

Netspar NEA PAPERS

Benedict Dellaert en Marc Turlings

**Risicoprofielmeting voor
beleggingspensioenen**



The background of the cover is composed of numerous thin, black, curved lines that sweep across the page from the top left towards the bottom right. These lines vary in curvature and density, creating a sense of movement and depth. The lines are most concentrated in the upper left and lower right corners, with more space between them in the center.

Benedict Dellaert en Marc Turlings

Risicoprofielmeting voor beleggingspensioenen

NEA PAPER 39

NETSPAR ECONOMISCHE ADVIEZEN



Netspar

Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement

Colofon

NEA Papers is een uitgave van Netspar
April 2011

Redactie

Henk Don (Chairman) – NMA
Erik Beckers – Zwitserleven
Martijn Hoogeweegen – ING
Arjen Hussem – PGGM
Fieke van der Lecq – Erasmus Universiteit Rotterdam
Erik Jan van Kempen – Ministerie van Financiën
Jan Koeman – Ministerie van SZW
Johan Nieuwersteeg – AEGON
Joos Nijtmans – Syntrus Achmea Pensioenbeheer
Alwin Oerlemans – APG
Joeri Potters – Cardano Risk Management
Peter Schotman – Universiteit van Maastricht
Hens Steehouwer – ORTEC Finance BV
Marno Verbeek – Erasmus Universiteit Rotterdam
Peter Wijn – APG

Vormgeving

B-more Design
Bladvulling, Tilburg

Drukwerk

Drukkerij Universiteit van Tilburg

Redactieadres

Netspar, Universiteit van Tilburg
Postbus 90153, 5000 LE Tilburg
info@netspar.nl

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

INHOUD

<i>Voorwoord</i>	7
<i>1. Inleiding</i>	11
<i>2. Terreinafbakening</i>	14
<i>3. Wettelijk kader</i>	17
<i>4. Risicoprofielmeting in de praktijk – classificatie van consumenten</i>	20
<i>5. Risicoprofielmeting in de praktijk – De rol van de verschillende deelvragen</i>	28
<i>6. Aanbevelingen</i>	38
<i>7. Samenvatting</i>	43
<i>Literatuur</i>	45
<i>Appendix A: Methode van meten en scorebepaling bij verschillende aanbieders</i>	46
<i>Appendix B: Effect van verschillende persoonskenmerken op risicoprofiel classificatie</i>	48

VOORWOORD

Netspar stimuleert debat over de gevolgen van vergrijzing voor het (spaar-)gedrag van mensen, de houdbaarheid van hun pensioenen en het overheidsbeleid. Doordat veel van de babyboomers met pensioen gaan, zal het aantal 65-plussers in de komende decennia snel toenemen. Meer in het algemeen leven mensen gezonder en langer en krijgen gezinnen steeds minder kinderen. Vergrijzing staat vaak in een negatief daglicht, want ten opzichte van de bevolking tussen 20 en 65 jaar zou het aantal 65-plussers wel eens kunnen verdubbelen. Kan de werkende beroepsbevolking dan nog wel het geld opbrengen voor een groeiend aantal gepensioneerden? Moeten mensen meer uren maken tijdens hun werkzame periode en later met pensioen gaan? Of moeten de pensioenen worden gekort of de premies worden verhoogd om het collectieve pensioen betaalbaar te houden? Moeten mensen worden aangemoedigd zelf veel meer verantwoordelijkheid te nemen voor het eigen pensioen? En wat is dan nog de rol van de sociale partners in het organiseren van een collectief pensioen? Kunnen en willen mensen eigenlijk wel zelf gaan beleggen voor hun pensioen of zijn ze graag bereid dat aan pensioenfondsen over te laten? Van wie zijn de pensioengelden eigenlijk? En hoe kan een helder en eerlijk speelveld voor pensioenfondsen en verzekeraars worden gedefinieerd? Hoe kunnen collectieve doelstellingen als solidariteit en meer individuele wensen worden verzoend? Maar vooral: hoe kunnen de voordelen van langer en gezonder leven worden benut voor een meer gelukkige en welvarende samenleving?

Om een aantal redenen is er behoefte aan debat over de gevolgen van vergrijzing. We weten niet altijd precies wat de gevolgen van vergrijzing zijn. En de gevolgen die wel goed kunnen inschatten, verdienen het om bekend te worden bij een groter publiek. Belangrijker is natuurlijk dat veel van de keuzen die moeten worden gemaakt een politieke dimensie hebben en daarover is debat hard nodig. Het gaat immers om maatschappelijk zeer relevante en actuele vraagstukken waar, in de meest letterlijke zin oud en jong mee worden geconfronteerd. Om die redenen heeft Netspar de NEA Papers ingesteld. In een NEA Paper neemt de auteur gemotiveerd stelling over een beleidsrelevant onderwerp. De naam NEA Papers heeft twee betekenissen. Ten eerste, NEA staat voor Netspar Economische Adviezen. De auteurs adviseren op persoonlijke titel en op verzoek van Netspar over actuele economische kwesties op het gebied van vergrijzing en pensioenen. Ten tweede, NEA klinkt als Nee-Ja en geeft daarmee een wezenskenmerk van elk debat aan.

Henk Don

Voorzitter van de Netspar Redactieraad.

Affiliaties

Benedict Dellaert: Erasmus School of Economics
(Erasmus Universiteit Rotterdam)

Marc Turlings: Achmea

De auteurs danken Tim Koolen, Ronald Janssen, de leden van de Netspar werkgroep Zorgplicht en leden van de Editorial Board voor bijdragen en commentaar op een eerdere versie.

RISICOPROFIELMETING VOOR BELEGGINGSPENSIOENEN

1. Inleiding

Aanbieders van pensioenproducten hebben – net als aanbieders van veel andere financiële producten – te maken met een wettelijke zorgplicht ten aanzien van de consument. Deze plicht geldt zodra de aanbieder de consument de mogelijkheid biedt om zelf een deel van de beleggingen binnen het product in te vullen. Deze verantwoordelijkheid omvat onder meer de taak om consumenten voor te lichten over de producten die zij afnemen. Ook moet de aanbieder het risicoprofiel van de consument vaststellen, zodat die kan worden geadviseerd over de samenstelling van de beleggingsportefeuille.

In de afgelopen jaren is duidelijk geworden dat aanbieders binnen de pensioensector deze laatste taak verschillend invullen. Ten eerste bestaan er grote verschillen in het vaststellen van risicoprofielen van consumenten. Ten tweede verschilt ook de vertaling van een gegeven risicoprofiel in een advies voor een beleggingsportefeuille sterk tussen aanbieders. Dit paper richt zich op het eerste van deze twee aspecten.

Probleemstelling

Financiële ondernemingen zijn bij het adviseren over en aanbieden van beleggingsproducten niet eenduidig in het vaststellen van het risicoprofiel van consumenten. Ook gebruiken ze verschillende benamingen voor de risicoprofielen en koppelen ze aan de

profielen beleggingen met uiteenlopende risiconiveaus¹. Dit leidt tot verwarring onder consumenten.

In een consultatie van de markt heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) vastgesteld dat marktpartijen het erover eens zijn dat deze verwarring bestaat, dat grotere consistentie in de werkwijze van marktpartijen nodig is, en dat de informatieverstrekking over beleggingen in risicoprofielen beter kan². De praktijk bij pensioenuitvoerders wijkt hiervan niet af³. Een deelnemer in een premieovereenkomst waarbij de premies worden belegd, kan daarom bij verschillende uitvoerders pensioenvoorzieningen aangeboden krijgen die sterk uiteenlopen wat betreft risicosamenstelling. Ook de informatievoorziening aan deelnemers in beleggingspensioenen over risico's, rendementen en mogelijke pensioenuitkomsten is weinig eenduidig.

Met de leidraad 'Informatie over risicoprofielen' wil de AFM bijdragen aan een oplossing voor het gesignaleerde – marktbrede en productoverstijgende – probleem. De AFM doet twee aanbevelingen: de informatie over beleggingen die horen bij risicoprofielen moet verbeterd en uitgebreid worden en het risico van deze beleggingen moet grafisch worden weergegeven door middel van een risicowijzer⁴.

Een van de oorzaken van het probleem blijft hierbij echter buiten beschouwing: de verschillen in methodes en hulpmiddelen voor het vaststellen van het risicoprofiel. Dit aspect wordt in dit paper behandeld, waarbij de probleemstelling wordt toegespitst op beleggingspensioenen.

1 Loonen en Van Raaij 2008.

2 AFM Leidraad informatie over risicoprofielen november 2010, paragraaf 1.3.

3 Van Liempt 2009 beschrijft aanzienlijke verschillen in de beleggingssystematiek van zeven pensioenverzekeraars

4 AFM Leidraad 2010.

In dit paper staat de volgende vraag centraal: *Wat zijn de uitgangspunten waaraan een methode moet voldoen om het risicoprofiel vast te stellen van deelnemers in een beleggingspensioen?*

Eerst analyseren we de knelpunten in de huidige methoden. Op basis daarvan doen we suggesties voor richtlijnen voor nieuwe aanpakken om risicoprofielen vast te stellen. Hierbij ligt de focus op beleggingspensioenen. Wij merken op dat de probleemstelling ook relevant kan zijn voor pensioenen in de vorm van uitkeringsovereenkomsten. Sociale partners lijken in de uitwerking van het pensioenakkoord van juni 2010 immers aan te koersen op een oplossing waarbij deelnemers in uitkeringsovereenkomsten enige vrijheid hebben om financiële risico's te nemen. De vraag dringt zich dan ook op hoe risicoprofielen van deelnemers in dergelijke meer flexibele uitkeringsovereenkomsten moeten worden gemeten.

