

Haal waardevolle inzichten uit het RPO: stel effectieve vragen en zorg voor goede vastlegging

In het kort In dit rapport deelt de AFM haar bevindingen uit haar tweede onderzoek naar door pensioenuitvoerders uitgevoerde RPO's. De AFM ziet breedgedragen vooruitgang bij een aantal van de 5 'FRAME-criteria'. Maar we zien ook punten waarop RPO's nog beter kunnen. Wij willen bijdragen aan de verdere ontwikkeling van het RPO en delen daarom aanbevelingen en praktische voorbeelden. Onze aanbevelingen richten zich onder andere op de afwegingen tussen risico en rendement die aan deelnemers worden voorgelegd en op de vormgeving van het RPO. Ook vragen we aandacht voor het zorgvuldig documenteren van het uitgevoerde RPO en het reflecteren op wat wel en niet goed werkte.

Inhoud

Samenvatting	2	4. Vastlegging van het RPO	10
1. Aanleiding en doel rapport	4	4.1 Documentatie vaak niet compleet of begrijpelijk	10
2. Observaties bij de vormgeving van het RPO	5	4.2 Onderbouwing representativiteit schiet soms tekort	10
2.1 Verbetering: bereik van uitvragen sterk vergroot	5	4.3 Voeg aannames pensioeninkomen toe aan het RPO	11
2.2 Leg respondenten geen ongeschikte vragen voor over de afweging tussen risico en rendement	5	4.4 Vastlegging van reflectie	11
2.3 Waarschuwing: pas op voor overvragen over risicodraagvlak	6	5. Het uitvragen van voorkeuren t.a.v. de uitkeringsfase	12
2.4 Aandachtspunten bij het combineren van methodes	6	5.1 Vragen over de uitkeringsfase helpen bij de besluitvorming	12
3. Observaties bij de FRAME-criteria	7	5.2 Ook bij vragen over de uitkeringsfase is 'FRAME' belangrijk	12
3.1 'Feilbaar': opsporing van 'niet-begrijpers' gaat goed maar vervolgstappen kunnen beter	7	6. Het uitvragen van voorkeuren t.a.v. duurzaam beleggen	13
3.2 'Rationaliserend': beperk irrationele gedragseffecten	7	6.1 Duurzaamheid een rol geven binnen het RPO	13
3.3 'Passend': vooruitgang bij persoonlijke pensioencontext, maar inflatiecorrectie soms onduidelijk	8	6.2 Het helpt om ook de motivatie te onderzoeken	13
3.4 'Meetbaar': relatieve risicoaversie aanwezig, maar toelichting kan soms gedegener	8	6.3 Hoeveel vinden deelnemers duurzaam beleggen waard?	14
3.5 'Uitvoerbaar': Maak de uitvraag niet onnodig complex	8	Bijlage - Onderzoeksmethodiek	15

Samenvatting

Pensioenuitvoerders (pensioenfondsen, verzekeraars en ppi's) beheeren gelden namens hun deelnemers. Hoe die gelden worden beheerd en toebedeeld bepaalt voor een groot deel hoe het inkomen voor de oude dag van de deelnemers eruit komt te zien. Kenmerken van de pensioenregeling als het beleggingsbeleid, de verdeelregels en de vormgeving van de uitkeringsfase hebben grote invloed op de hoogte, de onzekerheid en de beweeglijkheid van dat pensioeninkomen. Mensen kunnen verschillende wensen en verwachtingen hebben ten aanzien van hun pensioeninkomen. Het is daarom belangrijk te onderzoeken hoeveel risico de deelnemers, gewezen deelnemers of pensioengerechtigden (hierna tezamen deelnemers) willen en kunnen nemen ten aanzien van hun pensioeninkomen. Pensioenuitvoerders brengen dat in kaart door een risicopreferentieonderzoek (RPO) uit te voeren. De uitkomst van het RPO is één van de bouwstenen om te komen tot een beleggingsbeleid en kan daarnaast nuttig zijn om communicatie op deelnemers af te stemmen.

In 2023 heeft de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een [leidraad gepubliceerd over het risicopreferentieonderzoek](#). Daarna heeft de AFM een [verkennd onderzoek gedaan naar de RPO's bij een aantal fondsen](#) en daarover een rapport gepubliceerd. Dit jaar deden we opnieuw onderzoek, bij een nieuwe groep fondsen. Dit rapport is daarvan het resultaat. Het is een aanvulling op de voorgaande publicaties, en bevat aanvullende boodschappen voor het verder verbeteren en aanscherpen van het RPO.

