

Leidraad risicopreferentie- onderzoeken

Randvoorwaarden voor de uitvoering
van het risicopreferentieonderzoek

Geldig per: 1 juli 2023

Kernboodschap

Uit hoofde van de Pensioenwet (**Pw**) dan wel de Wet verplichte beroepspensioenregeling (**Wvb**) is het voor pensioenuitvoerders die een premiereregeling onder het nieuwe pensioenstelsel uitvoeren verplicht om een risicopreferentieonderzoek (hierna: **RPO**) te gebruiken bij de vaststelling van de risicohouding. De Autoriteit Financiële Markten (**AFM**) is verantwoordelijk voor het toezicht op de uitvoering van het RPO.

Waarom een RPO?

Pensioenuitvoerders voeren een pensioenregeling uit voor deelnemers en beleggen hun pensioenvermogen. Het is belangrijk dat kenmerken van de regeling als het beleggingsrisico, de verdeelregels en de vormgeving van de uitkeringsfase aansluiten bij de risico's die deelnemers willen en kunnen dragen. Het RPO geeft pensioenuitvoerders inzicht in hoeveel beleggingsrisico deelnemers *willen* lopen ten aanzien van het totale inkomen na pensionering (risicotolerantie), alsmede hoeveel beleggingsrisico deelnemers *kunnen* dragen binnen de pensioenregeling, gegeven hun kenmerken en financiële situatie (risicodraagvlak). Een RPO bestaat, naast een uitvraag onder deelnemers, ook uit andere elementen zoals het verzamelen van informatie uit reeds aanwezige bronnen over de financiële situatie van deelnemers.

Wat verwacht de AFM van pensioenuitvoerders?

Het RPO is een open norm. Dat betekent dat er niet één juiste manier is om invulling te geven aan het onderzoek. Het is van belang dat pensioenuitvoerders bij het inrichten en uitvoeren van het RPO het doel goed voor ogen houden. Binnen de vrijheid die de wet biedt kunnen pensioenuitvoerders vervolgens zelf keuzes maken die passen bij hun specifieke situatie, zoals de kenmerken van de deelnemerspopulatie en het type pensioenuitvoerder. Vanwege deze vrijheid is het belangrijk dat pensioenuitvoerders goed onderbouwen welke keuzes zij maken bij de inrichting van het RPO, waarom die keuzes vanuit hun specifieke situatie logisch zijn, en hoe de gemaakte keuzes de uitkomsten van het onderzoek eventueel beïnvloeden.

Waarom is het onderscheid naar risicotolerantie en risicodraagvlak belangrijk?

Risicotolerantie wordt uitgemeten ten aanzien van het totale pensioeninkomen, dat kunnen deelnemers namelijk het beste vergelijken met hun huidige inkomen en uitgaven. Risicodraagvlak is nodig om die uitgemeten risicotolerantie weer te kunnen vertalen naar een beleggingsbeleid voor het opgebouwde tweedepijlerpensioen. Voor de meeste deelnemers komt een aanzienlijk deel van het toekomstige pensioeninkomen voort uit andere componenten dan het opgebouwde tweedepijlerpensioen bij de huidige pensioenuitvoerder, bijvoorbeeld uit de AOW en het in de toekomst nog te verdienen arbeidsinkomen. Die componenten staan in tegenstelling tot het tweedepijlerpensioen niet bloot aan beleggingsrisico's. Beleggingsrendementen in de tweedepijler hebben daarom een gedempt effect op het toekomstige pensioeninkomen – iets waar lifecycle-modellen rekening mee houden.

Welke aandachtspunten zijn er bij de uitvraag onder deelnemers?

De risicotolerantie wordt door middel van een deelnemersuitvraag geïnventariseerd. Ten aanzien van deze uitvraag van risicotolerantie verwacht de AFM dat:

- 1) De FRAME-criteria in acht worden genomen. Dit betekent dat een uitvraag uitvoerbaar is voor deelnemers, dat de impact van irrationele gedragsaspecten beperkt wordt, dat de uitvraag past bij de pensioencontext, dat het onderzoek een kwantitatief interpreteerbare uitkomst heeft en tot slot dat in het onderzoek rekening wordt gehouden met deelnemers die de uitvraag niet goed begrijpen.
- 2) Zorgvuldig wordt nagedacht over de grootte en de (verwachte) representativiteit van de steekproef die wordt uitgenodigd om de uitvraag in te vullen, en dat ook achteraf een analyse van de representativiteit per cohort plaatsvindt. Een hoge respons hoeft niet per se een goede representativiteit te betekenen en andersom betekent een lage respons niet automatisch dat de resultaten onbruikbaar zijn.

Welke componenten verwacht de AFM minimaal in het risicodraagvlak?

Bij de inventarisatie van het risicodraagvlak verwacht de AFM dat naast het opgebouwde tweedepijlerpensioenen bij de huidige pensioenuitvoerder in ieder geval het inkomen uit AOW en het in de toekomst nog te verdienen arbeidsinkomen worden betrokken. Overige componenten meenemen kan leiden tot een betere inschatting van het risicodraagvlak, maar kan ook praktische uitdagingen met zich meebrengen.

Voor deze inventarisatie is een deelnemersuitvraag niet altijd nodig. Bijvoorbeeld wanneer zowel de leeftijd, het inkomen als de (te bereiken) totale pensioenaanspraak uit de eigen administratie of via andere bronnen afgeleid kunnen worden en daarnaast ook een aannahme over het recht op AOW op cohortniveau uit de eigen administratie of via andere bronnen onderbouwd kan worden.

Waar kan ik terecht met vragen of opmerkingen?

Mocht u na lezing van dit document nog vragen of opmerkingen hebben, dan kunt u contact opnemen met de AFM door te mailen naar pensioen@afm.nl.

Waar nodig en wenselijk zal de AFM dit document in de komende jaren actualiseren.

Inhoudsopgave

Kernboodschap	2
Inleiding	5
1 Wettelijke normen t.a.v. het risicopreferentieonderzoek	7
1.1 Artikel 52b, tweede lid, Pw dan wel 63b, tweede lid, Wvb	7
1.2 Artikel 14v BuPw	7
1.3 Overige wettelijke bepalingen	8
1.4 Samenhang met individuele risicobereidheid	8
2 Invulling wettelijke normen	9
2.1 Het onderzoek naar de risicotolerantie	9
2.1.1 Zorg dat de uitvraag onder deelnemers voldoet aan de FRAME-criteria	9
2.1.2 Meerdere onderzoeksmethoden zijn mogelijk	10
2.1.3 Begrens voor een goede inventarisatie van risicotolerantie het bereik van de uitvraag niet te veel	11
2.2 Het onderzoek naar risicodraagvlak	12
2.2.1 Minimale componenten voor het risicodraagvlak: toekomstig arbeidsinkomen en AOW	12
2.2.2 Elders opgebouwd tweedepijlerpensioen	12
2.2.3 Overige componenten voor het bepalen van het risicodraagvlak	13
2.2.4 Manieren om informatie ten aanzien van het risicodraagvlak in te winnen	13
2.3 Samenloop productontwikkelingsproces (PARP) en risicopreferentieonderzoek	13
2.4 Wat verwacht de AFM van de onderbouwing van het risicopreferentieonderzoek	13
3 De timing van het onderzoek	15
3.1 Risicopreferentieonderzoek voor totstandkoming pensioenregeling	15
3.2 Periodieke actualisatie van het risicopreferentieonderzoek	15
4 Praktische aspecten	16
4.1 Aandachtspunten bij het verkrijgen van representatieve uitkomsten	16
4.2 Aandachtspunten ten aanzien van het activeren van deelnemers	17

Inleiding

Het RPO borgt dat de risicohouding aansluit bij wat deelnemers willen en kunnen

Voor pensioenuitvoerders die een premieregeling uitvoeren onder het nieuwe pensioenstelsel is het op grond van de Pw dan wel Wvb verplicht om gebruik te maken van een RPO bij de vaststelling van de risicohouding.¹ Specifiek geldt deze plicht voor premieovereenkomsten in de opbouwfase, voor premie-uitkeringsovereenkomsten - voor zover de premie wordt belegd - en voor variabele uitkeringen. In het Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling (**BuPw**) is deze verplichting verder uitgewerkt. Samen met wetenschappelijke inzichten en deelnemerskenmerken vormt het RPO de basis voor de vaststelling van de risicohouding op cohortniveau.