2. Terreinafbakening

Nederlandse pensioenregelingen zijn veelal vormgegeven als uitkeringsovereenkomsten ofwel salarisdiensttijdregelingen. De meest voorkomende vorm is de middelloonregeling. Daarbij is de uitkering die vanaf de pensioendatum wordt ontvangen, gebaseerd op het gemiddelde loon tijdens het dienstverband. In een beperkt deel van de uitkeringsovereenkomsten is het pensioen gebaseerd op het laatstgenoten loon (eindloonregeling). Bij deze pensioenvorm zegt de aanbieder een pensioenuitkering toe, op basis waarvan hij een – in beginsel – kostendekkende premie berekent. In de huidige regelingen hebben individuele deelnemers geen invloed op de manier waarop de premie wordt belegd.

Een andere invulling van de pensioenregeling is de premieovereenkomst. Een minderheid van de Nederlandse werknemers heeft deze pensioenvorm, maar de premieovereenkomst mag zich in een toenemende populariteit verheugen. Premieovereenkomsten worden voornamelijk aangeboden door verzekeringsmaatschappijen. Bij deze pensioenvorm maken de werkgever en werknemers een afspraak over de premie die voor het pensioen ter beschikking wordt gesteld. Daarom worden deze pensioenregelingen 'beschikbare premieregelingen' genoemd. De pensioentoezegging betreft de premie; de na pensionering te ontvangen uitkering is – in het algemeen – onzeker. Afhankelijk van de gemaakte afspraken kan de premie op verschillende manieren worden aangewend:

– *De premie wordt belegd*

De deelnemer koopt van het beleggingstegoed dat op pensioendatum aanwezig is, een periodieke pensioenuitkering tegen het dan geldende tarief. Dit tarief is onder meer afhankelijk van de rentestand (hoe lager de marktrente op

pensioendatum, des te lager de aan te kopen pensioenuitkering) en de verwachte sterftekansen (hoe hoger de algemene levensverwachting op pensioendatum, des te lager de aan te kopen pensioenuitkering). De deelnemer loopt dus beleggingsrisico gedurende de opbouwfase van het tegoed, en renterisico en langlevensrisico ten aanzien van het aankooptarief voor de periodieke uitkering op pensioendatum.

- *De premie wordt besteed aan een verzekering van een vast kapitaal op pensioendatum*

Van het kapitaal op pensioendatum wordt een periodieke pensioenuitkering aangekocht. De deelnemer loopt geen beleggingsrisico tijdens de opbouwfase. Wel is er renterisico en langlevensrisico ten aanzien van het aankooptarief voor de periodieke uitkering op pensioendatum.

- *De premie wordt direct aangewend voor de aankoop van een uitkering vanaf pensioendatum*

De deelnemer loopt geen beleggingsrisico tijdens de opbouwfase, noch renterisico en langlevensrisico ten aanzien van het aankooptarief voor de periodieke uitkering.

Dit paper concentreert zich op de eerste categorie: de premieovereenkomst waarbij de premies worden belegd. Anders dan bij de (huidige) uitkeringsovereenkomsten hebben bij deze pensioenvorm individuele werknemers meestal invloed op de wijze waarop de pensioenpremie wordt belegd. De mate van beleggingsvrijheid die een werknemer heeft, is afhankelijk van de ruimte die de werkgever en de pensioenuitvoerder daarvoor willen geven.

In de praktijk worden drie varianten aangetroffen.

1. De uitvoerder hanteert voor alle deelnemers één standaard beleggingsmix waarin het beleggingsrisico wordt afgebouwd

- naarmate de pensioendatum nadert⁵. Feitelijk heeft de werknemer geen beleggingsvrijheid. De beleggingen van een deelnemer zijn niet afgestemd op zijn specifieke kenmerken en voorkeuren – zoals zijn risicobereidheid. Daarom blijft deze variant in dit paper verder buiten beschouwing.
2. De uitvoerder biedt meerdere standaard beleggingsmixen. Een werknemer belegt in de beleggingsmix die past bij zijn risicoprofiel.
 3. De uitvoerder biedt – eventueel naast één of meerdere standaard beleggingsmixen – de mogelijkheid aan deelnemers om hun beleggingen naar eigen inzicht samen te stellen uit een veelheid van beleggingsfondsen.

De analyse in dit paper richt zich op de tweede en derde variant. Kenmerkend voor deze varianten is dat de pensioenuitvoerder een risicoprofiel van de deelnemer vaststelt. De pensioenuitvoerder stemt de beleggingen af op dit profiel (variant 2) of adviseert de deelnemer op basis van dit profiel over de invulling van de beleggingen (variant 3).

5 In de praktijk vaak aangeduid met de term 'life cycle'.

3. Wettelijk kader

De Pensioenwet schrijft voor dat pensioenuitvoerders een zorgplicht hebben ten aanzien van premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid. De pensioenuitvoerder is verantwoordelijk voor de beleggingen en is verplicht prudent te beleggen. Dat wil zeggen: zorgvuldig en in het belang van de deelnemer. Als de deelnemer de verantwoordelijkheid voor de beleggingen van de pensioenuitvoerder heeft overgenomen, moet de pensioenuitvoerder de deelnemer adviseren over de spreiding van de beleggingen in relatie tot de duur van de periode tot pensioendatum⁶. De pensioenuitvoerder moet in dat geval informatie bij de deelnemer inwinnen over diens financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid (voor zover redelijkerwijs relevant voor het advies of het beheren van het vermogen)⁷.

Dit roept twee vragen op:

- in welke situaties is er sprake van beleggingsvrijheid?
- in welke situaties heeft de deelnemer de verantwoordelijkheid voor de beleggingen overgenomen?

Dit is relevant voor het beantwoorden van de kernvraag of – en op welke wijze – de pensioenuitvoerder een klant- of risicoprofiel moet vaststellen.

⁶ Pensioenwet artikel 52, lid 3.

⁷ Artikel 52, lid 5, PW verklaart afdeling 4.2.3 van de Wet op het financieel toezicht van toepassing in de situatie waarin de deelnemer de verantwoordelijkheid voor de beleggingen van de pensioenuitvoerder heeft overgenomen. Volgens artikel 4:23 Wet op het financieel toezicht moet een financiële onderneming informatie inwinnen over de financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid, voor zover dit redelijkerwijs relevant is voor het advies of het beheren van het individuele vermogen.

Volgens de AFM is er sprake van beleggingsvrijheid zodra een deelnemer invloed kan uitoefenen op de wijze waarop de premie wordt belegd⁸. Ook als de deelnemer kan kiezen uit meerdere beleggingsmixen die zich automatisch in de tijd aanpassen, is er volgens de AFM sprake van beleggingsvrijheid⁹.

Het gebruik maken van beleggingsvrijheid houdt niet per definitie in dat de deelnemer ook de verantwoordelijkheid voor de beleggingen heeft overgenomen. Het lijkt geen twijfel dat er sprake is van overname van de verantwoordelijkheid voor de beleggingen als de deelnemer zijn eigen beleggingsmix samenstelt uit een veelheid van door de pensioenuitvoerder aangeboden beleggingsfondsen. Is er ook sprake van een overname van de verantwoordelijkheid door de deelnemer als deze slechts kan beleggen in enkele door de pensioenuitvoerder aan risicoprofielen gekoppelde standaard beleggingsmixen, waarbij het beleggingsrisico automatisch wordt afgebouwd? Naar onze mening niet. De deelnemer neemt in dat geval niet de verantwoordelijkheid over, maar vertrouwt zijn beleggingen toe aan de verantwoordelijkheid van de pensioenuitvoerder die belegt conform het risico dat de deelnemer wil lopen. De deelnemer oefent in die situatie – via zijn risicoprofiel – wel invloed uit op de standaard beleggingsmix waarin de premie wordt belegd, maar heeft geen zeggenschap over de samenstelling van de beleggingen binnen die mix. Zeker gezien het feit dat de beleggingsmix automatisch wordt aangepast naarmate de pensioendatum nadert, is van een 'overname van verantwoordelijkheid' voor de beleggingen geen sprake.

8 Rapport Onderzoek zorgplicht bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid 2009, paragraaf 3.1.

9 AFM Visie op open norm zorgplicht bij premieovereenkomsten 21 december 2007, pag 2.

Het wettelijk kader biedt dus ruimte voor discussie over de vraag of *alle* aspecten die in de Wet op het financieel toezicht (Wft) genoemd worden (financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid) moeten worden uitgevraagd als de pensioenuitvoerder louter standaard beleggingsmixen aanbiedt.

4. Risicoprofielmeting in de praktijk – classificatie van consumenten

Om de huidige praktijk in kaart te brengen is bij dertien pensioenuitvoerders onderzocht hoe zij het risicoprofiel van deelnemers in beleggingspensioenen vaststellen¹⁰. Alle partijen werken met vragenlijsten. Er blijken grote verschillen te bestaan in het aantal vragen dat in het vragenformulier is opgenomen en in de aard en inhoud hiervan. Alle partijen werken met een beperkt aantal voorgedefinieerde risicoprofielen. De vragenlijsten fungeren als hulpmiddel om van de deelnemers vast te stellen welk profiel het best past. Het aantal risicoprofielen varieert van drie tot vijf. Bij de benaming van de profielen gebruiken pensioenuitvoerders vaak de termen '(zeer) defensief', 'neutraal', '(zeer) offensief', maar ook termen als 'voorzichtig' en 'ambitieuus' komen voor.

