur 4 brengt het hiervoor beschreven gedrag in kaart en voegt daaraan toe hoe mensen geholpen kunnen worden om ondanks hun systematische irrationaliteit goede – dat wil zeggen bij hun eigen wensen en doelen passende – pensioenkeuzes (intertemporeel, risico-) te maken.

Figuur 4. Gedragseconomische symptomen, diagnose en therapie
Bron: auteur

Symptoom	Veroorzaakt/ verergerd door	Speelt rol bij	Te verhelpen met
Uitstelgedrag/ ondersparen	Present bias Complexiteit: gekoppelde keuze/veel keuze Gevoeligheid standaard (opt-in) Framing	Inleg zzp-er Inleg boven aftop grens	Zelfbindingsmechanisme (alleen sophisticates) Ontkoppeling keuzes Beperkt aantal zinvolle keuzes Verplicht actief kiezen Sparen als standaard (opt-out) Framing Gebruiken imagery om zichzelf als gepensioneerde op het netvlies te krijgen
Suboptimale risicokeuzes in opbouwfase	Complexiteit Affect Framing Stereotypering	Adequaat risico opbouwfase	Minder keus Framing/Metaforen Standaardkeus Alternatief voor mifid vragenlijst
Lijfrenteraadssel	Present bias Investment frame	Afweging risico en uitkering pensioenfase	Consumptieframe Flexibiliteit, deel lumpsum: 'dertiende maand'

Uitstelgedrag, vooral bij sparen voor later, is te voorkomen door het aanbieden van zelfbindingsmechanismen, verplichten tot actief kiezen, ontbundeling van de keuzes voor al dan niet deelnemen (ja/nee), hoeveel sparen (bedrag/percentage), en hoe beleggen (risicoprofiel van de beleggingen), beperken van keuzemogelijkheden en een opt-out systeem voor sparen en voor lijfrente.

Wat betekent dit voor een wereld waarin er meer pensioenkeuzemogelijkheden worden geïntroduceerd en er de wens is tot maatwerk, dat wil zeggen een aanbod aan een individuele deelnemer, afhankelijk van diens karakteristieken en preferenties (Bakels en anderen, 2017)?

Concreet kunnen pensioenfondsen bijvoorbeeld in samenwerking met de werkgever werknemers een contract aanbieden, waarin zij ervoor tekenen dat het vakantiegeld en/of de dertiende maand rechtstreeks naar een derde pijler pensioenrekening gaat. Dit zou een passende keus kunnen zijn voor werknemers die naar verwachting een te laag pensioen krijgen, bijvoorbeeld doordat ze op latere leeftijd zijn gaan werken, perioden in deeltijd hebben gewerkt, of loon- dienst combineren of gecombineerd hebben met een zzp-schap waarin ze geen pensioen opbouw(d)en. Verder kunnen pensioenfondsen voor deze categorieën een kunstmatige deadline creëren door een prijs te verloten onder diegenen die voor het eind van het jaar een streefbedrag hebben gespaard in de derde pijler. Deze benadering is effectief gebleken op het terrein van gezond gedrag (Van de Swaluw en anderen, 2017). Beide oplossingen zijn slechts effectief voor sophisticates: anderen zullen niet op dergelijke contracten willen intekenen omdat ze denken in de toekomst zelf genoeg spaardiscipline op te zullen brengen. Voor deze laatste categorie en voor sophisticates is er de mogelijkheid van stilzwijgend bijsparen: als we niet van u horen storten we uw vakantiegeld/dertiende maand in uw pensioenspaarpot.

Bakels en anderen (2017) noemen een combinatie van maatwerk en keuzes binnen pensioenregelingen zinvol: die geeft enerzijds de deelnemer een zekere vrijheid, maar laat anderzijds de 'deskundige' de keuzes voorprogrammeren op een manier die de kans vergroot dat het pensioen aansluit bij de karakteristieken van de deelnemer. Het voorgaande heeft laten zien dat er meer nodig is dan we nu doen om deze karakteristieken betrouwbaar in kaart te brengen. Suboptimale risicokeuzes zijn tegen te gaan door het aantal keuzes te beperken, en door het aanbieden van een passende portefeuille als standaard.¹¹ Hierbij is het wel zaak rekening te houden met het feit dat de gebruikelijke vragenlijsten niet de ware risicohouding in kaart brengen en dat nader onderzoek nodig is om een passende methodiek te ontwikkelen. Verder moet de communicatie rekening houden met de invloed van metaforen en frames, en is het van belang om rekening te houden met de mogelijkheid dat woorden tot verschillend affect en daarmee een verschillende attitude en gedrag leiden bij mannen en vrouwen.¹²