In de Memorie van Toelichting (**MvT**) bij de Wet toekomst pensioenen (**Wtp**) omschrijft de wetgever het doel van het RPO als volgt:

*Het draagvlak voor het nieuwe pensioenstelsel hangt mede af van de keuzes die sociale partners en pensioenuitvoerders maken bij de vormgeving en uitvoering van de nieuwe pensioenregelingen. De sociale partners kiezen de vormgeving van de pensioenregeling. Zij toetsen hun keuzes voor de nieuwe pensioenregeling vooraf op uitlegbaarheid. Met een begrijpelijk verhaal zullen mensen eerder betrokkenheid voelen of – waar relevant – eerder bereid zijn keuzes te maken die de pensioenregeling hen biedt. **Voor acceptatie is het belangrijk dat sociale partners bij de inrichting van hun nieuwe pensioenregeling keuzes maken die problemen in de huidige pensioenregeling helpen op te lossen.** (...)*

***Dit geldt met name voor het beleggingsbeleid. De risicopreferentie van deelnemers en pensioengerechtigden, die mede de risicohouding bepaalt, moet bepalend zijn voor de risico's die de pensioenuitvoerder namens hen neemt met de beleggingen.** (...)*

Deelnemers verschillen in de mate waarin zij aangeven beleggingsrisico's te willen en kunnen lopen. Zij hebben een verschillende risicopreferentie. Om de risicopreferentie vast te kunnen stellen, dient een risicopreferentieonderzoek uitgevoerd te worden. De vastgestelde risicopreferentie vormt een belangrijk onderdeel bij de vaststelling van de risicohouding door de pensioenuitvoerder.

Het RPO geeft pensioenuitvoerders inzicht in de mate waarin deelnemers, gewezen deelnemers of pensioengerechtigden bereid zijn om met het oog op hun pensioendoelstellingen beleggingsrisico's te lopen en in hoeverre ze beleggingsrisico's kunnen lopen. Dit inzicht is nodig om te zorgen dat kenmerken van de regeling, zoals het beleggingsbeleid, de verdeelregels en de vormgeving van de uitkeringsfase daarbij aansluiten. Een voorbeeld: enerzijds kan te weinig beleggingsrisico nemen leiden tot een ontoereikend pensioenresultaat. Anderzijds kan te veel risico leiden tot financieel kwetsbare situaties na pensioendatum.

De verschillende technische elementen binnen het nieuwe pensioencontract (spreiding van schokken, beschermingsrendement, solidariteitsreserve) hebben bovendien een onderlinge wisselwerking waardoor een complex geheel kan ontstaan. Het is daarom van belang vast te stellen dat het geheel goed aansluit bij het risico dat de deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden willen en kunnen dragen. Dit wordt geborgd door de risicohouding (mede) te baseren op een gedegen RPO en vervolgens te toetsen of het daadwerkelijk gelopen risico past binnen de vastgestelde risicohouding. Ook kan het RPO helpen om de kenmerken van de regeling en de uitwerking daarvan uit te leggen aan de deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden. Dit voorkomt mogelijk teleurstellingen of onrealistische verwachtingen.

¹ De verplichting om een risicopreferentieonderzoek uitgevoerd te hebben is van toepassing vanaf het tijdstip dat de uitvoerder overgaat op uitvoering van een gewijzigde pensioenovereenkomst of beroepspensioenregeling, maar uiterlijk op de einddatum van de transitieperiode, zie artikel 220i Pw, artikel 214g Wvb en artikel 57 BuPw.

De invulling van het RPO is een open norm

Door de wetgever is het doel van het RPO vastgesteld. Tegelijkertijd is voor wat betreft de invulling veel opengelaten om innovatie niet te beperken en maatwerk mogelijk te maken. Pensioenuitvoerders kunnen het RPO op verschillende manieren inrichten. Er is niet één gestandaardiseerde methode. Die vrijheid gaat gepaard met een verantwoordelijkheid voor pensioenuitvoerders om goed te onderbouwen welke keuzes zij maken bij de inrichting van het RPO. En waarom die keuzes vanuit hun specifieke situatie logisch zijn en hoe deze keuzes de uitkomsten van het onderzoek eventueel beïnvloeden.

De AFM houdt toezicht op het (periodiek) uitvoeren van het RPO. De Nederlandsche Bank (**DNB**) houdt toezicht op de daaropvolgende stappen in het proces: de vertaalslag naar de risicohouding, de inrichting van het beleggingsbeleid en toedelingsregels en de toetsing van de risicoblootstelling aan de vastgelegde risicohouding. Op het moment dat de (individuele) resultaten van het RPO worden gebruikt om tot een definitieve cohortindeling met bijbehorende risicomaatstaven te komen verschuift het toezicht naar DNB.

Doel en leeswijzer van deze leidraad

Deze leidraad is een beleidsuiting van de AFM en heeft niet de status van wet- en regelgeving. In deze leidraad schetst de AFM een aantal voorwaarden waaraan het RPO dient te voldoen, zonder dwingend voor te schrijven hoe het RPO uitgevoerd moet worden. Daarnaast bevat deze leidraad praktische tips en voorbeelden ten aanzien van de uitvoering van het RPO. De AFM wil met deze leidraad de sector ondersteunen bij het invullen van de wettelijke vereisten. Ook is het doel om transparant te zijn over de onderwerpen waar de AFM zich in haar toezicht op zal richten. Om die reden is in deze leidraad een overzicht opgenomen van punten waarvan de AFM verwacht dat pensioenuitvoerders gemaakte keuzes kunnen motiveren. Waar nodig en wenselijk zal de AFM dit document in de komende jaren actualiseren.

Deze leidraad is primair bedoeld voor pensioenuitvoerders (pensioenfondsen, pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen), maar kan ook relevant zijn voor pensioenuitvoeringsorganisaties, adviseurs, RPO-aanbieders en (mede)beslissers over pensioenregelingen in de tweede pijler, zoals sociale partners.

Deze leidraad bestaat uit vier hoofdstukken. In de eerste twee hoofdstukken schetst de AFM het kader waar het RPO aan moet voldoen. Na een overzicht van de relevante wettelijke bepalingen (hoofdstuk 1) volgen de beoordelingscriteria die de AFM gaat hanteren voor haar toezicht (hoofdstuk 2). De laatste twee hoofdstukken bieden de lezer aanvullende informatie over het RPO. In hoofdstuk 3 wordt ingegaan op het moment van uitvoeren van het RPO. In hoofdstuk 4 komen enkele meer praktische zaken aan bod, zoals aandachtspunten ten aanzien van de gehanteerde steekproef en het activeren van deelnemers.