Vanwege het nieuwe en open karakter van de wettelijke RPO-normen willen we de ontwikkelingen doorlopend blijven volgen en proactief kennis delen en onze verwachtingen uitspreken. We gaan ervan uit dat pensioenuitvoerders kennismaken van de boodschappen en aanbevelingen uit onze publicaties en die verwerken in hun RPO's.

Ten opzichte van de RPO's die de AFM vorig jaar onderzocht, zien we de meeste vooruitgang bij drie van de vijf 'FRAME-criteria', namelijk bij meetbaar, passend en feilbaar. Voor de criteria uitvoerbaar en

rationaliserend hebben we nog enkele aandachtspunten opgenomen in hoofdstuk 3.

- **Meetbaar:** in alle na 1 juli 2023 uitgevoerde RPO's heeft de pensioenuitvoerder de relatieve risicoaversie uitgerekend. Dit helpt bij de doorvertaling van het RPO naar de risicohouding en de onderlinge vergelijkbaarheid van RPO's.
- **Passend:** de RPO-vragenlijsten sluiten beter aan bij de pensioencontext van deelnemers. Alle onderzochte RPO's gaan uit van netto pensioenbedragen inclusief AOW, en stemmen de getoonde bedragen af op de leeftijd, het inkomen en de status van de deelnemer. Wel kunnen sommige pensioenuitvoerders explicieter aangeven of de getoonde pensioenbedragen zijn gecorrigeerd voor inflatie.
- **Feilbaar:** in de meeste RPO's zijn vragen opgenomen om op te sporen of deelnemers de vragenlijst wel snappen. Pensioenuitvoerders moeten vooraf wel bedenken hoe ze omgaan met de resultaten van deelnemers die de uitvraag niet lijken te snappen.

Een andere duidelijke verbetering is dat vrijwel alle onderzochte RPO's dit keer een voldoende breed bereik hebben om ook een hoge en lage risicoaversie te kunnen meten en dat kunnen aantonen via de relatieve risicoaversie of de grote spreiding in beleggingsmixen die achter de voorgelegde keuzeopties zit.

In ons RPO-onderzoek hebben we ook gelet op vragen naar voorkeuren van deelnemers op twee speciale terreinen: duurzaam beleggen en de vormgeving van de uitkeringsfase. En we hebben gevraagd naar de ervaringen van pensioenuitvoerders met de gestelde vragen over deze onderwerpen. In hoofdstuk 5 en 6 hebben wij opgenomen hoe wij kijken naar deze onderwerpen.

Op basis van ons onderzoek komen we in hoofdstuk 2, 3 en 4 ook tot een aantal aanbevelingen. De vier belangrijkste vatten we hier samen.

Leg respondenten geen ongeschikte vragen voor over de afweging tussen risico en rendement

Net als in de eerdere verkenning zien we in dit onderzoek RPO's met vragen waarbij de getoonde pensioenbedragen wel een hoger verwacht rendement laten zien, maar niet of nauwelijks een toename in risico. Die vragen bieden geen bruikbaar inzicht in de risicotolerantie van deelnemers. Wij verwachten daarom dat pensioenuitvoerders zulke vragen niet aan deelnemers voorleggen.

Het staat pensioenuitvoerders vrij om zelf te bepalen hoe ze komen tot passende afwegingen om aan deelnemers voor te leggen. De gepersonaliseerde pensioenbedragen zijn daarbij ondersteunend en helpen deelnemers de gevolgen van de verschillende opties in hun eigen pensioencontext te plaatsen. Kijk goed naar de pensioenbedragen die verschillende deelnemers te zien krijgen en controleer of de vraag die je ze voorlegt, dwingt tot een afruil tussen risico en rendement. Zo niet, dan kunnen aanpassingen nodig zijn aan de aannames onderliggend aan de pensioenbedragen.

Denk vooraf na over het combineren van antwoorden

Bij het opstellen van het RPO combineren pensioenuitvoerders kwantitatieve en kwalitatieve vragen aan deelnemers. Het is noodzakelijk om vooraf te bedenken hoe de antwoorden op verschillende type vragen op een logische wijze samengevoegd kunnen worden.

Het moet transparant zijn hoe gecombineerde resultaten tot stand zijn gekomen. Dit zorgt ervoor dat RPO's die elkaar opvolgen beter te vergelijken zijn, voorkomt dat er belangrijke informatie wegvalt en helpt bij de verantwoording van gemaakte keuzes in de vertaling naar de risicohouding.

