



# Verkenning risicopreferentieonderzoeken

Praktische voorbeelden in het verlengde van de AFM-leidraad

# Inhoud

Kernboodschap	3
1 Aanpak van de verkenning	5
2 Observaties ten aanzien van de FRAME-criteria	6
3 Observaties ten aanzien van de vormgeving van het RPO	11
4 Observaties ten aanzien van de representativiteit	13
5 Observaties ten aanzien van de inventarisatie van het risicodraagvlak	14
Bijlage: opgevraagde informatie	17

# Kernboodschap

Na de inwerkingtreding van de Wet toekomst pensioenen (**Wtp**) is het voor pensioenuitvoerders verplicht om bij de vaststelling van de risicohouding van een premieregeling gebruik te maken van de uitkomsten van een risicopreferentieonderzoek (**RPO**). Op 9 februari 2023 heeft de Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) de [leidraad RPO](#) gepubliceerd, waarmee de AFM haar verwachtingen bij de uitvoering van een RPO kenbaar heeft gemaakt, zonder de bedoeling om de open norm volledig in te vullen. De leidraad schetst een aantal randvoorwaarden waaraan een gedegen RPO volgens de AFM moet voldoen.

De AFM is in oktober 2022 een verkennend onderzoek gestart naar twaalf RPO's die zijn uitgevoerd door pensioenuitvoerders. Als afsluiting van de verkenning deelt de AFM met deze publicatie de inzichten uit het onderzoek aan de hand van concrete voorbeelden. De AFM vindt het belangrijk om proactief kennis te delen en verwachtingen uit te spreken. Dit met name vanwege het nieuwe en open karakter van de norm.

## **Pensioenuitvoerders zijn al serieus aan de slag gegaan met het RPO**

De pensioensector bevindt zich momenteel in de situatie dat wet- en regelgeving nog niet definitief is, maar tegelijkertijd al veel werkzaamheden worden verricht ter voorbereiding op de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel. Zo hebben diverse pensioenuitvoerders vooruitlopend op de leidraad en de definitieve wetgeving reeds een RPO uitgevoerd. De AFM vindt het goed dat pensioenuitvoerders proactief met het RPO aan de slag zijn gegaan. De AFM heeft begrip voor de situatie waarin pensioenuitvoerders zich bevinden en de soms lastige keuzes die zij moeten maken tussen zekerheid en tijdigheid.

In algemene zin constateert de AFM dat de pensioenuitvoerders die onderdeel uitmaakten van deze verkenning serieus met het RPO aan de slag zijn gegaan. Tegelijkertijd heeft de AFM aan ieder van de betrokken pensioenuitvoerders

observaties teruggekoppeld. Dit rapport geeft inzicht in de focus van de verkenning en aandachtspunten die de AFM in bredere zin ziet. Naast de observaties in dit rapport die zien op de meer specifieke aspecten van het RPO volgen hier drie conclusies van meer algemene aard.

## **Onderbouwing van de gemaakte keuzes is van belang**

De open norm biedt veel ruimte voor pensioenuitvoerders om het RPO zodanig in te vullen dat het past bij de specifieke situatie van de pensioenuitvoerder. Tegelijkertijd brengt dat een verantwoordelijkheid mee om gemaakte keuzes goed te onderbouwen. Uit de gevoerde terugkoppelingsgesprekken heeft de AFM het algemene beeld gekregen dat bestuurders deze onderbouwing vaak wel kunnen geven, maar dat dit niet altijd is vastgelegd. Vanwege het terugkerende karakter van het RPO, dat ten minste eens per vijf jaar uitgevoerd wordt, ziet de AFM daar een punt van aandacht. De AFM moedigt bestuurders aan deze onderbouwingen vast te leggen. Niet alleen voor de verantwoording van het nu uitgevoerde RPO, maar ook met het oog op toekomstig uit te voeren RPO's.

## **Duidelijkheid over de rol van de uitkomsten borgt de bruikbaarheid**

Het is belangrijk dat bij de opzet van het RPO duidelijk is hoe uitkomsten die zien op de risicotolerantie en uitkomsten die zien op het risicodraagvlak later gecombineerd zullen worden om, tezamen met andere elementen, te komen tot een risicohouding. Hoewel het daadwerkelijk combineren pas in het vervolgproces van de vaststelling van de risicohouding plaatsvindt (onder toezicht van DNB), is dit inzicht nodig om te borgen dat de uitkomsten van het RPO aansluiten bij de benodigde input in de volgende processtap.

## **Inzichten uit RPO breder bruikbaar dan alleen voor vaststellen risicohouding**

De AFM komt tot de conclusie dat de betrokken bestuurders vrijwel unaniem aangaven de inzichten uit het RPO waardevol te vinden. Dit was niet alleen voor

het vaststellen van de risicohouding, maar bijvoorbeeld ook als input voor communicatie met deelnemers over risico en rendement. Zo kan een pensioenuitvoerder met een sterk risicoaverse populatie bijvoorbeeld in toekomstige communicatie benadrukken waarom het nemen van enige mate van risico toch in het belang van deelnemers is.

**De AFM verwacht dat pensioenuitvoerders beoordelen of aanpassingen aan het RPO nodig zijn na het inwerkingtreden van de nieuwe Pensioenwet**

Vanaf het moment dat de Wtp in werking treedt, geldt de betreffende norm voor alle pensioenuitvoerders die een premieregeling onder het nieuwe stelsel uitvoeren. De AFM verwacht van pensioenuitvoerders dat zij op de hoogte zijn van de gepubliceerde leidraad en de observaties in dit rapport. De AFM verwacht van pensioenuitvoerders die al een RPO hebben uitgevoerd, dat zij beoordelen in hoeverre aanpassingen in het uitgevoerde RPO noodzakelijk zijn. De AFM verwacht daar geen actieve terugkoppeling van. In toekomstige toezichtonderzoeken zal de AFM risicogestuurd beoordelen in hoeverre RPO's aan wet- en regelgeving voldoen en in hoeverre de daarbij gemaakte keuzes gemotiveerd zijn.