De AFM hanteert in deze leidraad de volgende definities, in lijn met de wetgeving:

- *Risicohouding*: De door de pensioenuitvoerder vastgelegde mate waarin een groep deelnemers bereid is beleggingsrisico's te lopen met het oog op hun pensioendoelstellingen (risicotolerantie) en gegeven de kenmerken van deze groep beleggingsrisico's kan dragen binnen de regeling (risicodraagvlak). De risicohouding wordt vastgelegd aan de hand van risicomaatstaven en wordt mede gebaseerd op de uitkomsten van het RPO, deelnemerskenmerken en wetenschappelijke inzichten.
- *Risicotolerantie*: De mate waarin een deelnemer beleggingsrisico's wil lopen ten aanzien van het totale inkomen na pensionering. Dit wordt onderzocht door middel van een deelnemersuitvraag.
- *Risicodraagvlak*: De mate waarin een deelnemer beleggingsrisico's kan dragen binnen de pensioenregeling gegeven de persoonlijke kenmerken en financiële situatie. Dit vindt plaats door middel van een inventarisatie van deelnemerskarakteristieken, eventueel aangevuld met een uitvraag onder deelnemers.
- *Risicopreferentieonderzoek*: Het onderzoek waarmee de pensioenuitvoerder inzicht krijgt in de mate van beleggingsrisico die deelnemers bereid zijn te lopen (risicotolerantie) gezien hun doelstellingen en kunnen lopen (risicodraagvlak) gegeven hun kenmerken.
- *Deelnemer*: Deelnemers, gewezen deelnemers, andere aanspraakgerechtigden en pensioengerechtigden.

1 Wettelijke normen t.a.v. het risicopreferentieonderzoek

Dit hoofdstuk geeft informatie over het wettelijk kader van het RPO. Citaten uit de Pw, Wvb en het BuPw staan in kaders, de overige tekst geeft daarbij een korte toelichting van de AFM.

1.1 Artikel 52b, tweede lid, Pw dan wel 63b, tweede lid, Wvb

De risicohouding wordt door de pensioenuitvoerder vastgesteld en periodiek getoetst, waarbij gebruik wordt gemaakt van onderzoek naar de risicopreferentie van de deelnemers, gewezen deelnemers of pensioengerechtigden, wetenschappelijke inzichten en deelnemerskenmerken. De resultaten hiervan worden door een (beroeps)pensioenfonds beoordeeld na overleg met de andere organen van het (beroeps)pensioenfonds. De toetsing van de risicohouding vindt plaats ten minste eenmaal in vijf jaar en bij een ingrijpende wijziging.

Uit deze passage volgt dat pensioenuitvoerders verplicht zijn periodiek een RPO uit te voeren. In de Pw en de Wvb (respectievelijk artikel 52b, derde lid en artikel 63b, derde lid) is opgenomen dat ten aanzien van het RPO bij of krachtens algemene maatregel van bestuur nadere regels worden gesteld. Deze nadere regels staan in het BuPw, en zijn hierna opgenomen.

1.2 Artikel 14v BuPw

1. Het risicopreferentieonderzoek onderzoekt de mate waarin een groep deelnemers, gewezen deelnemers of pensioengerechtigden bereid is beleggingsrisico's te lopen met het oog op hun doelstellingen. Hierbij zal tenminste de mate van relatieve risicoaversie van deze groep worden afgeleid uit het onderzoek. Bij de vaststelling van de uitvraag voor het risicopreferentieonderzoek wordt rekening gehouden met de mate waarin deze groep beleggingsrisico's kan dragen gegeven de kenmerken van de groep, op basis van onder meer deelnemerskenmerken en wetenschappelijke inzichten. De uitkomsten van het onderzoek zijn bruikbaar voor het vaststellen van de risicohouding op cohortniveau.

Deze passage stelt dat in het onderzoek ten minste de mate van relatieve risicoaversie wordt afgeleid. In paragraaf 2.1.1 onder het criterium 'Measurable' wordt hier nader bij stilgestaan. Ook komt het belang van het afleiden van de mate van relatieve risicoaversie terug in paragraaf 2.1.3.

De inventarisatie van het risicodraagvlak, om rekening te kunnen houden met de mate waarin deelnemers beleggingsrisico's kunnen dragen, is onderdeel van het RPO. Paragraaf 2.2 gaat hier dieper op in.

2. Het risicopreferentieonderzoek sluit aan bij de pensioencontext en de persoonlijke situatie van deelnemers, gewezen deelnemers en pensioengerechtigden en geeft in de uitvraag een realistisch beeld van de hoogte van de te verwachten pensioenuitkering en de te verwachten zekerheid van de pensioenuitkering. Hiervoor wordt een realistische inschatting van de hoogte van de pensioenpremie gebruikt.

Paragraaf 2.1.1, in het bijzonder de toelichting bij het criterium 'Appropriate', gaat in op de aansluiting van het RPO bij de pensioencontext en de persoonlijke situatie van respondenten.

Paragraaf 2.1.1, in het bijzonder de toelichting bij het criterium 'Appropriate', gaat in op de aansluiting van het RPO bij de pensioencontext en de persoonlijke situatie van respondenten. Paragraaf 2.1.3 gaat in op het voorleggen van voldoende onderscheidende risico-rendementsafwegingen aan deelnemers.

3. De inrichting van het risicopreferentieonderzoek is zodanig dat naar verwachting voor ieder cohort voldoende representatieve individuele uitkomsten opgehaald worden. De grootte van ieder cohort moet onderbouwd worden op grond van de uitkomsten van het onderzoek.

4. De uitvoerder streeft ernaar dat de respons per cohort een adequate weerspiegeling is van de cohortpopulatie. De cohortpopulaties samen zijn een weerspiegeling van de deelnemerspopulatie. De uitvoerder onderbouwt dat sprake is van een adequate weerspiegeling en dat de vertaling van individuele uitkomsten naar cohortniveau zo representatief als mogelijk zijn.

Het besluit gaat in op de representativiteit van de uitkomsten van het RPO, rekening houdend met de beoogde cohortindeling. Om te bevorderen dat voor ieder cohort voldoende representatieve uitkomsten worden opgehaald, moet bij de start van het onderzoek helder zijn welke cohorten beoogd worden. Gehanteerde cohorten kunnen, naast leeftijd, bijvoorbeeld verschillen in de status van de deelnemer of het type werkzaamheden. Paragraaf 4.1 staat stil bij de steekproef en representativiteit.

5. Het risicopreferentieonderzoek levert een zo objectief mogelijk, controleerbaar, systematisch, reproduceerbaar en kwantitatief interpreteerbare uitkomst op.

De wettelijk gedefinieerde criteria hebben tot doel dat het RPO een waardevolle bijdrage kan leveren aan de vaststelling van de risicohouding en het beleggingsbeleid. De Nota van Toelichting (**NvT**) bij het Besluit toekomst pensioenen (**Btp**) geeft hierbij de volgende duiding.

Voor het verkrijgen van een zo objectief mogelijke, controleerbare, systematische, reproduceerbare en kwantitatief interpreteerbare uitkomst kan gebruik worden gemaakt van de FRAME criteria.

Deze eerder [gepubliceerde FRAME-criteria](#) bij de onderzoeksopzet staan voor: Feasible (uitvoerbaar), Rationalising (rationaliserend), Appropriate (passend), Measurable (meetbaar) en Errable (feilbaar). Deze criteria komen terug in paragraaf 2.1.1, waarbij een vertaalslag is gemaakt naar de specifieke context van het RPO door pensioenuitvoerders. Aan de vereisten 'controleerbaar' en 'reproduceerbaar' wordt invulling gegeven door een gedegen vastlegging. Zie hiervoor paragraaf 2.4 van dit document.