¹¹ Voor standaarden in het geval van heterogene doelgroepen zie Bodie en Prast (2012)

¹² Avery (2012) laat dit zien voor de term Diet in Diet Coke

Educatie, begrijpelijke informatie, transparantie, waarschuwen ("geld lenen kost geld"), overreden ("deze envelop bevat belangrijke informatie") en vergroten pensioenbewustzijn komen niet voor in Figuur 4. Er is dan ook weinig tot geen bewijs voor effectiviteit van deze op het rationele model gestoelde beleidsreceptuur. Fernandes en anderen (2014) analyseren ruim 200 eerdere studies naar een verband tussen financiële kennis en gedrag (correlatiestudies) en naar het effect van financiële educatie (interventiestudies). Ze concluderen dat methodologisch betrouwbare studies veel kleinere effecten meten en dat de correlatiestudies wel en de interventiestudies nagenoeg geen significante relatie aantonen. Dit suggereert dat het verband tussen kennis en gedrag niet causaal is, maar is toe te schrijven aan factoren die beide beïnvloeden. Fernandes en anderen (2014) vinden in nader onderzoek inderdaad dat rekenvaardigheid, de neiging te plannen, zelfvertrouwen als het gaat om het vinden van informatie en de bereidheid risico te nemen financieel gedrag beïnvloeden. Als hiermee rekening gehouden wordt, verdwijnt het verband tussen financiële kennis en financieel gedrag nagenoeg. Dat verklaart waarom financiële educatie nauwelijks effect sorteert. Ook waarschuwingen en feitenoverdracht, beide instrumenten voortvloeiend uit het rationele model, lijken tot dusverre weinig effectief. Er zijn meer indicaties dat een op het rationele model geënt beleidsrecept niet de verwachte effecten heeft gesorteerd. De AFM (2016) concludeert dat de waarschuwing "geld lenen kost geld" niet heeft geleid tot ander leengedrag, en het UPO en mijnpensioenoverzicht.nl hebben niet de verhoopte vergroting van het pensioenbewustzijn gebracht (Prast en Van Soest, 2014).

Kijkend door een gedragseconomische bril verbaast het niet dat instrumenten gebaseerd op het rationele model, met informatie-intentie-gedrag, of inzicht-overzicht-actie als beschrijving van menselijk gedrag, weinig succesvol zijn. Als ondersparen en suboptimale risicokeuzes niet voortkomen uit een gebrek aan kennis en pensioenbewustzijn, zullen strategieën om kennis en bewustzijn te vergroten niet het gehoopte effect hebben. En als mensen worden beïnvloed door de affectieve aspecten van communicatie en informatie, is een focus op begrijpelijkheid te beperkt.

Het is van wezenlijk belang dat pensioenuitvoerders en besturen van pensioenfondsen die pensioenkeuzes aanbieden rekening houden met deze mechanismes. Alleen dan biedt meer keuzevrijheid de toegevoegde waarde die zij zou kunnen bieden.

Literatuur

- Alhakami, A. S. en P. Slovic (1994), A Psychological Study of the Inverse Relationship Between Perceived Risk and Perceived Benefit, *Risk Analysis* 14 (6), 1085–1096
- Avery, J. J. (2012), Defending the markers of masculinity: Consumer resistance to brand gender-bending, *International Journal of Research in Marketing*, December, 322–336
- Bakels, Saskia, Agnes Joseph, Niels Kortleve en Theo Nijman (2017), Keuzemogelijkheden en maatwerk binnen pensioenregelingen, *Netspar Industry Paper Series* 74
- Benartzi, Shlomo en Richard Thaler (2004), Save More Tomorrow: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving, [*Journal of Political Economy* 112, (1), 164–187
- Beshears, John, James J. Choi, David Laibson en Brigitte C. Madrian (2013), Simplification and Saving, *Journal of Economic Behavior and Organization* 95, 130–145
- Beshears, John, James J. Choi, David Laibson, Brigitte C. Madrian en Stephen P. Zeldes (2014), What Makes Annuitization More Appealing?, *Journal of Public Economics* 116, 2–16
- Bockweg, C., E. Ponds, O.W. Steenbeek en J. Vonken (2016), Framing and the Annuitization Decision: Experimental Evidence from a Dutch Pension Fund, *Netspar Discussion Paper* 03/2016–007
- Bodie, Zvi en Henriette Prast (2011), Rational Pensions for Irrational People, Behavioral Science Lessons for the Netherlands, in Lans Bovenberg, Casper van Ewijk and Ed Westerhout (eds), *The Future of Multi-Pillar Pensions*, Cambridge University Press
- Boggio, C., E. Fornero, H.M. Prast en J. Sanders (2015), Seven ways to build your portfolio: is investor communication neutral?, *Netspar Discussion Paper* 10/2015–30; also published as *CeRP Working Paper*, September 2
- Bordalo, Pedro, Nicola Gennaioli en Andrei Shleifer (2012), Salience Theory of Choice Under Risk, *Quarterly Journal of Economics* 127 (3), 1243–1285
- Brighetti, Gianni en Caterina Lucarelli (2013), Does Gender influence Risk Attitude and Ambiguity Aversion? When psycho-physiological measurements contradict social beliefs, May 15, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2265502> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2265502>
- Brown, Jeffrey R., Jeff. Kling, Sendhil Mullainathan en Marian V. Wrobel (2008), Why Don't People Insure Late Life Consumption: A Framing Explanation Of The Under-Annuitization Puzzle, *American Economic Review* 98 (2), 304–30