# 1 Aanpak van de verkenning

In de verkenning is informatie over twaalf RPO's opgevraagd en bekeken. Alle pensioenuitvoerders in de populatie waren pensioenfondsen. Hier is voor gekozen, omdat voor verzekeraars en premiepensioeninstellingen (**ppi's**) ook voor ingang van de Wtp reeds sprake is van een wettelijke verplichtingen tot het inventariseren van behoeften van deelnemers uit hoofde van productontwikkelingsnormen (**PARP**). Deze overlappen deels met de vereisten die vanuit de nieuwe norm voor het uitvoeren van een RPO gaan gelden voor pensioenuitvoerders. Desalniettemin is de inhoud van deze publicatie ook relevant voor verzekeraars en ppi's.

Bij de selectie van de onderzoekspopulatie voor deze verkenning is verder rekening gehouden met twee factoren:

- *De beoogde transitiedatum* – pensioenfondsen die snel over willen naar het nieuwe stelsel zijn naar verwachting verder in het besluitvormingsproces.
- *Welke partij het RPO heeft uitgevoerd* – met de onderzochte populatie is een verscheidenheid aan betrokken partijen opgenomen.

De observaties bij de individuele partijen zijn per brief met de betreffende pensioenuitvoerders gecommuniceerd. Ook heeft de AFM zeven partijen geselecteerd om in een gesprek deze observaties door te nemen en daarnaast stil te staan bij hun ervaringen met het uitvoeren van het RPO.

Het onderzoek heeft de AFM waardevolle inzichten opgeleverd voor de voorbereiding van haar toezicht en de totstandkoming van de leidraad. De AFM bedankt de betrokken pensioenuitvoerders voor hun deelname aan deze verkenning en de door hen verrichte inspanningen.

## **Scope en werkwijze van deze verkenning**

Vanwege de aard en het doel van de verkenning heeft de AFM niet alle elementen uit de eerder gepubliceerde leidraad bekeken. Informatie over een aantal aspecten van het RPO zijn opgevraagd door middel van een uitnodigingsbrief, waarna de ontvangen informatie is beoordeeld en observaties zijn teruggekoppeld. In de bijlage is opgenomen welke informatie bij de onderzochte pensioenuitvoerders is opgevraagd.

Volledigheidshalve merkt de AFM op dat zij in haar toezicht op RPO's ook aspecten kan beoordelen die niet in deze publicatie aan bod komen. Een voorbeeld hiervan is de onderbouwing van pensioenuitvoerders waarom de in het onderzoek gemaakte keuzes logisch en passend zijn bij de betreffende populatie, zie ook paragraaf 2.4 van de leidraad.

## 2 Observaties ten aanzien van de FRAME-criteria

Om de risicotolerantie van deelnemers te onderzoeken wordt gebruik gemaakt van een uitvraag. Het hoofddoel van de uitvraag is om een goed en bruikbaar beeld te krijgen van de risicovoorkeuren van deelnemers. Bij het beoordelen van de vormgeving van de uitvraag maakt de AFM gebruik van de FRAME-criteria. Deze staan voor: Feasible (uitvoerbaar), Rationalising (rationaliserend), Appropriate (passend), Measurable (meetbaar) en Errable (feilbaar).

### **Uitvoerbaar: de uitvraag is niet onnodig complex**

Een toegankelijk vormgegeven uitvraag en heldere communicatie dragen bij aan de betrouwbaarheid en de validiteit van de antwoorden. Ook vergroot een toegankelijk vormgegeven uitvraag de kans dat de respondenten die de uitvraag afronden een representatieve weerspiegeling van de deelnemerspopulatie zijn. In het algemeen kan de toegankelijkheid verbeterd worden door duidelijk taalgebruik, makkelijk te interpreteren ondersteunende visualisaties, aantrekkelijke vormgeving, voorbeelden die aansluiten bij de situatie van de respondent, een beperkte lengte van de uitvraag en/of de mogelijkheid om deze in delen te maken door tussentijds op te slaan. Om vooraf na te gaan welke drempels deelnemers ervaren bij het invullen van de uitvraag, kan het nuttig zijn om focusgroepen of deelnemerspanels te gebruiken.

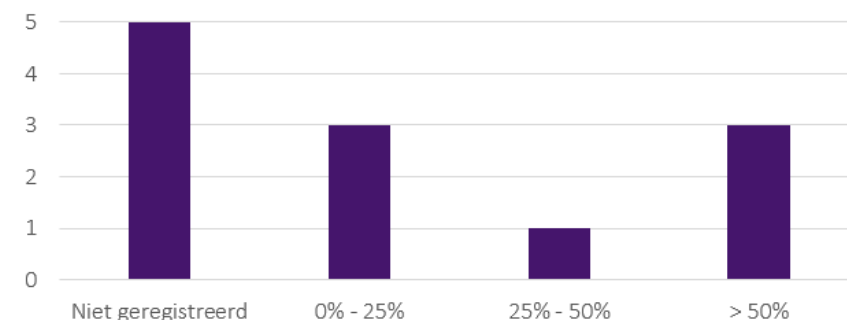
#### **Voorbeelden van inspanningen door pensioenuitvoerders in de verkenning om de uitvoerbaarheid van de uitvraag te vergroten:**

- Het aanbieden van de uitvraag in verschillende talen zodat ook niet-Nederlands sprekende deelnemers kunnen participeren
- Het toevoegen van informatieknoppen
- Een mobielvriendelijke weergave
- Het invoegen van een testvraag met extra uitleg
- Het bieden van de mogelijkheid om vragen te stellen per e-mail of telefoon

Een veelzeggende statistiek ten aanzien van de uitvoerbaarheid is het uitvalpercentage. Dit is de verhouding tussen het aantal respondenten dat aan het RPO is begonnen en het aantal respondenten dat het RPO heeft afgerond. Een hoog uitvalpercentage kan een indicatie zijn dat respondenten de uitvraag als lastig ervaren. Uit Figuur 1 blijkt dat van de twaalf RPO's in de verkenning er drie een uitvalpercentage van meer dan 50% kenden. Bij vijf RPO's was onvoldoende informatie bekend om het uitvalpercentage te berekenen.