1.3 Overige wettelijke bepalingen

Voor informatie rondom het RPO gelden de wettelijke normen voor informatieverstrekking uit artikel 48 Pw respectievelijk artikel 59 Wvb. Daaruit volgt onder meer dat alle informatie van pensioenuitvoerders aan deelnemers correct, duidelijk, evenwichtig en tijdig moet zijn.

1.4 Samenhang met individuele risicobereidheid

Bij een flexibele premieovereenkomst is het mogelijk dat deelnemers kunnen kiezen tussen lifecycles met meer en minder risico, of individuele beleggingsvrijheid hebben. Daartoe dienen pensioenuitvoerders de risicobereidheid van individuele deelnemers te inventariseren. Deze inventarisatie is een ander proces dan het RPO waarover deze leidraad gaat. Het is belangrijk om deelnemers waarvoor dit geldt en die in de onderzoekspopulatie zitten op dit onderscheid te wijzen, zodat mogelijke verwarring wordt voorkomen. De uitkomsten van het RPO kunnen wel mede de basis vormen voor de verschillende lifecycles die pensioenuitvoerders aanbieden binnen de pensioenregeling.

2 Invulling wettelijke normen

Het RPO bestaat uit een onderzoek naar de risicotolerantie en het risicodraagvlak. In dit hoofdstuk wordt achtereenvolgens aan beide aspecten meer invulling gegeven.

2.1 Het onderzoek naar de risicotolerantie

2.1.1 Zorg dat de uitvraag onder deelnemers voldoet aan de FRAME-criteria

Een onderzoek naar risicotolerantie van deelnemers vindt plaats met behulp van een uitvraag onder die deelnemers. De uitkomsten van het onderzoek moeten betrouwbaar zijn om waardevol te kunnen zijn in de verdere besluitvorming. De NvT bij het Btp vermeldt dat pensioenuitvoerders invulling kunnen geven aan de wettelijke vereisten dat het RPO een zo objectief mogelijk, controleerbaar, systematisch, reproduceerbaar en kwantitatief interpreteerbare uitkomst oplevert door bij de uitvraag rekening te houden met de FRAME-criteria. Hieronder is een uitwerking van de vijf criteria opgenomen.

- *Feasible: het onderzoek is uitvoerbaar door de respondenten.*

De gebruikte onderzoeksmethode vraagt zo min mogelijk van de respondenten. Het onderzoek moet dus snel en laagdrempelig kunnen worden afgenomen. Het onderwerp 'risicopreferenties bij pensioen' kan als lastig worden ervaren door respondenten. Daarom is aandacht voor de uitvoerbaarheid van het RPO extra belangrijk. Maak de deelname aan het onderzoek en het beantwoorden van de vragen zo gemakkelijk mogelijk. Dit kan bijvoorbeeld door uitkomsten en bijbehorende kansen op een begrijpelijke en aantrekkelijke manier te presenteren en door de uitvraag niet langer te maken dan noodzakelijk. Het is goed om het invulproces en de begrijpelijkheid van de vragen vooraf te testen onder een testpanel. Nadenken over de uitvoerbaarheid van het RPO kan positief bijdragen aan meer betrouwbare uitkomsten, een hogere respons en een betere representativiteit van de uitkomsten.

- *Rationalising: het onderzoek is rationaliserend.*

Een tweede criterium is dat de onderzoeksmethode de werkelijke risicotolerantie van deelnemers achterhaalt en zoveel mogelijk de impact van 'irrationele' gedragsaspecten beperkt. Uit de gedragswetenschappelijke literatuur is bijvoorbeeld bekend dat mensen moeilijk kleine kansen kunnen inschatten en dat verliesaversie en framing keuzes beïnvloeden. Om de risicopreferenties van deelnemers goed te meten is het noodzakelijk om de versturende invloed van dit soort effecten te voorkomen of te verminderen. Bijvoorbeeld door uitkomsten in termen van reëel netto pensioeninkomen inclusief AOW te communiceren en niet in termen van winsten of verliezen ten opzichte van een 'zeker' basisscenario. En door deelnemers alleen keuzes voor te leggen met gematigde kansen in plaats van extreme kansen (bijvoorbeeld 50%/50% en niet 99%/1%) of door de gehele kansenverdeling visueel weer te geven. Hieraan wordt niet voldaan wanneer keuzes worden gepresenteerd op exact dezelfde wijze als bij de op het UPO gebruikte navigatiemetafoor. De kans dat de uitkomst gelijk of lager is dan in het scenario 'als het tegengit' is met 5% klein, uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dat deelnemers die vaak overschatten.

Apart gedragsaspecten zoals verliesaversie onderzoeken kan waarde toevoegen, zolang dit de voorgelegde keuzes over risico en rendement niet verstoort. Maar het onderzoek naar gedragsaspecten kent ook een keerzijde en vraagt daarom om een zorgvuldige afweging. Het meewegen van gedragsaspecten in de vaststelling van de risicohouding moet objectief gebeuren en vooraf worden betrokken in de onderzoeksopzet.

- *Appropriate: het onderzoek is passend.*

De gebruikte onderzoeksmethode gaat uit van scenario's die passen binnen de pensioencontext van de deelnemer. Risicopreferenties zijn namelijk afhankelijk van de context. Iemand kan bijvoorbeeld risicomijdend zijn in een financiële context maar tegelijkertijd risicozoekend zijn in een sociale of gezondheidscontext.

Idealiter sluit de getoonde risico-rendementsafweging aan bij de individuele situatie van de respondent. Dit kan door informatie in te winnen over de situatie van de deelnemer, of door schattingen te maken op basis van beschikbare kenmerken van het cohort waar de deelnemer toe behoort. Daarnaast is het van belang bedragen te tonen die respondenten kunnen interpreteren als reëel netto pensioeninkomen inclusief AOW. Dat kunnen deelnemers het beste vergelijken met hun huidige inkomen en uitgaven. Ook wanneer de pensioenuitvoerder aannames moet maken om het reëel netto pensioeninkomen in te schatten heeft dit de voorkeur boven het vertrouwen op het vermogen van de respondent om deze inschatting zelf te maken.

Het is van belang duidelijk te communiceren over de achtergrond van bedragen en hoe de respondent die moet interpreteren, zodat hierover geen verwarring ontstaat. Het onderzoek presenteert immers geen prognoses van het toekomstige pensioeninkomen maar fictieve scenario's met het doel om de voorkeuren van deelnemers in kaart te brengen. De getoonde bedragen moeten voldoende aansluiten bij de pensioencontext van de deelnemer om als zodanig geïnterpreteerd te kunnen worden.

o *Measurable: de uitkomst is meetbaar.*

De gebruikte onderzoeksmethode levert een uitkomst op die uit te drukken is in getallen (kwantitatief) en die objectief te vertalen is naar het beleggingsbeleid. De kwantitatieve methode kan eventueel worden gecombineerd met kwalitatieve vragen om risicopreferenties te onderzoeken. Bij toevoeging van kwalitatieve vragen is het van belang dat deze passen binnen de pensioencontext en dat pensioenuitvoerders kunnen onderbouwen hoe de uitkomsten te gebruiken zijn bij de vaststelling van de risicohouding en het beleggingsbeleid. Een doel van kwalitatieve vragen kan bijvoorbeeld zijn om te toetsen of deelnemers vragen consistent beantwoorden.