De gebruikte vragen zijn te categoriseren in vijf deelgebieden die in de meeste vragenlijsten worden afgedekt:

– *Financiële positie*

Hierbij gaat het om de huidige financiële positie van een werknemer (de inkomens- en/of vermogenspositie ten tijde van het invullen van het vragenformulier).

– *Kennis en/of ervaring*

In veel gevallen wordt zowel gevraagd naar de aanwezigheid van kennis van beleggen als naar concrete ervaring met beleggen. In enkele gevallen wordt enkel naar ervaring gevraagd of worden uitsluitend kennisvragen gesteld. In onze analyse hebben we beide categorieën samengevoegd.

¹⁰ Op basis van medio 2010 beschikbare informatie.

– *Horizon*

Dit betreft de beleggingshorizon of de duur van de periode vanaf de start van het beleggen in het beleggingspensioen tot aan de pensioendatum. Dit kan worden gezien als een afgeleide doelstellingsvraag.

– *Afhankelijkheid uitkering*

Dit gaat om vragen over de mate waarin de werknemer financieel afhankelijk is van de uitkering uit het beleggingspensioen. Hiermee probeert de uitvoerder inzicht te krijgen in de doelstellingen van de werknemer. Wat is de gewenste of noodzakelijke bijdrage van de pensioenuitkering aan de financiële positie na pensioendatum? Dit zijn zowel feitelijke vragen (zoals de vraag of het een basispensioen of aanvullend pensioen is) als subjectieve vragen (zoals de vraag: "Hoe afhankelijk bent u van dit pensioen volgens u"). In een enkel geval gaat het hier ook om de vraag of eventuele nabestaanden ook financieel afhankelijk zijn van de uitkering uit het beleggingspensioen.

– *Risicobereidheid*

Dit zijn vragen die moeten 'uitwijzen' hoe de werknemer aankijkt tegen het beleggingsrisico. Daarbij wordt niet altijd expliciet gemaakt dat het risico uiteindelijk tot uitdrukking komt in de pensioenuitkering vanaf pensioendatum. In sommige gevallen blijft in het midden of de risicobereidheid betrekking heeft op de pensioenuitkering of op fluctuaties in het beleggingstegoed in de periode tot aan de pensioendatum. De vraagstelling gaat vaak in op de beleving van een waarde-daling op enig moment of een 'tussentijdse' of 'plotselinge' waardedaling. In onze analyse hebben wij een onderscheid gemaakt tussen de vragen die in de vraagstelling of in het

antwoord een link leggen naar het pensioen en de vragen over risicobereidheid in meer algemene zin.

Er is een aanzienlijke diversiteit in de gehanteerde categorieën van vragen en in de methode om antwoorden op deze vragen te vertalen in risicoprofielen. De drie gangbare methodes worden beschreven in Appendix A. Daarnaast bestaan er grote verschillen in de formulering van vragen. Dit laatste kan worden geïllustreerd met de vraag naar de risicobereidheid (zie tabel 1).

De cruciale vraag hierbij is: leiden de verschillende methoden, het al dan niet uitvragen van bepaalde categorieën, en de verschillende vraagstellingen tot verschillende risicoprofielen en daarmee tot verschillen in de beleggingsrisico's die deelnemers lopen?

Belangrijk is dat de uitkomst van de vragenlijst bij de meeste aanbieders niet per definitie bepalend is voor het uiteindelijke profiel. Vaak geeft de aanbieder een beschrijving van de beleggingsmix die aan het risicoprofiel is gekoppeld en de risico's die aan die beleggingen verbonden zijn. De deelnemer wordt gevraagd of hij zich hierin herkent. Als dit niet het geval is, wordt de deelnemer aanbevolen de vragenlijst nogmaals in te vullen. Ook bieden enkele aanbieders de mogelijkheid om los van het nogmaals invullen van de lijst een ander profiel te kiezen op basis van de beschrijving van dat profiel. Er is dus in het algemeen geen onontkoombare 'mechanische' relatie tussen het vragenformulier en het uiteindelijke profiel. Maar aangenomen mag worden dat een belangrijk deel van de deelnemers zich laat leiden door de uitkomst van het formulier. Bovendien lijkt het vanzelfsprekend dat de uitkomsten van het gangbare hulpmiddel consistent en vergelijkbaar zijn. Daarom is de vraag relevant of de genoemde verschillen tot (sterk) uiteenlopende profielen kunnen leiden.

Tabel 1: Vragen gebruikt door aanbieders bij het meten van risicobereidheid

<i>Vraagstelling per aanbieder</i>	<i>Antwoordcategorieën</i>
In hoeverre bent u bereid risico te nemen met deze beleggingen voor uw pensioen?	<ul style="list-style-type: none"> – Een zeer klein risico, ik besef dat de beleggingsopbrengst dan relatief zeer laag kan zijn. – Een klein risico, ik besef dat de beleggingsopbrengst dan relatief laag kan zijn. – Een gemiddeld risico, ik besef dat de beleggingsopbrengst relatief gemiddeld kan zijn. – Een hoog risico, ik wil een hoge beleggingsopbrengst, maar besef dat deze opbrengst onzekerder zal zijn dan bij een gemiddeld risico.
Als u zichzelf als belegger zou typeren, welke stelling past dan het best bij u?	<ul style="list-style-type: none"> – Ik wil het risico redelijk beperkt houden en neem genoegen met het rendement dat daarbij hoort. – Ik wil een redelijk rendement behalen en ben me ervan bewust dat ik hierdoor een zekere mate van risico loop. – Om de kans op een hoger rendement te vergroten, mag een aanzienlijk deel van mijn portefeuille risicovol belegd worden.
De verhouding tussen rendement en risico bepaalt voor een belangrijk deel het beleggingsresultaat. Welke stelling past het best bij u?	<ul style="list-style-type: none"> – Een gestage groei van mijn vermogen vind ik belangrijker dan de kans op hoge rendementen die flinke fluctuaties met zich mee kunnen brengen. – Enige fluctuaties in de groei van mijn vermogen vind ik acceptabel in ruil voor de kans op een hoger rendement. – Ik ben alleen geïnteresseerd in de kans op hoge rendementen, al leidt dit tot flinke (neerwaartse) fluctuaties van mijn vermogen.
Beleggen in aandelen levert naar verwachting op langere termijn een hoger rendement op dan bijvoorbeeld een spaarrekening. Maar de resultaten kunnen ook tegenvallen. Hoe staat u tegenover de mogelijkheid dat uw pensioen op de pensioendatum lager uitvalt dan het bedrag waarop u rekent?	<ul style="list-style-type: none"> – Ik wil niet dat resultaten kunnen tegenvallen. Ik kies voor een zekere opbrengst, ook als dat naar verwachting lager uitvalt dan bij beleggingen in aandelen. Ik accepteer dat ik niet kan profiteren van meevallers door goede beleggingsresultaten. – Ik wil wel profiteren van de mogelijkheid om extra beleggingsrendement te halen, maar ik wil het risico op uitschieters in het rendement minimaal houden. – Ik accepteer een iets hogere kans op uitschieters in het beleggingsrendement dus iets meer onzekerheid ten aanzien van mijn pensioen omdat ik graag profiteer van de kans op goede beleggingsrendementen. – Ik accepteer de kans op uitschieters in beleggingsrendementen, en dus dat mijn pensioen kan tegenvallen. Maar ik wil de grootste afwijkingen voorkomen. – Ik ga voor een maximaal rendement en ik accepteer daarbij de daarbij behorende risico's. Ik accepteer de mogelijkheid van grote uitschieters in het uiteindelijke pensioen naar boven en naar beneden.

Wij hebben onderzocht wat bij een gegeven risicobereidheid de invloed is van verschillende deelnemerseigenschappen op het risicoprofiel. De vragenlijsten zijn toegepast op vier standaard deelnemersgroepen. Bij het invullen van de vragenlijsten is uitgegaan van vier persoonscategorieën:

- Categorie 1: Leeftijd 25, geen enkele risicobereidheid
- Categorie 2: Leeftijd 25, maximale risicobereidheid
- Categorie 3: Leeftijd 60, geen enkele risicobereidheid
- Categorie 4: Leeftijd 60, maximale risicobereidheid

Aan iedere deelnemerscategorie zijn vervolgens verschillende subkenmerken toebedeeld:

1. Geen enkele kennis en ervaring met beleggen versus maximale kennis en ervaring
2. Een minimale financiële positie versus een maximale inkomens- en vermogenssituatie.
3. Een verwachte maximale financiële afhankelijkheid van de pensioenuitkering versus een minimale afhankelijkheid van de pensioenuitkering.

Dit levert per deelnemerscategorie acht verschillende varianten op (twee niveaus per subkenmerk) en in totaal 32 verschillende typen consumenten. Voor elk type is per aanbieder het risicoprofiel bepaald aan de hand van de beschikbare vragenlijsten.

Deze analyse heeft geleid tot de volgende conclusies. Ten eerste blijkt dat pensioenaanbieders deelnemers met gelijke eigenschappen – op basis van de uitkomsten van de vragenlijsten – in verschillende risicoprofielen inschalen. Dezelfde deelnemer kan bijvoorbeeld bij de ene aanbieder worden geclassificeerd als 'defensieve belegger' en bij de andere als 'offensieve belegger'.

