

Welke risico's willen deelnemers lopen?

In het nieuwe pensioenstelsel komt er voor deelnemers een veel directere link tussen het eigen pensioen en het rendement op beleggingen. Voor pensioenuitvoerders een goede reden om te onderzoeken welke beleggingsrisico's hun deelnemers eigenlijk willen lopen. Dat kan met een risicobereidheidsonderzoek waarmee je die risicobereidheid vrij exact in beeld brengt. TKP ontwikkelde samen met Aegon een eigen aanpak.

MARK IRWIN, ACTUARIEEL ADVISEUR BIJ TKP EN
ROGIER POTTER VAN LOON, GEDRAGSECONOOM BIJ AEGON

Helemaal nieuw is een risicobereidheids-onderzoek niet. Zowel voor DB- als voor DC-regelingen zijn uitvoerders al langer verplicht om de risicohouding vast te stellen als basis voor hun beleggingsbeleid. Bij DB-regelingen, nu nog het grootste deel van de pensioenregelingen, hoeft dat echter alleen op totaalniveau te gebeuren, dus voor alle deelnemers als één geheel. Met de Wet toekomst pensioenen (Wtp) gaat dat veranderen. Voor alle regelingen moet de risicohouding eens in de vijf jaar per leeftijdscohort worden vastgesteld. Veel verfijnder dan tot nu toe gebeurde, zelfs verfijnder dan we gewend zijn bij huidige DC-regelingen.

De homo economicus bestaat niet

Risicobereidheid kun je op verschillende manieren onderzoeken. Nu wordt in de sector nog vaak gebruikgemaakt van open vragen, als: 'Slaap je slecht als je pensioen in waarde



Rogier Potter van Loon

Beleggings-
beleid
aansluiten

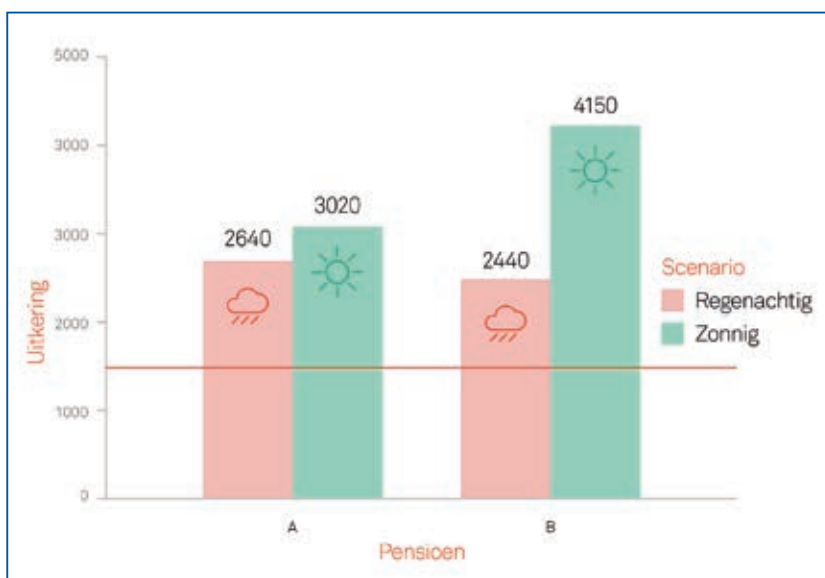
Waar gaat het precies over?

Risicohouding, risicocapaciteit, risicobereidheid... Jargon te over. Om het even correct op een rij te zetten: risicobereidheid en risicocapaciteit vormen bij elkaar opgeteld de risicohouding. Risicobereidheid is feitelijk het meest complex om te onderzoeken. Dat gaat er namelijk over welke risico's deelnemers *willen* lopen. Daarnaast is er de risicocapaciteit: welke risico's deelnemers *kunnen* lopen.

daalt?'. Dergelijke vragen leveren te weinig inzicht in de risicobereidheid op. Een andere methode is het voorleggen van een aantal pensioenuitkomsten, gebaseerd op verschillende beleggingskeuzes. Aan de deelnemer vervolgens de taak om een passende keuze te maken, aansluitend bij haar of zijn risicobereidheid. Dit zou perfect werken als de mens een *homo economicus* was. Als zij volledig rationeel een keuze zou maken voor een beleggings- en rendementsscenario dat bij haar zou passen.

Maar uit gedragswetenschappelijk onderzoek weten we: dat is niet zo. Bij een keuze als deze spelen tal van factoren. Zo is er de onbewuste voorkeur om voor een optie te kiezen die in het midden staat. En ook wordt de kans op verlies sterker gevoeld – is er 1% kans dat het mis gaat, dan behandelen mensen dat als een kans van wel 10%. Deelnemers maken daarvoor al snel een voorzichtige keuze en lopen zo het risico dat ze rendement mislopen. Rendement dat ze wellicht wel nodig hebben om een gewenst welvaartsniveau vast te houden. Deze en andere voorbeelden van *behavioural biases* maken dat de methode van beleggingskeuzes voorleggen niet de échte voorkeur van een deelnemer oplevert. En dat het resulterende beleggingsbeleid dus onvoldoende aansluit op de deelnemerspopulatie.