- Brown, Jeffrey R., Jeff. Kling, Sendhil Mullainathan en Marian V. Wrobel (2013), Framing Lifetime Income, *Journal of Retirement* 1, 27–37
- Butler, Monika en Federica Teppa (2007), The Choice between an Annuity and a Lump Sum: Results from Swiss Pension Funds, *Journal of Public Economics* 91(10), 1944–66
- Carroll, G., J. Choi, D. Laibson, B. Madrian en A. Metrick (2009), Optimal defaults and active decisions, *Quarterly Journal of Economics* 124, 1639–1676
- Carvalho, Leandro en Dan Silverman (2017), Complexity and Sophistication, http://www-personal.umich.edu/~dansilv/CnS_03-07-17.pdf
- Choi, J. J., D. Laibson, B.C. Madrian en A. Metrick (2002), Defined contribution pensions: Plan rules, participant decisions and the path of least resistance. In J. M. Poterba (Ed.), *Tax policy and the economy Vol. 16*, pp. 67–113, Cambridge, MA: MIT Press.
- Choi, James J., David Laibson en Brigitte C. Madrian (2005), Are Empowerment and Education Enough? Underdiversification in 401(k) Plans, *Brookings Papers on Economic Activity* 2, 151–198
- Dellavigna, Stefano (2009), Psychology and Economics: Evidence from the Field, *Journal of Economic Literature* 47(2), 315–72
- Døskeland, Trond M. en Hans K. Hvide (2011), Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based on Work Experience?, *Journal of Finance* 66 (3), 1011–1041
- Duflo, Esther (2012), Human values and the design of the fight against poverty, *Tanner Lectures*, May, economics.mit.edu/files/7904
- Ewijk, Casper van, Roel Mehlkopf, Sara van den Bleeken en Chantal Hoets (2017), de waarde van maatwerk in pensioenen, *Netspar brief* 8, januari 2017
- Fernandes, Daniel, John G Lynch en Richard G., Lynch, Netemeyer (2014), Financial Literacy and Downstream Financial Behaviors, *Management Science* 60(8), 1861–1883
- Hershfield, Hal E., Daniel G., Goldstein, William F. Sharpe, Jesse Fox, Leo Yeykelis, Laura I. Carstensen en Jeremy N.. Bailenson (2011), Increasing saving behavior through age-progressed renderings of the future self, *Journal of Marketing Research* 48, 23–37
- Huberman, G. (2001), Familiarity Breeds Investment, *Review of Financial Studies* 14 (3), 659–680
- Iyengar, Sheena S., Wei Jiang en Gur Huberman (2003), How Much Choice is Too Much?: Contributions to 401(k) Retirement Plans, *Pension Research Council Working Paper* PRC WP 2003–10

