



Kwantificeren onzekerheid risicopreferentieonderzoek

Pensioenfondsen moeten onder de Wet toekomst pensioenen een risicopreferentieonderzoek (RPO) onder deelnemers uitvoeren. De AFM heeft criteria opgesteld die moeten borgen dat de uitkomsten bruikbaar zijn om in de risicohouding te verwerken. Wij constateren dat de huidige uitvraagmethoden bruikbare uitkomsten geven, maar onvoldoende nauwkeurig zijn om de voorkeuren van deelnemers een-op-een te kunnen vertalen in het financiële beleid. Wij hebben zes onzekerheidsfactoren geïdentificeerd en een aantal daarvan gekwantificeerd.

Pensioenfondsen zijn verplicht om voor de inrichting van hun nieuwe premieregeling een risicohouding vast te stellen. De risicohouding bepaalt welke (pensioen)doelstellingen minimaal bereikt moeten worden en hoeveel beleggingsrisico daarbij maximaal genomen mag worden. Een RPO vraagt onder andere de risicobereidheid van deelnemers uit: welke afweging maken deelnemers tussen het halen van de doelstelling versus het risico dat daarbij komt kijken?

De deelnemers maken daarbij een afweging tussen het verwachte pensioen en het pensioen in goed en slecht weer. Een hoger verwacht pensioen betekent een lager slechtweerpensioen. Een risicoaverse deelnemer wil tegenvallers voorkomen, een risicozoekende deelnemer stuurt meer op een hoog verwacht pensioen en accepteert mogelijke tegenvallers.

ER BLIJVEN NOG DIVERSE KEUZES OVER

De AFM stelt criteria die een minimum kwaliteitsniveau voor het uitvoeren van het RPO borgen, maar er blijven nog diverse keuzes over die bepalend (blijken te) zijn voor de risicovoorkeuren van deelnemers. We bespreken er zes in dit artikel.

NB Onze getallenvoorbeelden veronderstellen een RPO waarbij deelnemers hun risicobereidheid op een 11-puntsschaal (0 tot 10) scoren. Daarbij is risiconiveau 0 een zeer risicoaverse voorkeur en 10 een zeer risicozoekende.

1. METEN VAN DE WERKELIJKE RISICOBEREIDHEID

De fundamentele vraag bij het kiezen van een uitvraagmethode is of de werkelijke risicobereidheid van deelnemers uit het onderzoek wordt opgehaald. Veel gebruikte methoden onder Nederlandse pensioenfondsen zijn de Pensioenmeter en de choice-sequencemethode. Knoef e.a.¹ beschrijven dat deze methoden niet de werkelijke risicobereidheid meten, maar slechts benaderen. Er wordt beschreven dat de diverse meetmethoden wel dezelfde patronen herkennen onder deelnemers (aflopende risicobereidheid met leeftijd), maar verschillen vertonen in de hoogte van de risicobereidheid. Het paper doet het advies om meerdere uitvraagmethoden te hanteren. Het is voor fondsen echter niet altijd opportuun om meerdere uitvraagmethoden te hanteren.

In de literatuur is deze onzekerheid nog niet gekwantificeerd. We achten het waardevol als hier in de sector nader onderzoek naar wordt gedaan.

2. BIASES BINNEN DE UITVRAAGMETHODE

Deelnemers krijgen in het RPO representatieve pensioenbedragen te zien. De vraag is vervolgens of de deelnemer haar/zijn risicobereidheid absoluut of relatief bepaalt. Wat is belangrijker:

1. De absolute hoogte van de verschillende pensioenbedragen ('ik wil een pensioen van ten minste 2.000 euro per maand, dus ik kies risiconiveau 7'), of
2. De verschillende opties relatief ten opzichte van elkaar ('ik vind mezelf een 7 op een schaal van 0 tot 10').

Theoretisch gezien zouden deelnemers zich niet laten beïnvloeden door (re)presentatie van mogelijke uitkomsten en dus redeneren langs lijn 1. We hebben dit onderzocht door deelnemers verschillende delen van het risicobereidheidsspectrum voor te leggen. Een deel van de deelnemers kreeg de opties 0 t/m 10 voorgelegd. Een controlegroep kreeg een offensiever spectrum 2 t/m 12 voorgelegd: de twee minst risicovolle opties (0 en 1) waren niet beschikbaar en in plaats daarvan waren er twee meer risicovolle opties (11 en 12). In de keuzeomgeving van de controlegroep werd dit echter gewoon gepresenteerd als een keuze uit optie 0 t/m 10.

DIT EFFECT KON VOOR EEN KLEIN DEEL WORDEN VERKLAARD DOOR DE AFWIKKENDE ACHTERGRONDKENMERKEN

De controlegroep bleek als favoriete voorkeur grofweg twee niveaus offensiever te kiezen. Dit effect kon voor een klein deel worden verklaard door de afwijkende achtergrondkenmerken van de controlegroep, maar voor het grootste deel ligt het aan de andere onderzoeksopzet. Deelnemers bepalen hun risicobereidheid dus vooral relatief: het gepresenteerde spectrum heeft invloed op hun voorkeuren en dus is het door de onderzoekers gekozen spectrum van invloed op de uitkomsten van het RPO. Het is echter niet evident welk spectrum conceptueel het juiste is.