De AFM moedigt pensioenuitvoerders aan om deze statistieken bij te houden. In aanvulling hierop kan het van toegevoegde waarde zijn om bij te houden op welk punt in de uitvraag respondenten uitvallen. Op basis daarvan kunnen verbeteringen worden doorgevoerd in latere RPO's. Het is bijvoorbeeld goed om te weten of respondenten direct bij de eerste vraag uitvallen of verderop in de uitvraag bij de kwantitatieve methode om risicotolerantie te meten. In het eerste geval is er mogelijk sprake van een effectieve uitnodigingsbrief die er wel in slaagt om deelnemers te motiveren te starten met het RPO, maar vormt het daadwerkelijke starten een te grote drempel. In het tweede geval is het belangrijk om na te gaan wat deelnemers ervan weerhoudt om de kwantitatieve methode uit te voeren. Deze inzichten kunnen helpen bij het vormgeven van de vragenlijst voor een volgende iteratie van het RPO.

**Figuur 1: Aantal RPO's in de verkenning uitgesplitst naar categorie uitvalpercentage.**



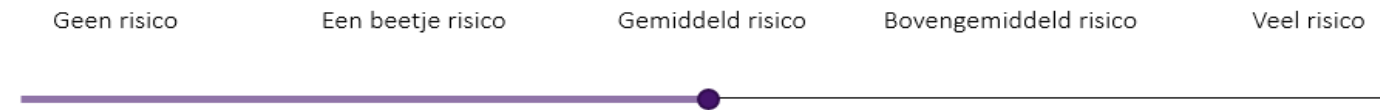
### Rationaliserend: beperk contextafhankelijke, 'irrationele' gedragseffecten

Om te zorgen dat de uitvraagmethode de risicotolerantie van respondenten zo goed mogelijk identificeert, is het belangrijk dat de invloed van contextafhankelijke, 'irrationele' gedragsaspecten zo veel mogelijk beperkt wordt. Pensioenuitvoerders kunnen ongewenste sturing beperken door zorgvuldig te zijn in de framing van keuzeopties – bijvoorbeeld door aanpassingen te maken in de manier waarop bedragen en kansen worden weergegeven en beschreven.

Wanneer bijvoorbeeld keuzeopties worden aangeboden met labels als 'geen risico', 'een beetje risico', 'gemiddeld risico', 'bovengemiddeld risico' of 'veel risico' kan dit een ongewenst sturend effect hebben op de keuze van respondenten. Ze kunnen dan geneigd zijn om hun keuze meer te baseren op de labels en minder op de bedragen en kansen die worden getoond.

Bij sommige uitvraagmethoden worden respondenten gevraagd om een verdeling met mogelijke pensioenuitkomsten naar hun voorkeuren aan te passen. Veelal kunnen respondenten via een 'slider' verschillende varianten beleggingsrisico en bijbehorende pensioenuitkomsten in beeld brengen. Hierbij kan de getoonde beginpositie van de verdeling een sturend effect hebben, bijvoorbeeld als deze volledig aan de kant van 'geen risico' staat, of als deze juist bij de middelste variant staat. Voorbeelden van inspanningen door pensioenuitvoerders in de verkenning om dit effect tegen te gaan waren uitvraagmethodes waarbij de slider niet vooraf was gepositioneerd, maar pas na interactie door de respondent. Bij een andere pensioenuitvoerder kregen de respondenten expliciet de instructie mee om de slider eerst een aantal keer heen en weer te bewegen voordat een keuze werd gemaakt, om zo gevoel te krijgen voor wat de uitwerking van verschillende varianten is op de mogelijke pensioenuitkomsten.

**Bij een uitvraag met een slider en een visualisatie van de corresponderende mogelijke pensioenuitkomsten ziet de AFM liever niet:**



**Beter is in dat geval:**

Wilt u het schuifje een aantal keer naar links en naar rechts verplaatsen? Kijk elke keer goed naar wat er gebeurt met uw mogelijke pensioenuitkomsten. Neem hier de tijd voor. En kies uiteindelijk de plaats van het schuifje die het beste bij u past.





In het algemeen kunnen mensen moeite hebben met het interpreteren van kleine kansen. Daarom is het aan te raden om gematigde kansen (bijvoorbeeld tweemaal 50% of driemaal 33%) in plaats van kleine kansen (bijvoorbeeld 99% en 1%) aan respondenten voor te leggen. Ook kunnen visualisaties worden ingezet om het voor respondenten makkelijker te maken de kansen en verdelingen te begrijpen. Op de rechterkant van deze pagina is een voorbeeld opgenomen om dit te illustreren.

Bij meerdere RPO's in de verkenning werd gebruik gemaakt van de 'navigatiemetafoor' om de variatie in de toekomstige pensioenuitkering inzichtelijk te maken. De navigatiemetafoor is onder andere verplicht voor mijnpensioenoverzicht.nl en het jaarlijkse pensioenoverzicht (UPO) en laat het bedrag van het ouderdomspensioen zien in een verwacht, pessimistisch en optimistisch scenario. Bij het RPO kan het gebruik van de navigatiemetafoor risico's met zich meebrengen. Ten eerste werd in de verkenning bij diverse onderzoeken niet benoemd met welke kans elk van de drie pijlen correspondeert. Ten tweede corresponderen de twee buitenste pijlen in sommige gevallen met dezelfde kleine kansen als op mijnpensioenoverzicht.nl en het UPO (2,5% en 97,5%). In beide situaties is het aannemelijk dat respondenten de kans op de uitkering bij de pijl 'als het tegenzit' overschatten. Dit kan leiden tot een vertekend beeld van hun risicotolerantie.

Het is goed om te beseffen dat het doel van de navigatiemetafoor op het UPO en bij een RPO verschilt. In het eerste geval is het doel om deelnemers bewust te maken van het feit dat de pensioenuitkering een mate van onzekerheid kent. Bij het RPO is het doel om nauwkeurig te meten welke mate van risico een deelnemer acceptabel vindt in ruil voor een hogere verwachte pensioenuitkering.

Een positief voorbeeld uit de verkenning was het gebruik van de navigatiemetafoor waarbij aan respondenten expliciet duidelijk werd gemaakt dat de drie pijlen met kansen van 25%, 50% en 25% correspondeerden. Deze grotere kansen zijn voor respondenten makkelijker te interpreteren.