Ten tweede blijkt dat een hogere risicobereidheid niet altijd resulteert in een risicoprofiel met een hoger beleggingsrisico. De factoren kennis/ervaring, actuele financiële positie en verwachte financiële afhankelijkheid van de uitkering na pensionering hebben een sterk uiteenlopende invloed op het risicoprofiel. Deze factoren kunnen de invloed van risicobereidheid in het vastgestelde risicoprofiel sterk dempen. Dit kan worden geïllustreerd met het voorbeeld in box 1.

Ten derde blijkt dat een hogere leeftijd of een kortere beleggingshorizon bij de meeste aanbieders geen bepalende factor is, maar bij enkele aanbieders leidt tot een defensiever profiel. Dit is opmerkelijk omdat alle aanbieders op enigerlei wijze het beleggingsrisico binnen de standaard beleggingsmixen afbouwen. Zo wordt bijvoorbeeld binnen het meest offensieve profiel minder risicovol belegd voor een 60-jarige deelnemer dan voor een 25-jarige. Als het risico binnen de bij de profielen behorende beleggingen al wordt afgebouwd naarmate de pensioendatum dichterbij komt, is de vraag waarom de horizon nog een bepalende factor zou moeten zijn.

Wij merken op dat de gevonden uitkomsten het resultaat zijn van een 'mechanische' toepassing van de vragenlijsten op de deelnemerseigenschappen. In de praktijk kunnen de uiteindelijke profielen anders zijn. Hiervoor is al aangegeven dat de uitkomst van de vragenlijst niet altijd volautomatisch resulteert in een bepaald profiel. Daarnaast leidt onze 'mechanische' toepassing bij sommige vragen tot uitkomsten die in de praktijk niet waarschijnlijk zijn¹¹. Dit neemt niet weg dat de analyse laat zien dat de toepassing van verschillende methoden structureel tot verschillen in risicoclassificatie leidt.

11 Zo is het bijvoorbeeld niet erg waarschijnlijk dat een 25-jarige deelnemer langjarige beleggingservaring heeft.

Box 1. Voorbeeld – effect ervaring en financiële situatie

Een 25-jarige alleenstaande man start direct na afronding van zijn studie Financiële Economie in zijn eerste fulltime baan. Hij heeft veel kennis van beleggen, maar geen ervaring. Gelet op de nog lange looptijd van zijn pensioenbeleggingen, accepteert hij bij de start grote risico's. Hij meent dat hij zich niet bezorgd zal maken bij aanzienlijke tussentijdse waardedalingen, en ziet deze juist als een goede gelegenheid om beleggingen aan te kopen als hij daar op dat moment voldoende middelen voor zou hebben. Hij heeft een startsalaris van 25.000 euro bruto met goede doorgroeimogelijkheden. Zijn inkomen stijgt naar verwachting op korte termijn. Hij heeft een studieschuld en geen noemenswaardige financiële middelen. In de toekomst verwacht hij tot 50 procent van zijn vermogen te beleggen. Omdat zijn pensioen ver in de toekomst ligt, vindt hij het moeilijk aan te geven hoe afhankelijk hij dan is van dit pensioen. Maar als hij moet kiezen, schat hij dat hij zijn pensioen voor een groot deel nodig heeft voor zijn levensonderhoud omdat hij dan een hoge levensstandaard heeft. Deze werknemer scoort slechts bij één aanbieder een maximaal offensief profiel. Bij een derde van de aanbieders is het profiel gemiddeld/neutral of defensiever.

Samenvattend concluderen we dat de verschillen in methode en vraagstelling voor een en dezelfde werknemer tot uiteenlopende risicoclassificaties leiden. Deze conclusie wordt in Appendix B geïllustreerd aan de hand van de uitkomsten van de vragenlijsten bij vier aanbieders.

Dit roept vragen op over de consistentie van de onderliggende systematiek tussen aanbieders. Als deze grote variatie vertoont, is het niet mogelijk om eenduidig vast te stellen of het uiteindelijke beleggingsadvies al dan niet aansluit bij het risicoprofiel van de consument. Ook zijn consumenten als gevolg van deze verschillen niet in staat om vergelijkingen te maken tussen verschillende aanbieders. Sec kijkend naar beleggingspensioenen kan nog worden aangenomen dat onderlinge vergelijkbaarheid van producten voor werknemers van minder belang is, omdat werknemers automatisch deelnemen in een product dat door de

werkgever is afgesloten. Werknemers met een beleggingspensioen die ook in de privé sfeer beleggingsproducten afsluiten, zullen daarentegen veel onduidelijkheid ervaren. Belangrijker is echter dat – vanwege de grote variatie in uitkomsten – er geen zekerheid is dat het resultaat van de vragenlijst een adequate weergave is van het beleggingsrisico dat een deelnemer wil lopen.

5. Risicoprofielmeting in de praktijk – De rol van de verschillende deelvragen

Uit de vragenlijsten blijkt dat deelnemers in beleggingspensioenen voor de vaststelling van hun risicoprofiel in verschillende mate worden bevroegd over financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen, beleggingshorizon en risicobereidheid. De opzet van de vragenlijsten en formulering van de vragen vertonen grote overeenkomsten met de vragenlijsten die in gebruik zijn in het vrije vermogensbeheer. Met andere woorden: de deelnemers in een pensioenregeling worden bevroegd alsof hun belegging (op basis van verplichte en qua hoogte niet te beïnvloeden premiestortingen) niet bedoeld is voor het op lange termijn verwerven van een maandelijkse pensioenuitkering, maar voor de aanschaf in volledige keuzevrijheid van een product voor vermogensvorming op een (veel) kortere termijn. Ook wordt er geen onderscheid gemaakt tussen de situatie waarin de deelnemer op basis van zijn profiel belegt in een door de pensioenuitvoerder vastgestelde standaard beleggingsmix – inclusief risicoafbouw richting pensioendatum – en de situatie waarin de deelnemer de vrijheid heeft om de beleggingen naar eigen inzicht te kiezen. In beide situaties zijn vragenlijsten en scores identiek.

Deze praktijk voldoet niet goed voor beleggingspensioenen. Niet alle aspecten van het klantprofiel zijn namelijk relevant voor beleggingspensioenen. Vaak ook is de vraagstelling onvoldoende toegespitst op het specifieke risico van beleggingspensioenen. In deze bespreking hanteren we daarbij de volgende uitgangspunten:

1. Het risicoprofiel is het geheel van gegevens van de deelnemer op basis waarvan de pensioenuitvoerder de beleggingen voor de deelnemer selecteert of de deelnemer over

de beleggingen adviseert. De informatie in het risicoprofiel moet daarom relevant zijn voor de vraag welke beleggingen het meest geschikt zijn voor de betreffende deelnemer. Dit in het kader van vermogensvorming voor de aankoop van een pensioenuitkering.

2. Hierbij kan onderscheid worden gemaakt in de persoonsgebonden risicobereidheid van de deelnemer en situationele factoren. De risicobereidheid geeft weer hoeveel variatie de deelnemer accepteert in het totale (jaarlijkse) inkomen na pensionering. Situationele factoren (zoals bijvoorbeeld bestaand eigen vermogen) kunnen bepalend zijn voor de uiteindelijk door de deelnemer vast te stellen risico/rendementsverhouding van de pensioenbeleggingen.

Vanuit deze optiek bespreken we hierna voor iedere categorie vragen de relevantie voor beleggingspensioenen. Daarbij gaan we allereerst uit van de veelvoorkomende situatie dat een deelnemer belegt in een door de pensioenuitvoerder voorgedefinieerde standaard beleggingsmix met automatische risicoafbouw. Daarna onderzoeken we of de bevindingen anders zijn in een situatie van volledige beleggingsvrijheid.

Huidige financiële positie

Het aspect 'huidige financiële positie' staat voor de huidige inkomens- en/of vermogenspositie. Het uitvragen van dit aspect is zinvol wanneer het iets zegt over de situatie van de deelnemer na pensionering. Denkbaar is dat veranderingen in de vermogenspositie in positieve zin (zoals een ontvangen nalatenschap) of in negatieve zin (zoals de financiële gevolgen van een echtscheiding) van invloed zijn op de bereidheid en de mogelijkheid om beleggingsrisico te lopen voor de pensioenvoorziening. Maar in de

praktijk kunnen deelnemers meestal geen relatie leggen tussen de huidige en toekomstige financiële positie.

Een zware weging of zelfs doorslaggevende rol voor de huidige financiële positie van de deelnemer leidt tot de ongerijmde conclusie dat werknemers die het wat minder breed hebben, geen uitzicht op een hoger beleggingsrendement wordt geboden. Ook niet als zij een goed uitzicht hebben op verbetering van hun financiële positie, of bereid zijn hun uitgavenpatroon aan te passen of in het zicht van een tegenvallend pensioen wat langer door te werken. Vragen naar de huidige financiële positie zouden deelnemers dan ook meer bewust moeten maken van de relatie met de financiële situatie na pensionering.

In dit licht vinden we het positief dat slechts vier pensioenuitvoerders de huidige financiële positie als een op zichzelf staand aspect meenemen bij het bepalen van het risicoprofiel. De meerderheid van de onderzochte pensioenuitvoerders geeft een betere invulling aan het aspect 'financiële positie' door te vragen naar de financiële positie na pensionering of de afhankelijkheid van de pensioenuitkering. Dit aspect bespreken we hierna.