In het Btp is opgenomen dat ten minste de mate van relatieve risicoaversie (in wetenschappelijke literatuur aangeduid met de letter γ /'gamma') als maatstaf af te leiden moet zijn uit het onderzoek naar risicotolerantie. Door de mate van relatieve risicoaversie af te leiden kan een kwantitatieve vertaalslag gemaakt worden naar de risicohouding op cohortniveau. Er bestaan ook methodes waarbij de uitkomsten van de deelnemersuitvraag direct kunnen worden vertaald naar een risicohouding op cohortniveau. Ook bij deze methodes verwacht de AFM dat de mate van relatieve risicoaversie wordt afgeleid om vast te kunnen stellen dat de deelnemersuitvraag voldoende bereik heeft. Paragraaf 2.1.3 gaat hier verder op in.

o *Errable: de uitkomst is feilbaar.*

De onderzoeksmethode staat inconsistente antwoorden toe of er wordt op een andere manier getoetst of respondenten de methode mogelijk niet goed begrijpen. Het is bekend dat mensen zaken zoals risico en kansen moeilijk kunnen begrijpen. Een effectieve onderzoeksmethode identificeert de respondenten die de vragen niet begrijpen, zodat hier rekening mee kan worden gehouden bij de interpretatie van de resultaten. Dit kan bijvoorbeeld door na te gaan of onder de respondenten die de vragen niet begrijpen bepaalde groepen oververtegenwoordigd zijn of door na te gaan in welke mate de resultaten inclusief en exclusief deze groep respondenten onderling verschillen. Als er verschillen bestaan, dan is het aan pensioenuitvoerders om te bepalen of het weglaten van de antwoorden van deze respondenten verantwoord is of dat andere bewerkingen meer voor de hand liggen.

De FRAME-criteria moeten in samenhang worden gezien. Pensioenuitvoerders zullen soms een afweging moeten maken tussen de criteria. Er zal bijvoorbeeld altijd spanning bestaan tussen de uitvoerbaarheid voor de respondent enerzijds en de precisie van de resultaten. Bij deze afwegingen spelen meerdere factoren een rol, waaronder de kenmerken van de populatie. Daarom is het belangrijk om bij de vormgeving van het onderzoek stil te staan bij zowel de individuele FRAME-criteria als de samenhang ertussen.

2.1.2 Meerdere onderzoeksmethoden zijn mogelijk

Er is niet één gestandaardiseerde onderzoeksmethode voor het RPO wettelijk voorgeschreven. In de praktijk worden meerdere methodes toegepast die kunnen voldoen aan de wettelijke vereisten dat het RPO een zo

objectief mogelijk, controleerbaar, systematisch, reproduceerbaar en kwantitatief interpreteerbare uitkomst oplevert via bijvoorbeeld de FRAME-criteria. Voorbeelden van type methodes waar dit - mits goed ingezet en uitgevoerd - voor geldt zijn:

- Bij de *choice sequence* methode maken respondenten een reeks keuzes tussen opties die verschillen in termen van risico en mogelijke uitkomsten. Andere methodes die gebruik maken van dit soort loterijvragen zijn de *multiple price list*, de *convex time budget* methode, en de *investment task*.²
- De *distribution builder* is een voorbeeld van een methode die is gebaseerd op visualisaties.³ Respondenten kunnen zelf zien wat de gevolgen kunnen zijn van meer of minder risico nemen en geven aan welke verdeling van uitkomsten hun voorkeur geniet.

Het kan wenselijk zijn om binnen een RPO gebruik te maken van combinaties van methodes. Dit kan helpen om de uitkomsten beter te duiden, om de betrouwbaarheid te vergroten, om te corrigeren voor meetfouten of om te controleren of respondenten de gestelde vragen hebben begrepen.

Een onderzoeksmethode voldoet niet aan de FRAME-criteria als respondenten geen kwantitatieve risico-rendementsafwegingen voorgelegd krijgen. Denk bijvoorbeeld aan de zogeheten '*Domain-Specific Risk-Taking Scale*' (DOSPERT), een methode waarbij respondenten aangeven hoe waarschijnlijk het is dat ze bepaald gedrag vertonen. Een andere bekende methode is bijvoorbeeld de zogeheten '*General Risk Question*', een methode waarbij respondenten wordt gevraagd om aan te geven in hoeverre ze in het algemeen bereid zijn om risico's te nemen.⁴ Dit type vragen leidt in isolatie niet tot een mate van relatieve risicoaversie. Daardoor is geen vertaalslag van de gemeten risicotolerantie naar de vormgeving van het beleggingsbeleid mogelijk. Bovendien passen de gebruikte vragen veelal niet bij de pensioencontext.

2.1.3 Begrens voor een goede inventarisatie van risicotolerantie het bereik van de uitvraag niet te veel

Het hoofddoel van de uitvraag is om een goed beeld te krijgen van de risicovoorkeuren van deelnemers. De gestelde vragen moeten dus ook hoge of lage relatieve risicoaversie kunnen meten. Vooraf de scenario's te veel inperken kan ertoe leiden dat veel uitkomsten op de bovengrens of ondergrens van de keuzeruimte vallen, terwijl de voorkeuren eigenlijk hoger of lager liggen dan die grenzen. Als bijvoorbeeld bij de meest risicovolle keuze sprake is van 80% risicovolle beleggingen, dan zijn deelnemers die daadwerkelijk 80% als voorkeur hebben en deelnemers die eigenlijk 100% hadden willen kiezen niet te onderscheiden. Wanneer de uitkomsten van de uitvraag in grote mate op de grenzen van de keuzeruimte vallen is dat een indicatie dat geen voldoende onderscheidende risico-rendementsafwegingen zijn voorgelegd in de uitvraag.

De mate van relatieve risicoaversie is een belangrijk startpunt bij het ontwerpen van de uitvraag naar risicotolerantie. Met die maatstaf kan namelijk worden vastgesteld of het onderzoek voldoende bereik heeft. Dat wil zeggen of het onderzoek het mogelijk maakt om hoge en lage relatieve risicoaversie te identificeren. Een onderzoek met een beperkt bereik is niet in staat om de natuurlijke variatie in risicotolerantie in kaart te brengen, wat leidt tot een vertekend beeld van de voorkeuren van deelnemers. Dit beïnvloedt ook steekproefkarakteristieken zoals het gemiddelde en de variantie, wat door kan werken in de vertaalslag naar de risicohouding. Naast het bereik van het onderzoek is het ook belangrijk om vast te stellen of het onderzoek tot voldoende precieze uitkomsten leidt. Het is daarbij belangrijk om te kijken naar het aantal verschillende uitkomsten waarin een respondent bij het doorlopen van de uitvraag terecht kan komen, en het verschil in de mate van relatieve risicoaversie die die opties weerspiegelen.

De AFM wijst op het belang van het gebruik van een economische scenarioset die ook met een langere beleggingshorizon onderscheidende risico-rendementsafwegingen oplevert. Wanneer hier geen sprake van is kan het voorkomen dat de keuze voor meer risico leidt tot een hogere uitkomst in het positieve scenario en

² De choice-sequence methode: Barsky et al., 1997; Kapteyn & Teppa, 2011. De multiple price list methode: Holt & Laury, 2002; Csermely & Rabas, 2016. De convex time budget methode; Andreoni & Sprenger, 2012; Potters et al., 2016. De investment task methode: Gneezy & Potters, 1997.

³ De distribution builder methode Donkers et al., 2013; Goldstein et al., 2008.