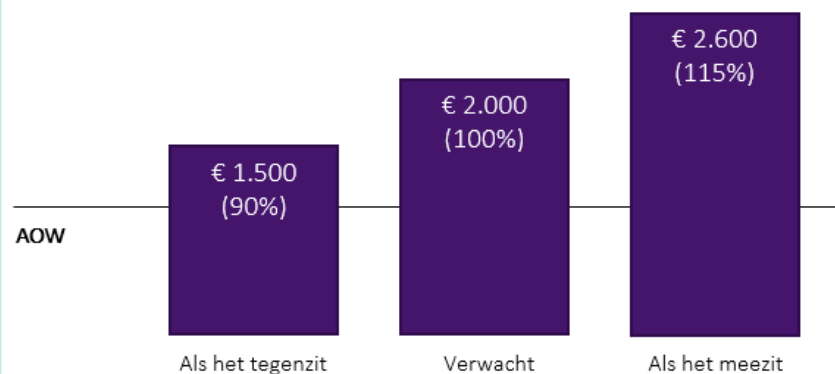
### Een voorbeeld van het tonen van verschillende mogelijke pensioenuitkomsten

Uw pensioen hangt onder andere af van de economie. Hieronder ziet u 3 cijfers:

1. Als de economie tegenzit. U krijgt dan een lager pensioen.
2. Als de economie groeit zoals verwacht.
3. Als de economie meezit. U krijgt dan een hoger pensioen.

In dit onderzoek kunt u ervan uitgaan dat alle drie de situaties even vaak voorkomen. In andere woorden, de kans op iedere uitkomst is 33%.

De getoonde bedragen zijn **netto per maand** en **inclusief AOW**. Ook ziet u uw pensioen als deel (%) van uw opgegeven netto salaris. De bedragen zijn uitgedrukt in euro's van nu. U kunt ze vergelijken met uw huidige salaris.



*Wat u ziet is geen persoonlijke berekening. De bedragen geven een benadering voor uw leeftijd en inkomen en wijken dus af van uw werkelijke pensioen.*



### Passend: bedragen sluiten aan bij de belevingswereld van de respondent

De AFM verwacht dat de hoogte van de getoonde bedragen afhangt van (een inschatting van) het verwachte pensioeninkomen van respondenten, en dat deze bedragen inclusief AOW, gecorrigeerd voor inflatie en netto zijn. Op die manier wordt het de respondenten makkelijker gemaakt om de keuzeopties in het perspectief van hun totale pensioeninkomen te plaatsen. Ook kunnen respondenten de bedragen dan eenvoudiger vergelijken met het verwachte of huidige uitgavepatroon en met het huidige inkomen. Goede voorbeelden uit de verkenning waren uitvragen waarbij expliciet aan respondenten werd uitgelegd hoe ze bedragen kunnen interpreteren. Denk hierbij bijvoorbeeld aan beschrijvingen als “in euro’s van nu” en “totaal pensioeninkomen”.

Indien er wel voor wordt gekozen om het pensioen zonder AOW of in bruto bedragen te presenteren, dan is het goed om dat expliciet te maken naar de respondent. Er bestaat dan geen twijfel over de manier waarop de respondent de gepresenteerde bedragen moet interpreteren. Dit maakt het eenvoudiger om de resultaten te duiden. In dat geval verwacht de AFM dat de pensioenuitvoerder kan onderbouwen waarom die keuze is gemaakt. Een voorbeeld hiervan uit de verkenning is een pensioenfonds dat vanwege het aantal deelnemers met een migratieachtergrond in de populatie bewust koos om bedragen exclusief AOW te tonen en daar de communicatie op aanpaste.

### Meetbaar: het RPO geeft inzicht in de mate van relatieve risicoaversie

Het Besluit toekomst pensioenen (Btp) schrijft voor dat ten minste de mate van relatieve risicoaversie (RRA) moet worden afgeleid. De RRA (ook wel de ‘gamma’) is de maatstaf die beschrijft in hoeverre deelnemers bereid zijn extra risico te lopen in ruil voor een hogere verwachte uitkomst.

Bij enkele pensioenuitvoerders uit de verkenning was de RRA niet bekend. Met name wanneer gebruik werd gemaakt van een ‘distribution builder’ methodiek waren vaak alleen statistieken ten aanzien van de door deelnemers gekozen varianten beschikbaar. De AFM benadrukt nogmaals het belang van het inzicht in de RRA die correspondeert met de aan deelnemers voorgelegde varianten.

Eenzijds stelt inzicht in de RRA, als objectieve maatstaf die onafhankelijk is van de beleggingsmix en gebruikte rendementverwachtingen, de pensioenuitvoerder in staat om uitkomsten van verschillende RPO’s over tijd met elkaar te vergelijken. Als er bij het RPO enkel wordt gekeken naar de gekozen varianten kan die vergelijking misleidend zijn, omdat wat ten grondslag ligt aan de varianten anders kan zijn dan in een eerder onderzoek. De veronderstelde beleggingsmix kan hierop bijvoorbeeld van invloed zijn, net als de wijziging daarvan over de levensduur (de lifecycle) en de gehanteerde aannames over risicopremies en de ontwikkeling van de economie.

Anderzijds kan met inzicht in de RRA geborgd worden dat een uitvraag voldoende bereik en precisie heeft. Door te weten welke RRA hoort bij elk van de keuzeopties (of bij elke set van gemaakte keuzes) heeft de pensioenuitvoerder in beeld of met het totaal aan geboden keuzeopties de te verwachten verschillen in risicoaversie gemeten kan worden en of de geboden keuzeopties voldoende onderscheidend zijn. Aan de hand van het gestileerde voorbeeld, gebaseerd op de aanpak van een pensioenfonds uit de verkenning, wordt dit nader toegelicht.

**Een goed voorbeeld is een pensioenuitvoerder die de vormgeving van de in de uitvraag te tonen varianten startte met een overzicht van de beoogde RRA:**

Variant	1	2	3	4	5	6	7	8
Relatieve risicoaversie	20	10	7	5	4	3	2	1

Deze informatie vormde vervolgens de basis voor de aan de respondent te tonen uitkomsten in iedere variant.

*Waarom? Op deze manier is geborgd dat een risicoaversie tussen 1 en 20 gemeten kan worden (het bereik). En tussen die uitersten is met een redelijk aantal keuzeopties gezorgd dat de stap qua risicoaversie tussen elke optie niet te groot is (de precisie).*

Stel dat in het voorbeeld op de vorige pagina de meest risicovolle optie zou corresponderen met een RRA van 4, dan kan met die uitvraag geen onderscheid gemaakt worden tussen respondenten die daadwerkelijk die keuze wilden maken en respondenten die een risicovollere optie hadden gewild. Dat heeft ook gevolgen voor de latere vertaling naar een risicohouding op cohortniveau, omdat dit karakteristieken als het gemiddelde en de variantie beïnvloedt. In de verkenning zag de AFM uitkomsten waarbij een relatief groot percentage van de respondenten voor de meest of minst risicovolle optie had gekozen en er geen inzicht was in de daarmee corresponderende RRA. Dit kan een aanwijzing zijn voor onvoldoende bereik.