Kennis en ervaring

De aspecten kennis en ervaring worden soms apart uitgevraagd en dan weer in één adem genoemd. In een aantal van de onderzochte vragenlijsten spelen kennis en ervaring een belangrijke en zelfs doorslaggevende rol bij de vaststelling van het risicoprofiel. Het ontbreken van kennis en/of ervaring leidt in sommige gevallen automatisch tot een zeer defensief (spaar)profiel. Naar onze mening is dit niet terecht. Waarom kan een deelnemer slechts in een risicovolle standaardmix beleggen als hij al beleggingservaring heeft? Dit sluit veel startende werknemers uit van offensieve profielen en daarmee van een rationeel gewenst rendement.

Vanuit economisch perspectief is het verstandig om in het begin van de loopbaan (relatief lage premie-inleg en nog een lange beleggingsperiode te gaan) risicovol te beleggen. Er is immers nog voldoende tijd om tegenvallers te compenseren¹². Maar veel werknemers zullen aan het begin van hun loopbaan nog maar weinig of geen beleggingservaring hebben.

Relevant bij het vaststellen van het risicoprofiel van een deelnemer is dat de deelnemer voldoende inzicht heeft in de risico's die aan beleggen verbonden zijn. Vragen naar kennis van beleggen zijn in dit verband zinvol wanneer ze in het teken staan van bewustmaking van de risico's. Daarbij zou het meer moeten gaan om 'risicobesef' dan om 'beleggingstechnische kennis' die in zeer verschillende gradaties aanwezig kan zijn en die voor deelname in beleggingspensioenen weinig relevant is.

Doelstellingen

Het antwoord op de vraag naar de doelstelling van een beleggingspensioen ligt voor de hand. De deelnemer is namelijk verplicht om het opgebouwde beleggingstegoed op pensioen-datum aan te wenden voor de aankoop van een periodieke uitkering. Een enkele aanbieder maakt onderscheid tussen een basispensioen en een excedent pensioen vanaf een zeker inkomensniveau, of tussen een verplicht pensioen en vrijwillige deelname aan een aanvullend pensioen. De toegevoegde waarde van dit onderscheid is onduidelijk zonder expliciete koppeling met de totale financiële middelen die beschikbaar zijn na pensioen. Dus is het beter om de vraagstelling te richten op de financiële afhankelijkheid van de uitkering na pensionering.

12 Bovenberg en Nijman 2009

Horizon

Zoals eerder gezegd, hanteren alle pensioenuitvoerders een systeem van automatische risicoafbouw binnen de standaard beleggingsmixen. Het aspect 'horizon' is in zijn algemeenheid uiteraard van groot belang bij het vaststellen van aanvaardbare beleggingsrisico's. Maar als de aanbieder dit aspect al heeft meegenomen in de beleggingsmix, leidt het meewegen ervan in het risicoprofiel voor oudere deelnemers tot onnodig defensieve beleggingen.

Afhankelijkheid van pensioenuitkering

Bijna alle pensioenuitvoerders vragen naar de mate waarin de deelnemer financieel afhankelijk is van het beleggingspensioen. Hoewel dit kan leiden tot verschillen in de gewenste beleggingsmix, is deze relatie bijzonder moeilijk in te vullen. Van een twintiger of dertiger wordt gevraagd zich tientallen jaren in de toekomst te verplaatsen. Daarbij is van belang welke andere inkomensbronnen en welke financiële buffers er dan zijn. De vraag is in hoeverre werknemers dit kunnen inschatten. Toekomstige loopbaan- en salarisontwikkeling, vermogensvorming (eigen huis, spaartegoed, eventueel ontvangen nalatenschappen) en leefsituatie (alleenstaand, partnerinkomen, aantal echtscheidingen tot aan pensioendatum) zijn lastig in te schatten, zeker voor jongere werknemers. Soms wordt de AOW-uitkering in de vraagstelling betrokken en soms niet. In bijna alle gevallen moet de deelnemer een inschatting maken over de verhouding van het pensioeninkomen tot de AOW-uitkering en over de relatie tot overige inkomensbronnen. Deze vragen zijn in veel gevallen niet zonder nadere toelichting of aannames te beantwoorden. Ter illustratie verwijzen wij naar de voorbeelden in box 2.

De scores bij deze vragen leiden ertoe dat deelnemers die zeggen in belangrijke mate afhankelijk te zijn van het inkomen uit de pensioenvoorziening, richting een defensief profiel worden geleid. En dus in de richting van een beleggingsmix met een verwacht laag rendement en dus een verwacht mager pensioeninkomen. Een wezenlijke vraag is echter of een grote financiële afhankelijkheid moet leiden tot een defensief of tot een offensief risicoprofiel.

- Stel dat de AOW-uitkering de belangrijkste bron is en het beleggingspensioen slechts een marginale aanvulling. Is een defensief profiel dan op z'n plaats omdat het totale inkomen laag is en tegenvallers vermeden moeten worden? Of een offensief profiel om met het verwachte hogere rendement nog een fatsoenlijke aanvulling op de AOW-uitkering te kunnen behalen?¹³.
- Stel dat AOW slechts een marginale aanvulling op het beleggingspensioen is. Is een defensief profiel dan gepast omdat vermeden moet worden dat een groot deel van het inkomen bloot staat aan beleggingsrisico? Of juist een offensief profiel omdat deze pensioengerechtigde wel een tegenvaller kan hebben?

Het formuleren van relevante vragen naar de toekomstige financiële positie en de afhankelijkheid van de uitkering blijft buitengewoon lastig. Dit neemt niet weg dat de financiële afhankelijkheid van het beleggingspensioen een belangrijk element is bij het bepalen van de gewenste risico/rendementsverhouding

¹³ In dit verband is saillant dat de AFM stelt dat werknemers moeten worden gewezen op het risico van voorzichtig beleggen (= verwacht laag rendement = verwacht laag pensioen). AFM Rapport Onderzoek zorgplicht bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid 2009, paragraaf 5.1.

Box 2. Voorbeeld – vraagstellingen financiële afhankelijkheid pensioenuitkering

In hoeverre bent u na pensionering afhankelijk van de AOW en dit beleggingspensioen?

- Geheel afhankelijk, want er is geen ander inkomen.
- Gedeeltelijk afhankelijk, want er zijn nog andere inkomsten maar onvoldoende voor de vaste lasten en levensonderhoud.

In hoeverre bent u na pensionering afhankelijk van dit beleggingspensioen?

- Ik heb het helemaal nodig voor mijn levensonderhoud.
- Ik heb het voor een klein deel nodig voor mijn levensonderhoud.

van de beleggingen. De gangbare vragen doen hier echter geen recht aan. Verbetering is mogelijk door niet alleen de afhankelijkheid van de pensioenuitkering in kaart te brengen, maar ook de mogelijkheden en bereidheid om tegenvallers te compenseren. In de praktijk van de financiële dienstverlening zijn hulpmiddelen beschikbaar in de vorm van persoonlijke financiële planning. Vanwege de hieraan verbonden kosten is dit voor beleggingspensioenen niet haalbaar. Nieuwe instrumenten geschikt voor grote groepen deelnemers zijn gewenst.

Risicobereidheid

In de onderzochte vragenlijsten wordt de risicobereidheid van deelnemers op zeer uiteenlopende manieren uitgevraagd. Een aantal vragen heeft expliciet betrekking op de houding jegens waardedalingen in de periode waarin het beleggingstegoed wordt opgebouwd. Daarnaast krijgen deelnemers vragen over de bereidheid om een tegenvallend pensioen te accepteren. Soms blijft in het midden of het gaat om tussentijdse fluctuaties of om fluctuaties in de pensioenuitkering. Vrijwel alle pensioenuitvoerders stellen een of meer vragen over risicobereidheid zonder een

expliciete link te leggen naar de onzekerheid over de pensioenuitkering. Ongeveer de helft stelt een vraag waarbij in de vraagstelling of het antwoord een link wordt gelegd met het pensioen in het algemeen. Hierbij vragen slechts enkele aanbieders expliciet naar de bereidheid om risico te lopen op het vlak van de periodieke pensioenuitkering. In enkele gevallen wordt een relatie gelegd met het verwachte rendement.

Omdat de aankoop van een periodieke pensioenuitkering het onlosmakelijke doel is van een beleggingspensioen, en omdat de focus van de deelnemer onvermijdelijk op de lange termijn gericht is (of zou moeten zijn), ligt het voor de hand om de risicobereidheid te toetsen in termen van onzekerheid over de pensioenuitkering. Vragen over 'tussentijdse' waardedalingen kunnen een indicatie geven voor deze risicobereidheid, maar geven geen doorslaggevend inzicht. Soms zijn ze zelfs misleidend, als ze niet worden gekoppeld aan het risico voor de uiteindelijke uitkering. Want: heeft een deelnemer die zich niet comfortabel voelt bij een tussentijdse waardedaling, enig zicht op de mogelijke gevolgen daarvan voor zijn pensioenuitkering? Het beleggingsrisico dat een deelnemer in een beleggingspensioen loopt, wordt hoofdzakelijk manifest op de pensioendatum. Tussentijdse waardefluctuaties zijn slechts relevant, als de deelname aan het beleggingspensioen vóór het bereiken van de pensioendatum wordt gestaakt en de opgebouwde waarde wordt ingebracht in een salarisdiensttijdregeling. Kort na een beurscrash zal de deelnemer dan een aanzienlijk lager pensioen kunnen inkopen dan bij een stabiele vermogensgroei¹⁴.