⁴ De Domain-Specific Risk-Taking Scale (DOSPERT): Blais & Weber, 2006; Weber et al., 2002. De General Risk Question methode: Dohmen et al., 2011.

niet of nauwelijks tot een lagere uitkomst in het negatieve scenario. De deelnemer kan dan ‘gratis’ kiezen voor meer risico, wat ervoor zorgt dat veel uitkomsten op de bovengrens van de keuzeruimte vallen en risicopreferenties niet goed kunnen worden geïdentificeerd. Deze situatie kan zich bijvoorbeeld voordoen wanneer wordt gerekend met een hoog rendement op aandelen of wanneer de gebruikte scenarioset uitgaat van ‘mean reversion’ - de aanname dat de koersen van aandelen zich na een neerwaartse schok na verloop van tijd herstellen tot een langetermijngemiddelde.

2.2 Het onderzoek naar risicodraagvlak

Voor de meeste deelnemers komt een aanzienlijk deel van het toekomstige pensioeninkomen voort uit andere componenten dan het opgebouwde tweedepijlerpensioen bij de huidige pensioenuitvoerder. Bijvoorbeeld uit het in de toekomst nog te verdienen arbeidsinkomen en de AOW. Die componenten staan in tegenstelling tot het tweedepijlerpensioen niet bloot aan beleggingsrisico's. Positieve of negatieve beleggingsrendementen in de tweedepijler hebben daarom een gedempt effect op het totale toekomstige pensioeninkomen – iets waar lifecycle-modellen rekening mee houden.

Het inzicht in het risicodraagvlak is nodig om de uitgemeten risicotolerantie ten aanzien van het totale pensioeninkomen te kunnen vertalen naar een risicohouding en beleggingsbeleid voor het opgebouwde tweedepijlerpensioen.

2.2.1 Minimale componenten voor het risicodraagvlak: toekomstig arbeidsinkomen en AOW

Voor een nauwkeurige vertaling is het belangrijk om zowel rekening te houden met de omvang van de verschillende componenten als met de risico's waaraan die componenten blootstaan. In een ideale situatie worden hierbij alle relevante componenten van de financiële situatie van deelnemers meegewogen. In de praktijk brengt dat echter praktische problemen met zich mee, zoals slechte beschikbaarheid en/of betrouwbaarheid van informatie, kosten die verbonden zijn aan het verzamelen van informatie en privacyvraagstukken. De AFM verwacht daarom dat pensioenuitvoerders in ieder geval een inschatting maken van het aandeel van het toekomstige pensioeninkomen van deelnemers(cohorten) dat naar verwachting voortkomt uit:

- **Toekomstige arbeidsinkomen** (menselijk kapitaal): een groot deel van het toekomstige pensioeninkomen komt voort uit het in de toekomst nog te verdienen arbeidsinkomen. Dit geldt vooral voor jongere deelnemers. In lifecycle-modellen wordt daarom rekening gehouden met de afname van risicodraagvlak naarmate deelnemers de pensioenleeftijd naderen.
- **AOW**: voor veel Nederlanders is de AOW de primaire inkomensbron na pensionering. Een aanzienlijk deel van het toekomstige pensioeninkomen is voor hen daarom omgeven met weinig risico.

2.2.2 Elders opgebouwd tweedepijlerpensioen

Veel deelnemers hebben eerder bij andere pensioenuitvoerders pensioen opgebouwd. Dit elders opgebouwde tweedepijlerpensioen staat wel bloot aan beleggingsrisico's, ook al heeft de huidige pensioenuitvoerder hier geen directe invloed op. De impact van elders opgebouwd tweedepijlerpensioen wordt steeds relevanter, doordat veel mensen niet hun hele werkzame leven pensioen opbouwen bij dezelfde pensioenuitvoerder.

Idealiter hebben pensioenuitvoerders inzicht in de hoogte van het elders opgebouwde tweedepijlerpensioen van deelnemers. De AFM is zich er echter van bewust dat er praktische obstakels bestaan bij het achterhalen van deze informatie. De AFM moedigt pensioenuitvoerders daarom aan om een goed onderbouwde inschatting te maken van de hoogte van het elders opgebouwde tweedepijlerpensioen. Hierbij kunnen pensioenuitvoerders pragmatische aannames doen, zoals de aanname dat het elders opgebouwde tweedepijlerpensioen dezelfde risicoblootstelling kent als het eigen tweedepijlerpensioen.

2.2.3 Overige componenten voor het bepalen van het risicodraagvlak

Overige componenten kunnen ook van belang zijn voor het risicodraagvlak van deelnemers. Denk hierbij aan de pensioenopbouw van een eventuele partner, woningbezit, pensioenopbouw in de derde pijler en overige private beleggingen. Pensioenuitvoerders moeten zelf de afweging maken of het inwinnen van deze informatie voldoende meerwaarde heeft voor de latere vertaling naar risicohouding en beleggingsbeleid.

Wanneer pensioenuitvoerders overige componenten betrekken verwacht de AFM dat pensioenuitvoerders goed onderbouwen welke keuzes zij hierbij hebben gemaakt, waarom die keuzes vanuit hun specifieke situatie logisch zijn en hoe deze keuzes de uitkomsten van het onderzoek eventueel beïnvloeden.

2.2.4 Manieren om informatie ten aanzien van het risicodraagvlak in te winnen

Bij de inventarisatie van het risicodraagvlak is een deelnemersuitvraag niet altijd nodig, bijvoorbeeld wanneer zowel de leeftijd, het inkomen als de (te bereiken) totale pensioenaanspraak afgeleid kunnen worden uit de eigen pensioenadministratie of via andere bronnen en daarnaast ook onderbouwd kan worden waarom het aannemelijk is om op cohortniveau van een volledige AOW uit te gaan.

Als wordt gekozen om gegevens ten behoeve van het risicodraagvlak direct uit te vragen bij deelnemers moeten pensioenuitvoerders extra aandacht besteden aan de manier van uitvragen, in lijn met de FRAME-criteria (zoals toegelicht in paragraaf 2.1.1). Deelnemers kunnen hierbij namelijk fouten maken doordat ze de vraag niet goed begrijpen of omdat ze de kennis of de benodigde documenten niet paraat hebben. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat mensen geen goed overzicht hebben van de verschillende pensioenen die ze hebben opgebouwd. Het kan helpen mensen door te verwijzen naar bijvoorbeeld mijnpensioenoverzicht.nl om zo hun schattingen te valideren.

2.3 Samenloop productontwikkelingsproces (PARP) en risicopreferentieonderzoek

Pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen zijn op grond van artikel 4:14 en 4:15 van de Wet op het financieel toezicht (**Wft**) jo. artikel 32 Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (**BGfo**) verplicht een productontwikkelingsproces (**PARP**) te doorlopen voor de producten die zij aanbieden. Vanuit de PARP-norm dient bij de ontwikkeling van een dergelijk pensioenproduct de doelgroep bepaald te worden. Bij de omschrijving en afbakening van een doelgroep worden de kenmerken van de doelgroep opgenomen. In deze doelgroepomschrijving neemt de pensioenuitvoerder bijvoorbeeld de kapitaal- en vermogenspositie op, het risicoprofiel en de behoefte die met het financieel product dient te worden vervuld. Dezelfde elementen zijn ook van belang voor het vaststellen van de risicopreferentie.

Er is daarmee sprake van overlap tussen de vereisten die volgen uit de Pw en het BuPw ten aanzien van het RPO en de werkzaamheden die pensioenverzekeraars en premiepensioeninstellingen moeten verrichten in het kader van de PARP-vereisten. Het is aan de pensioenuitvoerders om te beoordelen of en in hoeverre zij aanvullende werkzaamheden moeten verrichten om invulling te geven aan de vereisten die volgen uit de Pw, het BuPw en de invulling daarvan via deze leidraad.