Om uit een onderzoek ten aanzien van de risicoaversie zowel voldoende bereik als voldoende precisie te krijgen is een redelijk aantal opties nodig waar deelnemers uit kunnen kiezen. Ten aanzien van het aantal opties zag de AFM in de verkenning verschillen tussen pensioenuitvoerders. De hoeveelheid keuzeopties varieerde van 4 tot 10. Een beperkter aantal opties gaat ten koste van de precisie (of het bereik) en een groter aantal opties kan een negatief effect hebben op de uitvoerbaarheid voor de respondent. De gekozen invulling dient passend te zijn bij de populatie van de pensioenuitvoerder.

#### **Feilbaar: zicht op respondenten die de uitvraag niet begrijpen maakt correcties mogelijk**

Een effectieve onderzoeksmethode identificeert respondenten die de vragen niet begrijpen, zodat kan worden geborgd dat dit de representativiteit van de data niet in gevaar brengt. Identificatie kan bijvoorbeeld plaatsvinden door onderling inconsistente antwoorden toe te staan en na te gaan welke respondenten inconsistente antwoorden hebben gegeven. Denk hierbij aan de consistentie tussen een kwantitatieve en een kwalitatieve vraag. Vervolgens kan worden bekeken of bepaalde groepen oververtegenwoordigd zijn onder die groep respondenten die de vragen mogelijk niet begrijpen en of het nodig is om uitkomsten weg te laten of de resultaten op andere wijze te corrigeren.

In de verkenning zaten pensioenfondsen die de begrijpelijkheid van de vragenlijst wel op voorhand toetsten bij een deelnemerspanel, maar in de

vragenlijst zelf niet meer een toets op consistente beantwoording hadden opgenomen. Omdat individuele deelnemers zich anders kunnen gedragen dan het panel, is het vooraf toetsen wel zeer waardevol, maar is het ook belangrijk achteraf te toetsen op consistentie.

# 3 Observaties ten aanzien van de vormgeving van het RPO

Het is belangrijk dat het RPO ook hoge of lage relatieve risicoaversie kan identificeren.

Het vooraf te veel begrenzen van de mate van risico waar respondenten uit kunnen kiezen, kan ertoe leiden dat veel uitkomsten op de bovengrens of ondergrens van de keuzeruimte vallen, terwijl de daadwerkelijke voorkeuren hoger of lager liggen dan die grenzen. In dat geval kan het RPO leiden tot een vertekend beeld van de voorkeuren van respondenten. De AFM benadrukt dat het doel van het RPO is om voorkeuren van deelnemers te inventariseren. Door dit los te koppelen van beleidskeuzes wordt een beter inzicht verkregen in de voorkeuren.

Een voorbeeld van de onderliggende beleggingsmixen bij keuzeopties, waarbij de AFM het bereik van het RPO als onvoldoende beschouwt:

	Weging staatsobligaties	Weging aandelen
Variant 1	70%	30%
Variant 2	60%	40%
Variant 3	50%	50%
Variant 4	40%	60%
Variant 5	30%	70%

*Waarom? Hier valt op dat deelnemers niet kunnen kiezen voor een beleggingsmix waarin volledig in aandelen of staatsobligaties wordt belegd (of zelfs de leenrestrictie wordt opgeheven). De maximale allocatie is ingeperkt op 70%, waarmee reeds bij het presenteren van de keuzeopties voor deelnemers sprake lijkt van een begrenzing van beleggingsmixen die het bestuur als beleid reëel acht.*

Op basis van de verkenning concludeert de AFM dat zorgvuldigheid is geboden bij het gebruik van gangbare economische scenariosets.

De AFM wijst op het belang van het voorleggen van voldoende onderscheidende risico-rendementsafwegingen aan respondenten. Dit betekent dat een keuze voor meer verwacht rendement ook gepaard gaat met meer risico. Verschillende gangbare scenariosets kunnen leiden tot situaties waarin respondenten met een langere beleggingshorizon keuzes voorgelegd krijgen waarin ze ‘gratis’ kunnen kiezen voor meer rendement. Een keuze voor meer verwacht rendement gaat dan niet gepaard met meer risico. Hierdoor kunnen risicovoorkeuren niet goed geïdentificeerd worden.

Op de volgende pagina is een gestileerd voorbeeld opgenomen van twee risico-rendementsafwegingen, waarbij een van de twee niet onderscheidend is. In de verkenning kwam deze situatie meerdere keren voor. Met name bij jongere deelnemers kwam het regelmatig voor dat de keuze voor meer beleggingsrisico zowel leidde tot een hogere verwachte uitkomst als een hogere uitkomst in het pessimistische scenario.

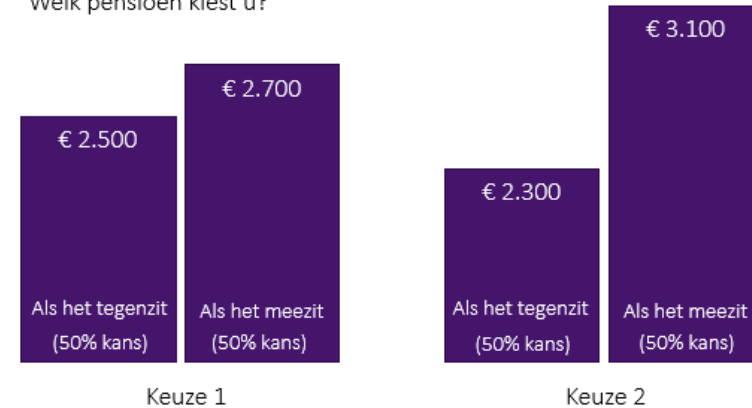
Idealiter sluiten de getoonde bedragen bij de keuzeopties risico-rendementsafwegingen zoveel mogelijk aan bij de individuele situatie van de deelnemer. Het gebruik van bepaalde economische scenariosets om te komen tot passende gemiddelde uitkomsten is echter niet voorgeschreven. Het staat pensioenuitvoerders vrij om zelf te bepalen hoe ze komen tot passende afwegingen om aan respondenten te tonen.