Maak de uitvraag niet onnodig complex

Besteed bij het opstellen van het RPO extra aandacht aan hoe toegankelijk en werkbaar de vragenlijst is voor deelnemers. Dit verhoogt de kans op volledige afronding van de vragenlijst door deelnemers, en leidt dus tot een hogere betrouwbaarheid van de resultaten. Een hoog uitvalpercentage, inconsistente antwoorden of lange invultijden kunnen wijzen op een ontoegankelijke of ingewikkelde vragenlijst.

- Vermijd waar mogelijk vragen waarbij deelnemers zelf financiële informatie moeten opzoeken of inschatten, evenals vragen over brutobedragen of bedragen exclusief AOW. Veel deelnemers vinden het ook lastig om percentages of vaktermen goed te begrijpen.
- Probeer nuttige inzichten te vergaren met zo min mogelijk vragen. Lange vragenlijsten leiden tot hogere uitval. Bedenk van tevoren of je wel conclusies kunt verbinden aan antwoorden op een vraag en of de vraag effectief is voor het bepalen van het risicodraagvlak, de vormgeving van de uitkeringsfase of een duurzaam beleggingsbeleid. Bij het onderdeel risicodraagvlak zagen we bijvoorbeeld erg veel kwalitatieve vragen over de financiële kwetsbaarheid van de deelnemer, die maar beperkt leken te worden gebruikt bij de doorvertaling van het RPO naar het beleid.

Leg het RPO goed vast

De AFM verwacht dat pensioenuitvoerders alle onderdelen (ook de aannames) van het RPO zorgvuldig vastleggen. Dat is essentieel voor het waarborgen van de kwaliteit en betrouwbaarheid. Je wilt resultaten en conclusies van toekomstige RPO's goed kunnen vergelijken met het huidige. Een goede vastlegging draagt ook bij aan het verbeteren van het RPO. Leg om die reden ook vast welke onderdelen van het RPO je toch niet gebruikt hebt bij het bepalen van risicodraagvlak of -tolerantie en welke verbeterpunten je hebt geïdentificeerd voor toekomstige RPO's.

1. Aanleiding en doel rapport

Aanleiding

In 2022 heeft de AFM de [leidraad risicopreferentieonderzoek \(de Leidraad\)](#) gepubliceerd. In deze leidraad schetsen wij een aantal voorwaarden waaraan het RPO dient te voldoen, zonder dwingend voor te schrijven hoe het RPO precies uitgevoerd moet worden. Daarnaast bevat de leidraad praktische tips en voorbeelden. In aanvulling op de leidraad heeft de AFM in juni 2023 het [rapport 'Verkenning risicopreferentieonderzoeken' \(de Verkenning\)](#) gepubliceerd als afsluiting van een verkennend onderzoek naar 12 RPO's. In algemene zin constateerden wij toen dat de 12 betrokken pensioenuitvoerders serieus met het RPO aan de slag waren gegaan. Daarbij hebben we toen alle 12 onderzochte pensioenuitvoerders onze concrete observaties en verbeterpunten laten weten. Via het rapport hebben wij inzichten uit het onderzoek gedeeld aan de hand van concrete voorbeelden.

Het onderzoek uit 2023 had een verkennend karakter omdat het plaatsvond voor de inwerkingtreding van de nieuwe pensioenwetgeving. Dankzij de definitieve wetgeving en eerdergenoemde AFM-publicaties is het voor pensioenuitvoerders sinds 1 juli 2023 duidelijk op welke criteria de AFM toezicht houdt bij het RPO. Ons nieuwe onderzoek in 2024, waarop dit rapport gebaseerd is, heeft daarom een toetsend karakter.

Doel van het rapport

Dit rapport dient ter afsluiting van het onderzoek uitgevoerd in het tweede en derde kwartaal van 2024. Het doel van dit rapport is de pensioensector op de hoogte te stellen van onze bevindingen. Waar mogelijk hebben wij goede voorbeelden opgenomen, zonder dat deze te herleiden zijn naar individuele pensioenuitvoerders. Wij bedanken de betrokkenen bij dit onderzoek voor hun open en constructieve houding en hun inspanningen om het RPO doorlopend te verbeteren.