2.4 Wat verwacht de AFM van de onderbouwing van het risicopreferentieonderzoek

De AFM verwacht van pensioenuitvoerders dat zij kunnen onderbouwen waarom zij bepaalde keuzes hebben gemaakt in de vormgeving van het onderzoek en hoe ze met de resulterende onderzoeksopzet en uitkomsten voldoen aan de wettelijke vereisten en gestelde criteria. In deze leidraad komen meerdere elementen aan bod die een goede onderbouwing van het RPO hoort te bevatten. Deze elementen zijn op de volgende pagina samengevat.

Uitvraag voor risicotolerantie

- De toegepaste (combinatie van) onderzoeksmethode(n) voor het meten van de risicotolerantie, inclusief hoe deze leidt tot een mate van relatieve risicoaversie.
- Een onderbouwing van het bereik van de uitvraag (de mate waarin het mogelijk is om hoge en lage relatieve risicoaversie te identificeren).
- Hoe invulling is gegeven aan de vereiste dat het RPO een zo objectief mogelijke, controleerbare, systematische, reproduceerbare en kwantitatief interpreteerbare uitkomst oplevert. Als hierbij gebruik is gemaakt van de FRAME-criteria licht de uitvoerder bij eventuele doorslaggevende keuzes toe hoe is omgegaan met spanning tussen verschillende criteria (zoals tussen 'feasible' en de overige kenmerken).
- Hoe respondenten die de vragen niet begrijpen worden geïdentificeerd en hoe met de antwoorden van deze respondenten wordt omgegaan.

Inventarisatie van risicodraagvlak

- De wijze van inwinnen van informatie over het risicodraagvlak, de daarbij betrokken componenten en op welke wijze de informatie wordt gecombineerd met de relatieve risicoaversie.
- Eventuele aannames die zijn gedaan ten aanzien van het AOW-inkomen, het toekomstig arbeidskapitaal en andere componenten.

Representativiteit en bruikbaarheid uitkomsten

- Een onderbouwing van de binnen het RPO gehanteerde cohorten inclusief een analyse vooraf van de verwachte representativiteit van de uitkomsten en een analyse achteraf van de werkelijke representativiteit van de uitkomsten.
- Een onderbouwing van eventuele wegingen die achteraf op de uitkomsten zijn toegepast in het kader van de representativiteit van de uitkomsten.
- Indien pensioenuitvoerders als gevolg van de omvang van de deelnemerspopulatie geen (volledige) invulling aan een van de criteria kunnen geven wordt dit onderbouwd. Hierbij gaan pensioenuitvoerders tenminste in op waarom het criterium niet (volledig) kon worden nageleefd, en waarom met de gekozen invulling toch zo veel als mogelijk tegemoet is gekomen aan het doel van de randvoorwaarde.
- Op welke manier de uitkomsten van het RPO zullen worden toegepast bij de vaststelling van de risicohouding.
- Onder welke omstandigheden onderzoeksbevindingen niet of minder zullen worden meegewogen.

Pensioenuitvoerders leggen deze onderbouwingen voorafgaand aan de daadwerkelijke uitvoering van het onderzoek vast. Uitzondering hierop zijn de analyse op representativiteit van de uitkomsten achteraf en de onderbouwing van eventuele wegingen die achteraf worden toegepast.

Bovenstaande lijst is niet limitatief en is geen checklist. De AFM verwacht van pensioenuitvoerders in algemene zin dat zij desgevraagd kunnen motiveren hoe zij invulling hebben gegeven aan de onderwerpen die in deze leidraad aan bod komen.

3 De timing van het onderzoek

3.1 Risicopreferentieonderzoek voor totstandkoming pensioenregeling

Het RPO geeft pensioenuitvoerders inzicht in de mate waarin een groep deelnemers, gewezen deelnemers of pensioengerechtigden bereid is beleggingsrisico's te lopen met het oog op hun pensioendoelstellingen en in hoeverre ze beleggingsrisico's kunnen lopen. Dat inzicht helpt om te zorgen dat kenmerken van de regeling, zoals het beleggingsbeleid, de verdeelregels en de vormgeving van de uitkeringsfase aansluiten bij de voorkeuren en kenmerken van de deelnemers. Het RPO kan het beste zo vroeg mogelijk in het proces van de transitie naar het nieuwe pensioenstelsel plaatsvinden. Dan kunnen de uitgemeten voorkeuren namelijk worden meegewogen bij de keuze van de contractvorm door sociale partners. Daarnaast kan het RPO waardevolle inzichten opleveren voor de vaststelling van de contractkenmerken zoals de gewenste mate van solidariteit.

Hoewel de wijziging van de Pw op 1 juli 2023 in werking treedt, mogen pensioenuitvoerders het RPO op een ander moment uitvoeren. Zo hebben veel pensioenuitvoerders al voor 2023 een RPO uitgevoerd. Ook kan het voor pensioenuitvoerders die niet al aan het begin van de transitieperiode over willen gaan naar het nieuwe pensioenstelsel passend zijn om het RPO pas later uit te voeren. Wel vormt het RPO het startpunt van het proces van de vaststelling van de risicohouding, die vervolgens nodig is voor de invulling van het beleggingsbeleid.

3.2 Periodieke actualisatie van het risicopreferentieonderzoek

In de Pw dan wel Wvb is vastgelegd dat de risicohouding tenminste eens in de vijf jaar moet worden getoetst, en dat daarbij gebruik moet worden gemaakt van een RPO. Daarnaast kan er aanleiding zijn om het RPO al eerder opnieuw uit te voeren. Zo kunnen pensioenuitvoerders zicht houden op eventuele veranderingen in risicopreferenties door een grote verandering in de samenstelling van het deelnemersbestand. Denk hierbij aan gebeurtenissen als een collectieve waardeoverdracht of aan externe schokken, zoals een (natuur)ramp, een oorlog, een economische crisis of een pandemie. In het geval van externe schokken is het van belang voldoende tijd te laten tussen de schok zelf en een nieuw onderzoek. Dit in verband met het verschil tussen kortdurende emoties en veranderde langetermijnvoorkeuren. Het doel van het RPO is om inzicht te krijgen in de voorkeuren ten aanzien van het verwachte toekomstige pensioeninkomen van deelnemers.

Veranderingen in de pensioenregeling en/of het beleggingsbeleid zijn in beginsel geen aanleiding om tussentijds een nieuw RPO uit te voeren. Deze raken immers de hoeveelheid risico die deelnemers lopen, maar niet de hoeveelheid risico die deelnemers kunnen of willen dragen. Bij wijzigingen in het beleggingsbeleid en/of de pensioenregeling moeten pensioenuitvoerders wel weer toetsen of de resulterende risicoblootstelling past bij de gedefinieerde risicohouding.

4 Praktische aspecten

Het RPO kent enkele praktische aandachtspunten, zoals het gebruik van een steekproef en het activeren van deelnemers. Door vooraf na te denken over deze punten en hoe het onderzoek daarop kan worden aangepast stijgt de kwaliteit van het onderzoek. De AFM vindt het belangrijk dat pensioenuitvoerders hierbij stil staan.