14 Een vergelijkbaar effect doet zich voor als er voor de deelnemer 'pensioeninkoopgericht' wordt belegd in langlopende obligaties en er sprake is van een snelle stijging van de markttrente.

Het is zeer de vraag of deze mogelijke consequentie doorslaggevend moet zijn bij de bepaling van het beleggingsbeleid. Daarom zou de focus gericht moeten zijn op de *uitkomst op pensioendatum*, en niet op mogelijke tussenstanden. De mogelijkheid en wenselijkheid van waardeoverdracht is immers volstrekt onvoorspelbaar¹⁵. De informatievoorziening aan deelnemers bij aanvang van de deelname aan de regeling en tijdens de looptijd, moet hier uiteraard op zijn afgestemd. Belangrijk is dat aan deelnemers periodiek inzicht wordt gegeven in de risico's van hun pensioenvoorziening in termen van mogelijke pensioenuitkeringen of de mogelijke fluctuatie van de pensioenuitkering. Dit neemt niet weg dat het raadzaam is om de deelnemer ook te informeren over mogelijke fluctuaties van het beleggingstegoed tijdens de looptijd. In dat kader kan ook aandacht worden besteed aan de gevolgen van voortijdige stopzetting van de premiebetaling door een beëindiging van de dienstbetrekking. Denk aan de gevolgen voor de opbouw van het pensioenkapitaal en voor de waarde van het opgebouwde tegoed in geval van waardeoverdracht.

Onze conclusie over de gewenste invloed van de verschillende deelvragen bij het bepalen van het risicoprofiel van de consument is dat terughoudendheid is geboden. Voor situaties waarin deelnemers slechts kunnen beleggen in door de pensioenuitvoerder voorgedefinieerde standaard beleggingsmixen met automatische risicoafbouw, hebben vragen naar doel, beleggingshorizon,

15 Voor de volledigheid merken wij op dat in sommige pensioenregelingen de stand van het beleggingstegoed bepalend kan zijn voor de hoogte van een aan te kopen nabestaandenvoorziening in geval van overlijden van de deelnemer. Ook ten aanzien van deze mogelijke consequentie concluderen wij dat dit niet leidend kan zijn voor het beleggingsbeleid. Het tijdstip van overlijden is immers (uitzonderingen daargelaten) niet te voorspellen, en een goede nabestaandenvoorziening dient per definitie onafhankelijk te zijn van grillige beleggingsresultaten.

kennis/ervaring en actuele financiële positie geen toegevoegde waarde.

Bovenstaande overwegingen zijn toegespitst op de situatie dat de deelnemer louter belegt in standaard beleggingsmixen met automatische risicoafbouw. De vraag is nu of de conclusies veranderen voor de situatie waarin deelnemers zelf de beleggingen kunnen kiezen. Vragen naar kennis en ervaring – als substituuut voor kennis – zijn dan wel op hun plaats om de consument te kunnen waarschuwen voor risico's bij beleggingen. Ook kan het zijn dat een pensioenuitvoerder alleen deelnemers met enige kennis van beleggen de mogelijkheid wil bieden om naar eigen inzicht een beleggingsmix samen te stellen. Vastgesteld zou moeten worden of de deelnemer toerekeningsvatbaar is voor de beleggingsresultaten. De uitkomsten van deze vragen zouden echter niet van invloed moeten zijn op het risicoprofiel. In de situatie van beleggingsvrijheid bij de deelnemer is de horizon relevant voor het advies dat de pensioenuitvoerder geeft. De vraag is echter of dit aanleiding geeft om de horizon expliciet uit te vragen. Dit gegeven is immers al bij de pensioenuitvoerder bekend. De overwegingen 'achter' de vragen naar doelstellingen, actuele financiële positie, afhankelijkheid van de uitkering en risicobereidheid veranderen niet als de deelnemer zelf zijn beleggingsmix kan samenstellen.

6. Aanbevelingen

Uit het voorgaande is gebleken dat de gangbare methode om het risicoprofiel vast te stellen van deelnemers in beleggingspensioenen, voor verbetering vatbaar is. Er zijn grote verschillen tussen aanbieders en de relatie tussen de gestelde vragen en het risicoprofiel is soms niet duidelijk. En soms zelfs onwenselijk. Hieronder doen we daarom een voorstel voor uitgangspunten waaraan methoden om risicoprofielen te meten zouden moeten voldoen.

1. Risicoprofielmeting moet aansluiten bij het beleggingsdoel: vermogensvorming voor de oudedagsvoorziening

Risicobereidheid bij consumenten kan sterk verschillen tussen verschillende gebieden en toepassingen binnen gebieden (Dorn en Huberman 2005, Holt en Laury 2002). Daarom is het noodzakelijk de risicobereidheid op het vlak van vermogensvorming voor pensioen te meten (en niet bijvoorbeeld de risicobereidheid 'in het algemeen'). Hierbij zijn het doel en het tijdstip waarop de uitkering plaatsvindt, twee doorslaggevende factoren.

2. Meer stabiliteit in uitkomsten risicobereidheid meting

Hoewel situationele factoren van invloed kunnen zijn op de gekozen beleggingsstrategie van de consument (bijvoorbeeld beschikbaar vermogen), is het wenselijk dat de risicoclassificatie van de consument relatief onafhankelijk is van dergelijke factoren en van de periode waarin het risicoprofiel is gemeten (bijvoorbeeld in welk jaar van de pensioenopbouw) (Harrison et al 2005). Meer stabiliteit zou bijvoorbeeld kunnen worden bereikt door het uitvragen van de gewenste risico/rendementsuitkomst voor het

totale inkomen per jaar bij pensionering (en niet alleen voor de pensioenuitkering).

3. Periodiek bijwerken risicoprofiel

Bij het vaststellen van het risicoprofiel kan onderscheid gemaakt worden in het effect van de risicobereidheid van de persoon en van situationele factoren (zoals bijvoorbeeld een echtscheiding of erfenis) (zie hoofdstuk 5). Daarom is het van groot belang om naast het meten van de risicobereidheid (aanbeveling 1 en 2) ook situationele factoren mee te nemen die wel systematisch verbonden zijn met de beleggingsmix maar die in de loop van de tijd kunnen veranderen. Omdat deze situationele factoren vaak niet volledig kunnen worden voorzien, is het zeer wenselijk om het risicoprofiel en de portefeuille regelmatig tegen het licht te houden om mogelijke veranderingen in de financiële situatie van de persoon te kunnen opvangen (Weber et al 2010).

4. Meting moet inzicht en begrip bij consumenten vergroten

Voor verschillende onderdelen van de risicoprofielmeting (met name risico-inzicht, doelstellingen en financiële afhankelijkheid) is gebleken dat het voor deelnemers in de praktijk zeer moeilijk is om de betreffende vragen te beantwoorden. Daarom is onze vierde aanbeveling – hoewel niet strikt noodzakelijk om te spreken van een valide meetinstrument – dat het zeer wenselijk is als de gebruikte methode om consumenten te classificeren, ook het zelfinzicht en –begrip van de consument vergroot (Goldstein e.a. 2008). Het is bijvoorbeeld van belang dat de consument begrijpt welke financiële producten passen bij een bepaald risicoprofiel en waarom dat zo is. Ook is het wenselijk dat een consument inzicht ontwikkelt in de mogelijke gevolgen van een relatief lage (en hoge) uitkomst van de gekozen beleggingsstrategie. Een derge-

lijk begrip voorkomt verrassingen achteraf bij de consument en vergroot de tevredenheid met de gekozen beleggingen en met het communicatietraject.

5. De meting moet kunnen worden 'geijkt' aan een standaard

Ten slotte is het wenselijk dat de methoden die worden gebruikt door verschillende aanbieders, kunnen worden 'geijkt' op een aantal standaard risicoprofielen (of op zijn minst dat de gebruikte classificatie kan worden terugvertaald naar een gemeenschappelijk standaard). De verschillen tussen aanbieders in de classificatie van dezelfde persoon in termen van risicoprofiel (zie Appendix B) zijn in onze ogen onwenselijk. Ze kunnen er bijvoorbeeld toe leiden dat de ene aanbieder voor iemand met weinig kennis nooit risicovol zal beleggen voor het pensioen, terwijl dat bij de andere aanbieder wel gebeurt. Ons standpunt is dat voor een gegeven set van persoonskenmerken de verschillende methoden dezelfde risicoclassificatie zouden moeten opleveren zodat consumenten weten waar ze aan toe zijn, en zodat ook toezichthouders kunnen beoordelen of de gebruikte classificatie acceptabel is. Om dit doel te bereiken zou de sector een aantal van dergelijke standaardpersonen dienen te ontwikkelen – bijvoorbeeld in lijn met de door ons uitgevoerde verkennende vergelijking – op basis waarvan aanbieders hun classificatie kunnen toetsen en iken.