Het verschuiven van het risicospectrum met 1 punt leidt dus mogelijk tot het opschuiven van de deelnemersvoorkeuren met 1 punt. Uit prudentie-overwegingen hanteren we een factor van 0,5.

3. RESPONSONZEKERHEID

Fondsen benaderen maar een deel van hun deelnemers en die doen niet allemaal mee met een RPO. Vaak reageert ongeveer 10% van de benaderde deelnemers. Dit resulteert in twee onzekerheidsbronnen:

1. Er is sprake van een steekproef. De trekking kan toevalligerwijs relatief risicozoekend of risicoavers zijn.
2. Er kan sprake zijn van een selectie-effect. Bijvoorbeeld dat risico-averse danwel risicozoekende deelnemers relatief meer reageren.

Beide onzekerheden kunnen gereduceerd worden door zoveel mogelijk deelnemers voor een RPO te activeren. De steekproefonzekerheid (effect 1) is statistisch te duiden met een betrouwbaarheidsinterval. We hebben berekend dat maximaal 10% respons leidt tot circa $\pm 0,2$ onzekerheid. Het selectie-effect (effect 2) is lastig te duiden, omdat fondsen niet alle achtergrondkenmerken weten die de risicobereidheid verklaren. We achten het waardevol als hier in de sector nader onderzoek naar wordt gedaan.

4. TIJDSCONSISTENTIE

De risicobereidheid van deelnemers blijkt te variëren over de tijd. We hebben dit onderzocht door dezelfde deelnemers met een verschil van twee jaar exact hetzelfde RPO voor te leggen. Circa de helft van de deelnemers maakt een keuze die ± 2 of meer afwijkt van de vorige keer. We zagen dat deelnemers gemiddeld circa 0,2 lager kozen, wat meer is dan je op basis van veroudering zou verwachten.

5. MAATMENSEN

In onderzoeken worden, omwille van de uitvoerbaarheid, doorgaans maatmensen gebruikt. Dit betekent dat de bedragen die deelnemers voorgelegd krijgen weliswaar op hun feitelijke situatie lijken, maar hier niet perfect bij aansluiten. Dit betekent dat sommige respondenten pensioenbedragen zullen zien die (wat) hoger of lager zijn dan hun daadwerkelijke pensioensituatie. Deelnemers zouden bij exact juiste bedragen andere keuzes maken. We achten het waardevol als hier in de sector nader onderzoek naar wordt gedaan.

6. ECONOMISCHE UITGANGSPUNTEN

In een RPO worden economische scenario's gebruikt. Het meest pragmatisch is om een recente DNB scenarioset te gebruiken; die set wordt immers ook bij de toetsing van het financiële beleid aan de risicohouding gehanteerd. Andere economische uitgangspunten zullen tot andere uitkomsten leiden. We achten het waardevol als hier in de sector nader onderzoek naar wordt gedaan.

CONCLUSIE: VERWERK ONZEKERHEID IN VASTSTELLING RISICOHOUING

Met deze analyse willen we bijdragen aan meer inzicht krijgen in de onzekerheden rondom RPO-uitkomsten. We benoemen zes factoren die daarbij een rol kunnen spelen en kwantificeren drie daarvan. Alleen al die drie factoren maken duidelijk dat de werkelijke risicobereidheid ten opzichte van de gemeten risicobereidheid een mogelijke afwijking van circa $\pm 1,0$ zou kunnen hebben op een schaal van 0-10.

Factor	Onzekerheidsmarge
Werkelijke risicobereidheid	n.t.b.
Biases binnen de uitvraagmethode	$\pm 0,5$
Responsonzekerheid	$\pm 0,2$ + selectie-effect n.t.b.
Tijdsconsistentie	$\pm 0,2$
Maatmensen	n.t.b.
Economische uitgangspunten	n.t.b.

Tabel: zes onzekerheidsfactoren van het RPO

Fondsen kunnen met deze informatie rekening houden in het doorvertalen van de RPO-uitkomsten naar een risicohouding. In dat geval zullen fondsen de hier nog niet gekwantificeerde factoren moeten kwantificeren of inschatten ('expert judgement'). Meer onderzoek naar RPO-onzekerheid zou het vakgebied van de doorvertaling naar de risicohouding verder kunnen helpen. Tegelijkertijd kunnen RPO-methodes doorontwikkeld worden om de onzekerheid te verkleinen. ■

1 – Jorgo Goossens e.a., 'A comparison of risk preference elicitation methods and presentation formats', Netspar design paper 233, september 2023

Drs. L.H.J. van Benthem AAG MSc (links) en drs. C.E. Kortleve werken bij PGGM.