Rechts staat een gestileerd voorbeeld van twee keuzes zoals die bij de Choice-sequence methode aan respondenten voorgelegd kunnen worden. Bij deze methode worden twee opties voorgelegd waartussen de respondent kiest. Eén van beide opties heeft een hogere verwachte waarde (de gemiddelde uitkomst), maar ook een hogere spreiding in uitkomsten. Aan de hand van de gemaakte keuze(s) kan worden bepaald hoeveel spreiding in uitkomsten de respondent accepteert, in ruil voor een hogere verwachte waarde.

In het voorbeeld is de verwachte waarde (de gemiddelde uitkomst van beide staven) van 'Keuze 2' met € 2.700 zowel in het positieve voorbeeld als het negatieve voorbeeld hoger dan die van 'Keuze 1' (€ 2.600). In het negatieve voorbeeld wordt de respondent echter niet gedwongen om een afweging te maken tussen risico en rendement, omdat de uitkomst in het pessimistische scenario bij 'Keuze 2' niet lager is dan de uitkomst in het pessimistische scenario bij 'Keuze 1'. Bij het positieve voorbeeld wordt de deelnemer wel echt gedwongen om een keuze te maken tussen risico en rendement.

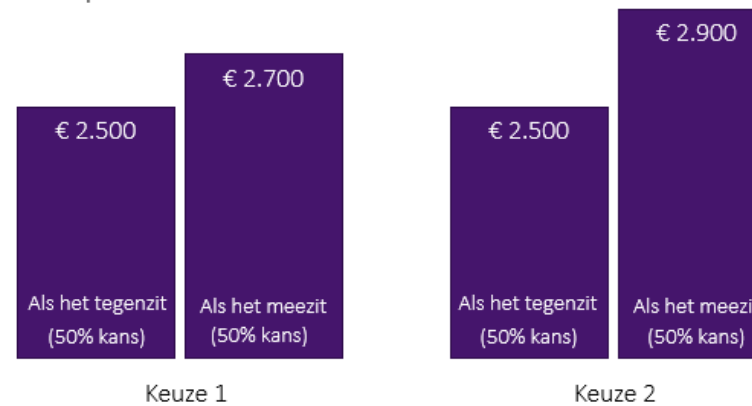
U ziet 2 pensioenen. Bij keuze 1 wordt uw pensioengeld met meer zekerheid belegd dan bij keuze 2. U maakt de keuze welk pensioen u het liefst heeft.

Welk pensioen kiest u?



U ziet 2 pensioenen. Bij keuze 1 wordt uw pensioengeld met meer zekerheid belegd dan bij keuze 2. U maakt de keuze welk pensioen u het liefst heeft.

Welk pensioen kiest u?



# 4 Observaties ten aanzien van de representativiteit

## **Inzicht in de representativiteit van de steekproef geeft informatie over de bruikbaarheid van de uitkomsten voor de vaststelling van de risicohouding.**

Voor betrouwbare onderzoeksresultaten is het belangrijk dat de steekproef – de groep respondenten die het RPO afrondt – een representatief beeld geeft van de onderliggende populatie. De wetgever heeft hierbij geen minimale lat geformuleerd, maar aangegeven dat de uitkomsten zo representatief mogelijk moeten zijn. Door de invloed van factoren buiten de controle van de pensioenuitvoerder is het ontbreken van een minimale lat logisch. De AFM verwacht dat pensioenuitvoerders inzicht hebben in de representativiteit van de steekproef, bijvoorbeeld door de karakteristieken van de steekproef te vergelijken met die van de onderliggende populatie en door duidelijk weer te geven hoe zij in hun selectieprocedure en eventuele wegingen achteraf hebben geborgd dat er een correct beeld wordt vergaard. Inzicht in de mate van representativiteit bepaalt immers in sterke mate in hoeverre op basis van de uitkomsten conclusies getrokken kunnen worden over de gehele populatie van het cohort of de pensioenuitvoerder. Die informatie kan belangrijk zijn voor het gewicht dat aan de uitkomsten van het RPO wordt gegeven bij het vaststellen van de risicohouding.

In de verkenning zag de AFM dat pensioenuitvoerders sterk verschilden in de diepgang van de analyse en de manier waarop werd omgegaan met de uitkomsten van de analyse, rechts zijn ter illustratie een goed voorbeeld en een voorbeeld dat de AFM als onvoldoende beschouwt weergegeven.

De AFM verwacht van pensioenuitvoerders dan ten minste een vergelijking van de kenmerken geslacht, leeftijd en status wordt uitgevoerd, en dat conclusies

aan deze analyse worden verbonden. Dat wil zeggen: zijn de uitkomsten bruikbaar, kunnen met behulp van bewerkingen (zoals wegingen) de uitkomsten bruikbaar worden gemaakt, of zijn de uitkomsten onbruikbaar voor het verdere proces.

### **Een goed voorbeeld is de volgende beschrijving:**

*“Het respondentenbestand is representatief gemaakt middels wegingsfactoren op de variabelen status (actief, OP uitkeringsgerechtigd, slaper), geslacht, en leeftijdsklasse binnen de totale populatie van Pensioenfonds XYZ. Waar we spreken over “deelnemers”, kunnen we daarom goed spreken over “deelnemers van Pensioenfonds XYZ” en niet uitsluitend over “deelnemers aan het onderzoek”. Waar sprake is van conclusies over subgroepen (bijv. leeftijdscohorten) is de representativiteit, betrouwbaarheid en/of nauwkeurigheid lager.”*

Waarom? Hier wordt naar verschillende kenmerken gekeken, en vindt weging plaats op basis van de uitkomsten van de analyse.

### **Een voorbeeld dat de AFM als onvoldoende beschouwt is het volgende:**

*“44% van de respondenten is man en 56% van de respondenten is vrouw. Er is onvoldoende informatie over de verdeling van man/vrouw in de totale groep actieven en pensioengerechtigden om aan te geven of dit aansluit.”*

Waarom? Bij de pensioenuitvoerder zou immers informatie beschikbaar moeten zijn over de verdeling van geslacht in de totale populatie.