Van aanbeveling naar praktijk

De concrete vertaling van deze aanbevelingen naar de praktijk van het risicoprofiel meten kan op verschillende manieren worden ingevuld. Denkbaar is dat de bestaande vragenlijsten op de specifieke kenmerken van beleggingspensioenen worden afgestemd. Een betere invulling is mogelijk door gebruik te maken van interactieve elektronische hulpmiddelen. Denk bijvoorbeeld

aan een elektronische 'pensioenplanner' waarmee de deelnemer de opbouw van het pensioenkapitaal en de aankoop van de pensioenuitkering kan simuleren en waarin situationele factoren kunnen worden verwerkt. Hiermee kan de pensioenuitvoerder deelnemers inzicht geven in de mogelijke uitkomsten en risico's van beleggingen. Door de verschillende uitkomsten te tonen van de diverse aan risicoprofielen gekoppelde beleggingsmixen, krijgt de deelnemer inzicht in de risico's. Op die manier wordt een goede basis gelegd voor het vaststellen van de risicobereidheid. Door de invloed van actuele en verwachte situationele factoren op het totale inkomen na pensionering daarin mee te nemen, wordt de deelnemer geholpen een beeld te vormen van de financiële afhankelijkheid van de pensioenuitkering.

In dit verband willen we ook wijzen op ontwikkelingen op het terrein van de uitkeringsovereenkomsten ofwel salarisdiensttijdregelingen. Het denken over risico's in deze regelingen heeft het afgelopen jaar een belangrijke ontwikkeling doorgemaakt. De commissie-Goudswaard constateerde in haar rapport dat financiële risico's in toenemende mate bij deelnemers zijn komen liggen. Om het stelsel van salarisdiensttijdregelingen toekomstvast te maken, pleit de commissie voor een nieuw evenwicht tussen ambitie, zekerheid en premie. De commissie adviseert om risico's van lang leven en de risico's die het gevolg zijn van ontwikkelingen op financiële markten meer expliciet bij deelnemers neer te leggen. Sociale partners omarmden dit advies en spraken in het pensioenakkoord van juni 2010 af dat een stijgende levensverwachting en tegenvallende rendementen binnen de pensioenregelingen gaan worden opgevangen. In dat verband wordt de vraag gesteld of ook elementen van individuele keuzemogelijkheden (naar beleggingsprofiel) zijn in te bouwen zodat het

dragen van het beleggingsrisico voor deelnemers ook gepaard kan gaan met meer invloed op de mate waarin men risico wil lopen¹⁶. Het vergroten van individuele keuzemogelijkheden in salarisdiensttijdregelingen vereist de beschikbaarheid van hulpmiddelen waarmee deelnemers zich een beeld kunnen vormen van risico's. Instrumenten die deelnemers helpen om een doordachte keuze te maken voor risico's die passen bij hun risicoprofiel. Wij concluderen dat de bestaande hulpmiddelen voor beleggingspensioenen geen navolging verdienen voor de salarisdiensttijdregelingen. Een nieuwe standaard is gewenst.

¹⁶ Pensioenakkoord 4 juni 2010, paragraaf 2.3.

7. Samenvatting

In dit paper staat de volgende vraag centraal: aan welke uitgangspunten moet een methode om het risicoprofiel van deelnemers in een beleggingspensioen vast te stellen, voldoen? De huidige praktijk laat duidelijk zien dat pensioenaanbieders momenteel geen eenduidige aanpak volgen bij het vaststellen van risicoprofielen. We houden de verschillende onderdelen die in de praktijk worden uitgemeten, tegen het licht. Hierbij gaan we uit van de eis dat een risicoprofiel de pensioenuitvoerder van voldoende gegevens voorziet, zodat deze de beleggingen voor de deelnemer kan selecteren of over beleggingen kan adviseren. Voor de situatie waarin de pensioenuitvoerder standaard beleggingsmixen met automatische risicoafbouw aanbiedt, concluderen wij dat de huidige vraagstelling naar financiële positie, kennis, ervaring, doelstellingen en risicobereidheid voor verbetering vatbaar is. Niet alle aspecten zijn relevant; veelal is de vraagstelling onvoldoende toegespitst op het doel en het feitelijke risico dat de deelnemer loopt. Pensioenuitvoerders maken te weinig gebruik van de ruimte die de Pensioenwet biedt om de genoemde aspecten selectief uit te vragen. Ook als de deelnemer volledige beleggingsvrijheid heeft, is de vraagstelling onvoldoende toegespitst op het specifieke doel van de beleggingen, op het feit dat de premiebetaling een gegeven is (met andere woorden dat de deelnemer geen aankoopbeslissing hoeft te nemen) en op de verantwoordelijkheid van de pensioenuitvoerder om de deelnemer te adviseren over risicoafbouw naarmate de pensioendatum nadert. Verbetering is mogelijk door de vraagstelling meer te richten op de onzekerheid van de pensioenuitkering. Dit leidt tot vijf concrete aanbevelingen over de gewenste aanpak van risicoprofielmeting van deelnemers in beleggingspensioenen.

Bij wijze van voorzet voor concrete vertaling van de aanbevelingen naar de pensioenpraktijk schetsten we de mogelijkheden van elektronische hulpmiddelen. Interactieve elektronische 'pensioenplanners' kunnen deelnemers inzicht geven in verschillende scenario's ten aanzien van hun totale inkomen na pensioendatum en zo een goede basis leggen voor de risicoprofielmeting. We hopen dat hiermee de discussie kan worden aangescherpt over nut en noodzaak van verschillende vormen van risicoprofielmeting in de pensioenpraktijk.

Literatuur

- Autoriteit Financiële Markten, Visie op open norm zorgplicht bij premieovereenkomsten 21 december 2007
- Autoriteit Financiële Markten, Rapport Onderzoek zorgplicht bij premieovereenkomsten met beleggingsvrijheid 2009
- Autoriteit Financiële Markten, Leidraad informatie over risicoprofielen, November 2010
- Baucells, Manel, Weber, Martin en Welfens, Frank, (2010) "Reference Point Formation and Updating," (November 23, 2010). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1022930>.
- Bovenberg, A.L. en Nijman, T.E. (2009) Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en kortetermijnbeleid. NEA Paper Netspar.
- Goldstein, D.G., Johnson, E.J. en Sharpe, W. F. (2008). Choosing Outcomes Versus Choosing Products: Consumer-Focused Retirement Investment Advice. *Journal of Consumer Research*, 35 (October), 440-456.
- Holt, C. A., en Laury, S. K. (2002) Risk Aversion and Incentive Effects, *American Economic Review*, 92, 1644-1655.
- Jia, J., Dyer, J. S. en Butler, J. C. (1999) Measures of Perceived Risk, *Management Science*, 45, 519-532.
- Liempt, F.A.M.J.P. van (2009). Lifecyclesystemen in de markt, *Pensioen en Praktijk*, 7/8, 14-17.
- Loonen, T. en W.F. van Raaij (2008), "Risicoprofielen Onderling Weinig Consistent," *Economisch Statistische Berichten*, 93 (4545), 614-617.
- Weber, M., Weber, E. U. en Nasic, A. (2010) "Who Takes Risks When and Why: Determinants of Changes in Investor Risk Taking," (November 10, 2010). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1441273>.

APPENDIX A

Methode van meten en scorebepaling bij verschillende aanbieders

Pensioenuitvoerders passen drie verschillende methodes toe om de antwoorden op de vragen te vertalen naar het risicoprofiel van de deelnemer.

- **Minimumscore:** Aan iedere vraag zijn verschillende scores toegekend. Voorbeeld: op de vraag naar risicobereidheid zijn de scores 1, 2, 3 en 4 mogelijk; op de vraag naar kennis en ervaring de scores 3 en 4. Het antwoord met de laagste score bepaalt het risicoprofiel. Enkele aanbieders passen binnen deze minimumscore methode varianten toe, waarbij per categorie of combinatie van categorieën subtotalen worden berekend. Vervolgens bepaalt de laagste score het risicoprofiel. Met deze methode kunnen de criteria voor de onderscheiden profielen scherp worden afgebakend omdat één score doorslaggevend is.
- **Totaalscore:** Per antwoord worden punten toegekend en de som van de ingevulde antwoorden bepaalt de eindscore en daarmee het profiel. Anders dan bij de minimumscore kunnen 'defensieve' scores op de ene vraag worden gecompenseerd door 'offensieve' scores op andere vragen. Of dit werkelijk invloed heeft op de einduitkomst, is echter sterk afhankelijk van de weging van de scores. De meeste partijen laten de risicobereidheid en de afhankelijkheid van de uitkering na pensionering het zwaarst wegen. Maar het komt ook voor dat

andere categorieën het zwaarst wegen zoals kennis en ervaring of de actuele financiële positie.

- Conditioneel formulier: op basis van het antwoord op de ene vraag wordt doorverwezen naar een volgende vraag. Uiteindelijk komt de deelnemer terecht bij de vraag die bepalend is voor het profiel.

In het schema zijn de resultaten van onze analyse verwerkt. Een score 'J' geeft aan dat een vraagcategorie aanwezig was een score 'N' dat deze niet aanwezig was in de vragenlijst. Een score J/N geeft aan dat een vraag wel aanwezig was, maar dat het antwoord niet wordt verwerkt in het risicoprofiel van de consument.