Onderzoek risico- bereidheid



Mark Irwin

Opeenvolgende keuzes

Breng de risicobereidheid in kaart met het *choice sequence* (CS)-model. In grote lijnen werkt dat als volgt. Leg deelnemers steeds een keuze tussen 2 fictieve pensioenen voor. Laat bij elke keuze twee sets van bedragen zien. Deze lopen nog vrij ver uiteen. Keuze A is gematigd: het toont een wat lager uitkeringsbedrag als het tegenzit en een wat hoger uitkeringsbedrag als het meezit. Keuze B is extremer: die toont een fors lager uitkeringsbedrag als het tegenzit, maar ook een fors hoger uitkeringsbedrag als het goed gaat. Na hun keuze voor A of B krijgen deelnemers een vervolgkeuze voorgeschoteld, afgestemd op hun keuze. En daarna opnieuw. Als een deelnemer bij één vraag voor het veilige pensioen kiest, dan wordt het risicovolle pensioen wat aantrekkelijker gemaakt. En andersom.

Zo zoomen we steeds verder in op de risicobereidheid. Met 5 tot 8 vragen bepaal je nauwkeurig waar het omslagpunt zit en welke balans tussen risico en rendement het beste bij een deelnemer past. In gedragseconomische

termen weten we dan wat de 'gamma' is. Hoe hoger de gamma, hoe meer risico-avers deelnemers zijn – hoe minder bereid ze dus zijn om risico te lopen. Deze gamma heet ook wel de nut- of de geluksfactor.

Zo rationeel mogelijk

De *behavioural biases* worden ondervangen met de manier van vragen stellen en de presentatie van keuzes. Bijvoorbeeld door een middelste keuze te vermijden en te zorgen voor afwisselende posities van het risicovolle en veilige pensioen. En mocht er toch een afwijkend patroon ontstaan, een keuze die duidt op irrationele overwegingen, dan is dat – geautomatiseerd – te ondervangen met controlevragen. Zo krijg je uitkomsten die zo rationeel mogelijk zijn en zoveel mogelijk recht doen aan de werkelijke risicobereidheid van een deelnemer.

Neem risicocapaciteit ook mee in het onderzoek – weergegeven met 'phi'. Phi staat voor de mate waarin een deelnemer afhankelijk is van de pensioenuitkering. Op jonge leeftijd is die afhankelijkheid bijvoorbeeld nog laag. Iemand die een groot pensioen heeft opgebouwd bij één uitvoerder – en dus relatief weinig AOW heeft om op terug te vallen – is juist sterk afhankelijk van dat pensioen. De phi verklaart grotendeels het verschil tussen leeftijds-cohorten: jongeren zijn nog minder afhankelijk en kunnen daardoor meer risico lopen. Ze hebben immers de capaciteit om eventuele tekorten bij te trekken.

AFM-onderzoekers

Wij geloven dat de CS-methode het best in kaart brengt wat de werkelijke risicobereidheid is. Ook AFM-onderzoekers gaven in het vakblad ESB (2019) aan dat deze methode, naast een andere (de Holt en Laury-methode), de betrouwbaarste uitkomsten biedt. De AFM heeft bovendien al een raamwerk voor toetsing van het verplichte risicobereidheidsonderzoek gesuggereerd, inclusief criteria. Zo moet het makkelijk uitvoerbaar zijn, zo rationeel mogelijk, passend, meetbaar en moet het inconsistente antwoorden kunnen ondervangen. Met de CS-methode als basis voldoet onze onderzoeksaanpak aan al deze kenmerken.

Praktisch toepasbaar

Maar voor een goed risicobereidheidsonderzoek is meer nodig dan alleen een stevige wetenschappelijke basis. Zo moeten de onderzoeksresultaten goed toepasbaar zijn in de praktijk van een pensioenuitvoerder. En is het voor een representatief beeld noodzakelijk dat voldoende deelnemers meedoen aan het onderzoek én het afronden.

Eerst over die toepasbaarheid – een pensioenuitvoerder doet het onderzoek natuurlijk niet alleen omdat het nu eenmaal moet. Er is ook een set aan gegevens nodig om per cohort het beleggings- en toedelingsbeleid vast te stellen. De methode met de kant-en-klare beleggingskeuzes levert weliswaar een beperkt beeld, het levert ook een direct bruikbare voorkeur. Met de CS-methode krijgt een pensioenuitvoerder een 'gamma' en 'phi' per cohort. Dat klinkt wellicht wat ingewikkelder, maar met de formules erbij levert het alsnog de wettelijke risicohouding op. Daarnaast maakt de uitkomst duidelijk waar de voorkeur van deelnemers wérkelijk naar uit gaat en welk beleggingsbeleid hen het hoogste verwacht geluk oplevert.

Het hoogste
verwacht
geluk

Eenvoudig voor deelnemers

De complexiteit zit vooral onder de motorkap. De deelnemers moeten het onderzoek eenvoudig en intuïtief kunnen afronden. Daarnaast is activatie van belang om een zo hoog mogelijke respons te krijgen. Vult tussen de 10 en 20% van de deelnemers de profielwijzer volledig in, is dat meer dan voldoende voor een precieze en representatieve doorsnede van de deelnemerspopulatie van een pensioenuitvoerder.

Samenvatting

In het nieuwe stelsel wordt het belangrijker om te weten welke risico's deelnemers willen lopen met hun beleggingen.

Het onderzoeken van de risicohouding wordt zelfs verplicht (eens in de vijf jaar).

In de markt zijn er meerdere soorten onderzoek. Vaak vanuit het uitgangspunt dat deelnemers als *homo economicus* rationele keuzes maken.

De meest gebruikte methodes doen onvoldoende recht aan de complexere werkelijkheid van risicobereidheid. ←