# 5 Observaties ten aanzien van de inventarisatie van het risicodraagvlak

Naast inzicht in hoeveel beleggingsrisico deelnemers willen lopen ten aanzien van het totale inkomen na pensionering (de risicotolerantie) geeft het RPO inzicht in hoeveel beleggingsrisico deelnemers kunnen dragen binnen de pensioenregeling, gegeven hun kenmerken en financiële situatie (het risicodraagvlak). Deze inventarisatie kan ook op andere manieren plaats vinden dan via een deelnemersuitvraag.

## **Bij risicodraagvlak dienen in ieder geval drie componenten te worden betrokken**

De AFM vindt het belangrijk dat minimaal de AOW, het bij de pensioenuitvoerder zelf opgebouwde pensioen, en de leeftijd van de deelnemer worden betrokken bij het risicodraagvlak. In de verkenning, en in het bijzonder de gevoerde gesprekken, viel het de AFM op dat het door pensioenuitvoerders als lastig wordt ervaren om hier aanvullende gegevens over uit te vragen. Er wordt weerstand bij deelnemers gevoeld. Een gesprekspartner beschreef een achterdochtige reactie op het moment dat gevraagd wordt naar andere inkomensbronnen dan via de pensioenuitvoerder (“dat vraag je zeker om te weten of je mijn pensioen kunt korten!”).

Doordat geen individueel risicoprofiel wordt vastgesteld, maar sprake is van het vaststellen van een risicohouding op cohortniveau is geen 100% accuraat inzicht nodig in de financiële situatie van deelnemers. Er vindt immers aggregatie op cohortniveau plaats. De verzamelde inzichten moeten goed genoeg zijn om bruikbaar te zijn voor de vaststelling van de risicohouding en de vertaalslag naar beleid. Het is daarom ook mogelijk om gebruik te maken van aannames.

### **Een voorbeeld van het gebruik van aannames is:**

*“In de kwantitatieve onderzoeksmethode houden we rekening met het risicodraagvlak van een deelnemer (...) De meeste mensen bouwen immers een volledige AOW op (tenzij je tijdelijk in het buitenland woont).”*

De AFM heeft ten aanzien van gegevens over het risicodraagvlak geen bezwaar tegen het gebruik van aannames, mits deze goed onderbouwd zijn. In bovenstaand voorbeeld ontbreekt de basis voor de aanname. Beschrijf waarom het gezien de situatie van de specifieke pensioenuitvoerder logisch dat de aanname wordt gemaakt en wat de beperkingen van de aanname zijn. Heeft bijvoorbeeld een deel van de deelnemerspopulatie een migratieachtergrond, dan kan het zijn dat de aanname van volledige AOW bij die groep niet goed aansluit.

### **Kwantitatief inzicht in risicodraagvlak is nodig voor de vertaalslag naar beleid**

Kwantitatief interpreteerbaar inzicht in het risicodraagvlak is nodig om de vertaalslag te maken van de risicovoorkeuren van deelnemers ten aanzien van het totale pensioeninkomen naar het deel dat de pensioenuitvoerder in kwestie belegt. Hieronder verstaat de AFM inzicht in (een schatting van) de verhouding tussen het (verwachte) pensioeninkomen dat door de pensioenuitvoerder wordt uitgekeerd en de inschatting van het totale pensioeninkomen.

Uit de verkenning bleek dat veel pensioenuitvoerders kwalitatieve vragen stellen over het risicodraagvlak. Het stellen van kwalitatieve vragen kan enig inzicht bieden, maar is zonder combinatie met kwantitatieve gegevens niet afdoende, omdat een cijfermatige vertaalslag niet mogelijk is.

**Een voorbeeld van hoe een pensioenuitvoerder informatie over de (verwachte) inkomensverdeling uitvraagt zonder de verhouding tussen het pensioen bij de betreffende uitvoerder zelf en het totale inkomen:**

*“Als u met pensioen gaat, van wie krijgt u dan het meeste inkomen?”*

- *Het grootste gedeelte van mijn inkomen bestaat straks uit AOW*
- *Het grootste gedeelte van mijn inkomen komt dan van Pensioenfonds XYZ*
- *Het grootste gedeelte van mijn inkomen komt later van ander(e) pensioenfond(s)*
- *Ik verwacht de meeste inkomsten uit andere bronnen, zoals de verkoop van mijn huis, spaargeld of beleggingen”*

Waarom? Het antwoord op deze vraag geeft wel inzicht in de voornaamste inkomstenbron, maar niet in de verhouding tussen het pensioen bij de betreffende pensioenuitvoerder zelf en het totale inkomen. Daardoor is het niet mogelijk om de uitgemeten risicotolerantie ten opzichte van het totale pensioeninkomen te vertalen naar een gewenste mate van risico voor het deel van het inkomen dat door de pensioenuitvoerder wordt belegd.

Overigens gebruiken veel pensioenuitvoerders wel kwantitatieve informatie over leeftijd, inkomen en uitkeringshoogte voor de vormgeving van de deelnemersuitvraag. Op basis van deze informatie zorgen pensioenuitvoerders ervoor dat de getoonde bedragen zoveel mogelijk aansluiten bij de

belevingswereld van de respondent (zie ook hoofdstuk 2, onder Measurable). Deze gegevens – die (deels) te achterhalen zijn uit de administratie van de pensioenuitvoerder – zijn ook te gebruiken voor een kwantitatieve inventarisatie van risicodraagvlak.

**Duidelijkheid over rol risicodraagvlak borgt bruikbaarheid uitkomsten**

De AFM verwacht dat bij de opzet van het RPO duidelijk is hoe uitkomsten die zien op het risicodraagvlak worden gecombineerd met de uitkomsten die zien op de risicotolerantie. Hoewel het daadwerkelijk combineren van uitkomsten pas in het vervolgproces van de vaststelling van de risicohouding plaatsvindt (onder toezicht van DNB), is dit inzicht nodig om te borgen dat de juiste informatie over het risicodraagvlak is ingewonnen. Als pas na het RPO uitgewerkt wordt hoe de uitkomsten gebruikt gaan worden, loopt de pensioenuitvoerder het risico dat benodigde informatie ontbreekt, of verzamelde informatie niet gebruikt wordt.