- Kahneman, Daniel en Amos Tversky (1979), Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk *Econometrica* 47(2), 263–291
- Krijnen, Job, Seger Breugelmans en Marcel Zeelenberg (2016), Decision importance as a cue for deferral, *Judgment and Decision Making* 10(5), 407–415
- Laibson, D. (1997), Golden Eggs and Hyperbolic Discounting, *Quarterly Journal of Economics* 112 (2), 443–477
- Lakoff, G. en M. Johnson (1980), *Metaphors We Live By*, Chicago: University of Chicago Press
- Loewenstein, George F., Elke U. Weber, Christopher K. Hsee en Ned Welch (2001), Risk as Feelings, *Psychological Bulletin* 127 (2), 267–286
- MacGregor, D.G., P. Slovic, D. Dreman en M. Berry (2000), Imagery, affect and financial judgment, *Journal of Psychology and Financial Markets* 1, 4–10
- Merton, R.C. (1987), A Simple Model Of Capital Market Equilibrium With Incomplete Information, *Journal Of Finance* 42, 483–510
- Morris, M., O. Sheldon, D. Ames en M. Young (2007), Metaphors and the Market: Consequences and Preconditions of Agent and Object Metaphors in Stock Market Commentary, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 102, 174–192
- Peijnenburg, Kim, Theo Nijman en Bas J.M. Werker (2016), The annuity puzzle remains a puzzle, *Journal of Economic Dynamics and Control* 70, 18–35
- Prast, H.M., M. Rossi, C. Torricelli, en D. Sansone (2015), Do Women Prefer Pink?: The Effect of a Gender Stereotypical Stock Portfolio on Investing Decisions, *Journal of Political Economy/Politica Economica* XXXI (3), 377–420
- Prast, H.M. en J. Sanders, (2014), Verwantschap en financieel risicogedrag van vrouwen, *Economisch Statistische Berichten*, 99 (4689 & 4690), 459–463
- Prast, H.M., J. Sanders en O.R. Leonhard (2016), Do Words Kill or Breed Investment?, paper gepresenteerd op de conference on Money, Finance and Banking, Rome, december, en te presenteren op de Finest conferentie, Trani, september 2017
- Prast, H.M. en A.H.O. van Soest (2014), *Pensioenbewustzijn*, Tilburg University/ Instituut GAK; *Netspar Panel Paper* 37
- Prast, Henriette, Federica Teppa en Anouk Smits (2012), Is information overrated? Evidence from the pension domain, *Netspar Discussion Paper* 12 2012/050
- Prast, Henriette en Federica Teppa (2013), Gedragseconomische Pensioenoplossingen, *Economisch Statistische Berichten* 98 (4460), 312–315
- Read, D. en B. van Leeuwen (1998), Predicting Hunger: The Effects of Appetite and Delay on Choice, *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 76 (2), 189–205

- Rooij, Maarten van, Henriëtte Prast en Clemens Kool (2005), Werknemer kan én wil niet zelf beleggen voor pensioen, *ESB* 90(4458), 172-175
- Samuelson, Paul (1937), A Note on Measurement of Utility, *The Review of Economic Studies* 4 (2), 155-161
- Samuelson, Paul (2006), Is Personal Finance a Science? *Keynote address*, Conference on The Future of Life Cycle Saving and Investing, Boston University, October 2006 www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v2008.n1.a
- Schwartz, Barry en Andrew Ward (2004), Doing Better but Feeling Worse: The Paradox of Choice, In P. A. Linley, & S. Joseph (red.), *Positive Psychology in Practice*. Hoboken, N.J.: John Wiley and Sons, 86-104
- Schwartz, Barry en Kenneth Sharpe (2011), *Practical Wisdom: the Right Way to Do the Right Thing*, Penguin Putnam Inc
- Simon, H. A. (1955), A behavioral model of rational choice, *Quarterly Journal of Economics* 59, 99-118
- Slovic, P.I, E. Peters, M.A. Finucane en D.G. McGregor (2005), Affect, Risk and Decision Making, *Health Psychology* 24 (4), 35-40
- Slovic, Paul, Melissa L. Finucane, Ellen Peters en Donald G. MacGregor (2007), The Affect Heuristic, *European Journal of Operational Research* 177, 1333-1352
- Sunstein, Cass (2013), The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism, *Yale Law Journal* 122 (7), 1826-1900
- Thaler, R. H. (1981), Some Empirical Evidence on Dynamic Inconsistency. *Economic Letters*. 8 (3), 201-207
- Thaler, Richard H en M.H. Shefrin (1981) An Economic Theory of Self-Control, *Journal of Political Economy* 89(2), 392-406
- Swaluw, Koen van der, Mattijs S. Lambooi, Jolanda J.P. Mathijssen, Maarten Schipper, Marcel Zeelenberg, Stef Berkhout, Johan J. Polder en Henriette M. Prast (2017), Commitment Lotteries Promote Physical Activity among Overweight Adults – A Cluster Randomized Trial, *Under Review for nnals of Behavioral Medicine*
- Zajonc (1968), Attitudinal affects of mere exposure, *Journal of Personality and Social Psychology* 9 (2), 1-27



Dit is een uitgave van:
Netspar
Postbus 90153
5000 LE Tilburg
Telefoon 013 466 2109
E-mail info@netspar.nl
www.netspar.nl

Juni 2017