4.1 Aandachtspunten bij het verkrijgen van representatieve uitkomsten

Deelnemersvoorkeuren meten gebeurt in veel gevallen aan de hand van een steekproef. In artikel 14v, derde en vierde lid, BuPw is voorgeschreven dat de inrichting van het RPO zodanig moet zijn dat naar verwachting voor ieder cohort voldoende representatieve uitkomsten worden opgehaald. Daarnaast is voorgeschreven dat pensioenuitvoerders streven naar een respons per cohort die een adequate weerspiegeling is van de cohortpopulatie en dat de cohortpopulaties samen een weerspiegeling zijn van de deelnemerspopulatie. Tenslotte is voorgeschreven dat pensioenuitvoerders moeten onderbouwen dat er sprake is van een adequate weerspiegeling.

Deze voorschriften raken de representativiteit van de gehanteerde steekproef. Hierbij ziet de AFM een aantal aandachtspunten. In deze paragraaf lichten wij toe hoe invulling kan worden gegeven aan de gevraagde onderbouwing.

Representativiteit wordt verkregen door:

- a) Een uitvraag onder een **populatie die een goede afspiegeling vormt van het cohort**. Houd daarbij rekening met in de onderzoeksopzet geïdentificeerde mogelijke onderscheidende kenmerken in de populatie die bij de bepaling van de risicohouding tot een nauwkeuriger cohortindeling zouden kunnen leiden. Denk bijvoorbeeld aan jongeren en ouderen, mannen en vrouwen, maar ook aan andere kenmerken zoals (in bepaalde sectoren) werknemers die in de productie werken of die op kantoor werken. Om te bevorderen dat voor ieder cohort voldoende representatieve uitkomsten worden opgehaald, is het van belang dat voordat deelnemerspreferenties- en karakteristieken worden ingewonnen helder is welke cohorten beoogd worden. Eventueel kunnen dan ook meer personen worden benaderd uit beoogde deelpopulaties waarvan een lagere respons verwacht wordt. De onderzoeksresultaten kunnen uiteraard wel aanleiding geven om de vooraf beoogde cohorten achteraf te herzien.
- b) Zorg te dragen voor een **respons die evenredig verdeeld is over de onderliggende types in het cohort**. Een lage respons hoeft daarbij geen probleem te zijn, zolang die niet zorgt voor onevenwichtige uitkomsten. Onevenwichtigheid kan ontstaan wanneer bepaalde deelnemers (bijvoorbeeld dichter bij hun pensioen of meer financieel geletterd) meer geneigd zijn om deel te nemen aan het onderzoek. Verschillen tussen deelnemers kunnen samenhangen met hun risicopreferenties en daardoor de uitkomsten vertekenen. Technieken om voldoende respons te verkrijgen worden beschreven in de volgende paragraaf.
- c) **Wegingen achteraf uit te voeren** op relevante karakteristieken. Dit kan wanneer inspanningen om bepaalde groepen deelnemers te bereiken onvoldoende succesvol zijn gebleken waardoor een vertekend beeld van de risicopreferenties onder de deelnemers kan zijn ontstaan. Zo kan het dat vrouwelijke deelnemers minder aan het onderzoek deelnemen, ondanks extra inspanningen om hen te bereiken. Aan de antwoorden van vrouwelijke respondenten kan dan extra gewicht worden gegeven om de uitkomsten zo representatief mogelijk te maken voor zowel mannen als vrouwen.

Representativiteit wordt door pensioenuitvoerders aannemelijk gemaakt door te beschrijven of en hoe bovenstaande methodes zijn toegepast. En door een vergelijking te maken tussen achtergrondkarakteristieken van respondenten in het onderzoek en de deelnemers in het cohort.

4.2 Aandachtspunten ten aanzien van het activeren van deelnemers

Voldoende deelnemers activeren om deel te nemen aan het onderzoek kan lastig zijn. Om de kans te vergroten dat deelnemers een RPO opmerken en invullen kan gebruik worden gemaakt van communicatie- en gedragsinzichten. Van de volgende onderwerpen is bekend dat zij de antwoordbereidheid bij een uitvraag kunnen verhogen:

- **Laat de oproep tot onderzoeksdeelname opvallen.** Deelnemers zijn moeilijk te bereiken, maken niet allemaal gebruik van dezelfde kanalen én kunnen overspoeld worden door informatie die vraagt om hun aandacht. Plaats de oproep tot onderzoeksdeelname daarom op zichzelf en omgeef deze niet door informatie over andere onderwerpen. Hierdoor is de kans groter dat deelnemers de oproep opmerken en de kans kleiner dat ze worden afgeleid. Kies het juiste moment om de oproep te plaatsen (bijvoorbeeld niet in een vakantieperiode). Is er een (positieve) gebeurtenis of mijlpaal waardoor de aandacht voor pensioenen verhoogd is? Maak dan gebruik van dit moment.
- **Help mensen hun intentie om deel te nemen na te komen.** Mensen die wel willen deelnemen aan het onderzoek stellen dit soms uit of vergeten het. Het kan daarom helpen om gebruik te maken van deadlines en/of van herinneringen op verschillende momenten en via verschillende kanalen (telefonisch, via e-mail, sociale media of via de werkgever). Het kan helpen om het onderzoek aan te kondigen, mensen te vragen of ze willen toezeggen dat ze zullen deelnemen en ze daar vervolgens op een geschikt moment aan te herinneren. Dit kan bijvoorbeeld door een knop in de oproep met 'Ja, ik doe mee'.
- **Pas het taalniveau en -gebruik aan op de doelgroep.** Zorg ervoor dat de woordkeuze, waaronder de aanspreekvorm en framing van zowel de oproep als de vragen, aansluiten bij het taalniveau en de beleving van deelnemers. Dat vergroot de kans dat zij begrijpen wat de pensioenuitvoerder van hen verwacht en waarom deelname aan het onderzoek in hun voordeel is. Doelgroepen onderscheiden kan bijvoorbeeld op basis van leeftijd, levensfase, (financiële) geletterdheid of betrokkenheid bij het pensioen.
- **Geef een goede reden om deel te nemen.** Waarom zou de deelnemer het onderzoek invullen? Denk na over een mogelijk overtuigende stimulans (eventueel een beloning voor deelname). Houd er daarbij rekening mee dat het gedrag van mensen voor een groot deel samenhangt met het gevoel van urgentie: kan het voor deelnemers duidelijk worden gemaakt waarom ze het onderzoek nu zouden invullen? Je kunt bijvoorbeeld benadrukken dat dit hét moment is om input te geven voor het beleggingsbeleid.
- **Overweeg of combineren met andere uitvragen zinvol is.** Uitvragen onder deelnemers combineren kan enerzijds efficiënt werken, maar anderzijds ten koste gaan van de kwaliteit van de beantwoording doordat de totale uitvraag langer wordt. Pensioenuitvoerders die ESG-voorkeuren van deelnemers uitvragen kunnen overwegen de ESG-uitvraag te combineren met het RPO, als dit qua timing logisch op elkaar aansluit. Daarnaast kan een uitvraag in een vroeg stadium van het proces van vormgeving van de regeling benut worden om andere elementen bij deelnemers te toetsen, bijvoorbeeld hoe gedacht wordt over solidariteit.
- **Betrek personen of instanties die onder een doelgroep invloed hebben om die doelgroep te activeren.** Werknemers kunnen bijvoorbeeld worden geactiveerd via de werkgever, de OR van de werkgever of in sommige gevallen de vakbond. Ook kan worden gedacht aan het inschakelen van een vertegenwoordiger van een jongerenvereniging of een vereniging van oud-werknemers of gepensioneerden.



Autoriteit Financiële Markten

Postbus 11723 | 1001 GS Amsterdam

Telefoon

020 797 2000

www.afm.nl

Dataclassificatie

AFM - Publiek

Follow us: →



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 ontleen. 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