**Een voorbeeld waarbij de rol van de uitkomsten van de informatie over het risicodraagvlak onvoldoende concreet is:**

Op de vraag over hoe de uitkomsten van risicodraagvlak en risicotolerantie zijn gecombineerd antwoordde een pensioenuitvoerder:

*“De informatie is gebruikt ter duiding van de meer algemene opvattingen van deelnemers en gepensioneerden over zekerheid en risico en bij de interpretatie van de kwantitatieve Choice Sequence-meting van risicopreferentie.”*

Waarom? Bestuurders van de pensioenuitvoerder gaven in het terugkoppelings-gesprek aan het bovenstaande dilemma te herkennen. Het bleek lastig om de kwalitatieve inzichten te combineren met de kwantitatieve gegevens over de risicotolerantie.



Een goed voorbeeld van het formuleren hoe de uitkomsten met betrekking tot het risicodraagvlak en de risicotolerantie worden gecombineerd :

#### Veronderstellingen

De meeste deelnemers ontvangen naast het pensioen van Pensioenfonds X een AOW-uitkering. Voor deelnemers van Pensioenfonds X met een volledig dienstverband vormt de AOW bijna de helft van het totale pensioeninkomen.

Risico-aversie wordt gemeten over het totale pensioeninkomen inclusief AOW. De invloed van de AOW wordt daarom in beschouwing genomen bij de vaststelling van de lifecycle.

De AOW is risicovrij. Omdat de AOW risicovrij is kan over het aanvullende pensioen meer risico worden genomen. De AOW is een relatief groot deel van het totale pensioeninkomen en resulteert hierdoor in een offensievere beleggingsmix.

*Waarom? Omdat met de getoonde methodiek expliciet wordt gemaakt op welke wijze inzichten ten aanzien van risicotolerantie en risicodraagvlak met elkaar gecombineerd worden om te komen tot een allocatie passend bij het deel van het kapitaal dat door het pensioenfonds wordt belegd. Op die manier is duidelijk waaraan de binnen het RPO verzamelde informatie moet voldoen om bruikbaar te zijn in de vervolgstappen.*

#### Methodiek

De allocatie naar risicovolle beleggingen voor het totale kapitaal (financieel incl. AOW + menselijk) wordt berekend volgens de formule:

$$w = \frac{\textit{Verwacht overrendement risicovolle beleggingen}}{\textit{Risicoaversie} * \textit{Standaarddeviatie risicovolle beleggingen}^2}$$

De allocatie naar risicovolle beleggingen voor het totale kapitaal dat belegd wordt door Pensioenfonds X wordt berekend volgens de formule:

$$\textit{Allocatie} = w * \frac{\textit{Totaal kapitaal (financieel incl. AOW + menselijk)}}{\textit{Financieel kapitaal belegd door Pensioenfonds X}}$$

# Bijlage: opgevraagde informatie

Voor dit onderzoek heeft de AFM de geselecteerde pensioenuitvoerders gevraagd de volgende informatie toe te sturen:

1. Uitkomsten van het onderzoek
  - a. Het rapport of de presentatie waarin de resultaten van het onderzoek aan u zijn teruggekoppeld.
  - b. Als dit niet blijkt uit het rapport of de presentatie: een overzicht per cohort van de mate van relatieve risicoaversie per cohort (ongewogen<sup>1</sup> gemiddelde en variantie).
2. Deelnemersuitvraag en communicatie
  - a. Een beschrijving van de toegepaste methode voor het uitmeten van de risicotolerantie, inclusief een toelichting op de wijze waarop de uitkomst van de deelnemersuitvraag leidt tot een mate van relatieve risicoaversie.
  - b. De gehanteerde deelnemersuitvraag: bij voorkeur toegang tot de uitvraag door middel van een link en inloggegevens. Inclusief een uitdraai van 'de keuzeomgeving' of 'de interface' (de stappen die de respondent doorloopt).
  - c. Een toelichting op welke wijze in de deelnemersuitvraag wordt omgegaan met de mogelijkheid van het geven van inconsistente antwoorden of op welke andere wijze er getoetst wordt of respondenten de vragen begrijpen. Een kopie van de wijze van communiceren met beoogde respondenten over het onderzoek.
3. Informatie over de omvang van de steekproef
  - a. Het aantal deelnemers dat is benaderd voor het onderzoek en een berekening van hoe u tot dit aantal bent gekomen.
  - b. Het aantal deelnemers dat aan het onderzoek is begonnen.
  - c. Het aantal deelnemers dat het onderzoek heeft afgerond.
4. Informatie over de (verwachte) representativiteit van de uitkomsten het onderzoek
  - a. Een toelichting op welke wijze u bij het bepalen van de steekproef rekening heeft gehouden met de verwachte representativiteit van de uitkomsten.
  - b. Een analyse van de mate van representativiteit van de steekproef, bijvoorbeeld in de vorm van een vergelijking van relevante onderscheidende kenmerken.
  - c. Eventuele correcties (bijvoorbeeld door middel van weging) die u naar aanleiding van de analyse in het voorgaande punt heeft toegepast.
5. Informatie omtrent risicodraagvlak
  - a. Beschrijving van de elementen waarover informatie is ingewonnen ten behoeve van het risicodraagvlak.
  - b. Beschrijving van de wijze waarop informatie over het risicodraagvlak is ingewonnen.
  - c. Een toelichting op de manier waarop deze informatie is meegenomen in de uitkomsten van het onderzoek.

---

<sup>1</sup> Met uitzondering van eventuele weging uit hoofde van de representativiteit van de steekproef, zie vraag 4c.



### **Autoriteit Financiële markten**

Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam

### **Telefoon**

020 797 2000

[www.afm.nl](http://www.afm.nl)

### **Dataclassificatie**

AFM-Publiek

Volg ons: →



*De AFM maakt zich sterk voor eerlijke en transparante financiële markten.*

*Als onafhankelijke gedragstoezichthouder dragen wij bij aan duurzaam financieel welzijn in Nederland.*

De tekst van deze publicatie is met zorg samengesteld en is informatief van aard. U kunt er geen rechten aan ontlenen. Door veranderende wet- en regelgeving op nationaal en internationaal niveau is het mogelijk dat de tekst niet actueel is op het moment dat u deze leest. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) is niet aansprakelijk voor de eventuele gevolgen – bijvoorbeeld geleden verlies of gederfde winst – ontstaan door of in verband met acties ondernomen naar aanleiding van deze tekst.

© Copyright AFM 2023