Aanbieder	A	RP	RA	K/E	H	F	Methode	Aantal profielen
1	J	J	J	J/N	N	N	M	4
2	J	J	J	J	N	N	T	3
3	J	N	J	J	J	J	M	5
4	J	N	J	J	J	J	M	4
5	J	N	J	J	N	N	T	3
6	J	J	J	J	N	N	T	5
7	J	J	J	J	N	N	T	3
8	J	J	J	J	N	N	T	5
9	J	N	J	J	N	J	T	3
10	N	N	J	J	J	N	M	5
11	J	J	N	J	N	N	M	5
12	J	N	J	J	J	N	CF	4
13	N	N	J	J	J	J	T	4

A: Afhankelijkheid van de uitkering

RP: Risicobereidheid pensioen (verwijzing naar risico ten aanzien van pensioen)

RA: Risicobereidheid algemeen

K/E: Kennis/ervaring

H: Horizon

F: Financiële positie

Methode: M = minimumscore, T = totaalscore, CF = geconditioneerd formulier

APPENDIX B

Effect van verschillende persoonskenmerken op risicoprofiel classificatie

Ter illustratie van de bevindingen in hoofdstuk 4 zijn in de tabellen hieronder de uitkomsten van de vragenlijsten van enkele pensioenuitvoerders weergegeven. Uit het oogpunt van overzichtelijkheid hebben we ons beperkt tot vier voorbeelden. De risicoprofielen zijn vermeld als breuk. De noemer staat voor het aantal onderscheiden profielen, de teller staat voor de profielscore behorend bij de betreffende variant, waarbij 1/3, 1/4 of 1/5 staat voor de meest defensieve score en 3/3, 4/4 of 5/5 staat voor de meest offensieve score.

Tabel 1 Leeftijd 25, risicobereidheid minimaal

K/E	F	A	I	II	III	IV
-	-	Groot	1/5	1/5	1/4	1/5
-	-	Niet	3/5	2/5	1/4	1/5
-	+	Groot	1/5	1/5	1/4	1/5
-	+	Niet	3/5	2/5	1/4	1/5
+	-	Groot	2/5	1/5	1/4	1/5
+	-	Niet	3/5	3/5	1/4	1/5
+	+	Groot	2/5	1/5	1/4	1/5
+	+	Niet	3/5	3/5	1/4	1/5

K/E: Kennis/ervaring

F: Financiële positie

A: Financiële afhankelijkheid van de pensioenuitkering

Tabel 2 Leeftijd 25, risicobereidheid maximaal

K/E	F	A	I	II	III	IV
-	-	Groot	3/5	3/5	1/4	2/5
-	-	Niet	4/5	4/5	4/4	2/5
-	+	Groot	3/5	3/5	1/4	2/5
-	+	Niet	4/5	4/5	4/4	2/5
+	-	Groot	3/5	4/5	1/4	2/5
+	-	Niet	5/5	5/5	4/4	2/5
+	+	Groot	3/5	4/5	1/4	2/5
+	+	Niet	5/5	5/5	4/4	5/5

Tabel 3 Leeftijd 60, risicobereidheid minimaal

K/E	F	A	I	II	III	IV
-	-	Groot	1/5	1/5	1/4	1/5
-	-	Niet	3/5	2/5	1/4	1/5
-	+	Groot	1/5	1/5	1/4	1/5
-	+	Niet	3/5	2/5	1/4	1/5
+	-	Groot	2/5	1/5	1/4	1/5
+	-	Niet	3/5	3/5	1/4	1/5
+	+	Groot	2/5	1/5	1/4	1/5
+	+	Niet	3/5	3/5	1/4	1/5

Tabel 4 Leeftijd 60, risicobereidheid maximaal

K/E	F	A	I	II	III	IV
-	-	Groot	3/5	3/5	1/4	2/5
-	-	Niet	4/5	4/5	4/4	2/5
-	+	Groot	3/5	3/5	1/4	2/5
-	+	Niet	4/5	4/5	4/4	2/5
+	-	Groot	3/5	4/5	1/4	2/5
+	-	Niet	5/5	5/5	4/4	2/5
+	+	Groot	3/5	4/5	1/4	2/5
+	+	Niet	5/5	5/5	4/4	2/5

OVERZICHT UITGAVEN IN DE NEA PAPER SERIE

- 1 Een 10 voor governance (2007)
Lans Bovenberg en René Maatman
- 2 Blinde vlekken van de denkers en doeners in de pensioensector (2007)
Kees Koedijk, Alfred Slager en Harry van Dalen
- 3 Efficiëntie en continuïteit in pensioenen: het FTK nader bezien (2007)
Casper van Ewijk en Coen Teulings
- 4 Jongeren met pensioen: Intergenerationele solidariteit anno 21e eeuw (2007)
Mei Li Vos en Martin Pikaart
- 5 Marktwerking in de pensioensector? (2007)
Jan Boone en Eric van Damme
- 6 Modernisering van het uitvoeringsmodel voor pensioenregelingen en marktwerking (2007)
Arnoud Boot
- 7 Differentiatie naar jong en oud in collectieve pensioenen: een verkenning (2008)
Roderick Molenaar en Eduard Ponds
- 8 Maatwerk in Nederlandse pensioenproducten (2008)
Theo Nijman en Alwin Oerlemans
- 9 Je huis of je leven? Eigen betalingen voor woon- en welzijnsvoorzieningen voor ouderen en optimalisatie van de pensioenportfolio (2008)
Lou Spoor
- 10 Individuele pensioenoplossingen: doel, vormgeving en een illustratie (2008)
Zvi Bodie, Henriëtte Prast en Jan Snippe
- 11 Hoe kunnen we onze risico's efficiënt delen? Principes voor optimale sociale zekerheid en pensioenvoorziening (2008)
Coen Teulings
- 12 Fiduciair management: panacee voor pensioenfondsen? (2008)
Jan Bertus Molenkamp
- 13 Naar een solide en solidair stelsel (2008)
Peter Gortzak
- 14 Het Nederlandse pensioenstelsel: weerbaar en wendbaar (2008)
Gerard Verheij
- 15 Het managen van lange- en korte termijn risico's (2009)
Guus Boender, Sacha van Hoogdalem, Jitske van Londen
- 16 Naar een reëel kader voor pensioenfondsen (2009)
Casper van Ewijk, Pascal Janssen, Niels Kortleve, Ed Westerhout), met medewerking van Arie ten Cate
- 17 Kredietcrisis en Pensioenen: Modellen (2009)
Guus Boender
- 18 Kredietcrisis en pensioenen: structurele lessen en korte termijn beleid (2009)
Lans Bovenberg en Theo Nijman
- 19 Naar een flexibele pensioenregeling voor ZZP'ers (2009)
Frank de Jong
- 20 Ringfencing van pensioenvermogens (2009)
René Maatman en Sander Steneker

- 21 Inflation Risk and the Inflation Risk Premium (2009)
Geert Bekaert
- 22 TIPS for Holland (2009)
Zvi Bodie
- 23 Langer doorwerken en flexibel pensioen (2009)
Jolande Sap, Joop Schippers en Jan Nijssen
- 24 Zelfstandigen zonder pensioen (2009) Fieke van der Lecq en Alwin Oerlemans
- 25 "De API is een no-brainer" (2009)
Jacqueline Lommen
- 26 De pensioenagenda 2009–2010 (2009)
Benne van Popta
- 27 Consumenten aan het roer. Strategische toekomstvisies voor de Nederlandse pensioensector (2010)
Niels Kortleve en Alfred Slager
- 28 Het pensioen van de zzp'er fiscaal-juridisch bezien: wie is er aan zet? (2010)
Gerry J.B. Dietvorst
- 29 Normen voor de pensioen-aansprakenstatistiek (2010)
Elisabeth Eenkhoorn en Gerrit Zijlmans
- 30 Over de wenselijkheid van de uitgifte van geïndexeerde schuld door de Nederlandse overheid (2010)
Casper van Ewijk en Roel Beetsma
- 31 Van arbeidsverhouding naar verhouding tot de arbeid? De doorgroei van de zzp'er (2010)
Ad Nagelkerke, Willem Plessen en Ton Wilthagen
- 32 Leidt uitvoering door concurrerende zorgverzekeraars tot een doelmatige en financieel houdbare AWBZ? (2010)
Erik Schut en Wynand van de Ven
- 33 Herziening Financieel Toetsingskader (2010)
Frank de Jong en Antoon Pelsser
- 34 Decumulatie van pensioenrechten (2010)
Gerry Dietvorst, Carel Hooghiemstra, Theo Nijman & Alwin Oerlemans
- 35 Van toezegging naar ambitie – Een betaalbaar reëel pensioen dat eerlijk is over de risico's en aanpasbaar voor exogene ontwikkelingen (2010)
Dick Boeijen, Niels Kortleve en Jan Tamerus
- 36 Now is the time. Overstap naar degressieve pensioenopbouw nu wenselijk en mogelijk (2010)
Lans Bovenberg en Bart Boon
- 37 Het Pensioenlabel als basis voor toezicht (2010)
Agnes Joseph en Dirk de Jong
- 38 De gouden standaard bij beleidsvoorbereiding
Peter Kooreman en Jan Potters (2011)
- 39 Risicoprofielmeting voor beleggingspensioenen
Benedict Dellaert en Marc Turlings (2011)

Risicoprofielmeting voor beleggingspensioenen

Financiële ondernemingen zijn bij het adviseren over en aanbieden van beleggingsproducten niet eenduidig in het vaststellen van het risicoprofiel van consumenten. Ook gebruiken ze verschillende benamingen voor de risicoprofielen en koppelen ze aan de profielen beleggingen met uiteenlopende risiconiveaus. Dit leidt tot verwarring onder consumenten. De belangrijkste oorzaak is het verschil in methodes en hulpmiddelen voor het vaststellen van het risicoprofiel. Dit aspect wordt in dit paper van Marc Turlings (Achmea) en Benedict Dellaert (Erasmus Universiteit Rotterdam) behandeld, waarbij de probleemstelling wordt toegespitst op beleggingspensioenen. Centraal staat daarbij de vraag aan welke uitgangspunten een methode voor risicoprofielmeting moet voldoen.