De AFM verwacht van alle pensioenuitvoerders dat zij op de hoogte zijn van de observaties in dit rapport en onze eerdere publicaties over het RPO. Vanwege het terugkerende karakter van het RPO, dat ten minste eens per vijf jaar uitgevoerd wordt, geldt dit ook voor pensioenuitvoerders die al een RPO hebben uitgevoerd. In toekomstige toezichtonderzoeken zal de AFM risicogestuurd pensioenuitvoerders selecteren om te beoordelen in hoeverre hun RPO's aan wet- en regelgeving voldoen.



Wettelijk normenkader RPO en risicohouding

Voor pensioenuitvoerders die een premieregeling uitvoeren in het nieuwe pensioenstelsel is het op grond van artikel 52b, tweede lid Pensioenwet verplicht om gebruik te maken van een RPO bij de vaststelling van de risicohouding.

In artikel 14v Besluit Uitvoering Pensioenwet en Wet Verplichte Beroepspensioenregeling (BuPw) worden nadere voorwaarden gesteld aan het RPO. Daarin staat onder meer dat het RPO onderzoekt in welke mate een groep deelnemers, gewezen deelnemers of pensioengerechtigden bereid is beleggingsrisico's te lopen met het oog op hun doelstellingen. En dat het RPO daarbij eveneens de mate betreft waarin deze groep beleggingsrisico's kan dragen.

Het wettelijk kader en de interpretatie daarvan door de AFM wordt in paragraaf 2 van de leidraad uitgebreid beschreven.

2. Observaties bij de vormgeving van het RPO

Pensioenuitvoerders hebben de vrijheid om in de vormgeving van het RPO, binnen de wettelijke vereisten en gestelde criteria, keuzes te maken die passen bij hun specifieke situatie en deelnemerspopulatie. Het RPO bestaat vaak uit een combinatie van elementen en methodes, bijvoorbeeld kwalitatieve en kwantitatieve vragen naar de risicotolerantie van deelnemers. Maar het bevat ook vragen naar hun risicodraagvlak en de financiële situatie. De AFM verwacht dat pensioenuitvoerders inzichtelijk maken en onderbouwen welke elementen zij opnemen in het RPO en hoe deze onderdelen helpen om de risicotolerantie en het risicodraagvlak van deelnemers in kaart te brengen. In dit hoofdstuk gaan wij in op een aantal keuzes en een aantal goede en slechte voorbeelden.

2.1 Verbetering: bereik van uitvragen sterk vergroot

Voor een goed beeld van de risicovoorkeuren van alle deelnemers moet het bereik van de uitvraag voldoende breed zijn om ook een hoge en lage risicoaversie te kunnen meten. In ons vorige rapport signaleerden wij dat in meerdere RPO's het bereik sterk begrensd was, zowel aan de boven- als onderkant. We constateerden in die RPO's dat veel uitkomsten op de boven- of ondergrens van de keuzeruimte lagen. Dat doet vermoeden dat veel deelnemers eigenlijk meer of juist minder risico zouden willen nemen dan aangegeven. In het huidige onderzoek zien wij op dit vlak een duidelijke verbetering.

Vrijwel alle onderzochte RPO's hebben dit keer voldoende bereik. Ze kunnen dit bovendien aantonen via de minimale en maximale 'relatieve risicoaversie' die ze hebben uitgerekend of op basis van de grote spreiding in beleggingsmixen die achter de keuzeopties zit die aan de deelnemers zijn voorgelegd.

2.2 Leg respondenten geen ongeschikte vragen voor over de afweging tussen risico en rendement

Doel van het RPO is onder meer bepalen hoeveel extra risico deelnemers bereid zijn te nemen in ruil voor een hoger verwacht rendement. In het RPO moeten deelnemers daarom afwegingen tussen risico en rendement maken.

Net als in de eerdere verkenning zien we in dit onderzoek RPO's met vragen waarbij de getoonde pensioenbedragen wel een hoger verwacht rendement laten zien, maar niet of nauwelijks een toename in risico. Die vragen bieden geen bruikbaar inzicht in de risicotolerantie van deelnemers. Wij verwachten daarom dat pensioenuitvoerders zulke vragen niet aan deelnemers voorleggen.

Ongeschikte vragen, waarbij meer verwacht rendement niet of nauwelijks gepaard gaat met een toename in risico, lijken vooral voor te komen bij langere beleggingshorizonten. Mogelijk is dit een gevolg van het gebruik van scenario's die in de context van het RPO niet goed werken. Het staat pensioenuitvoerders vrij om zelf te bepalen hoe ze komen tot passende afwegingen waartussen deelnemers kunnen kiezen. Bekijk de pensioenbedragen die verschillende deelnemers te zien krijgen en controleer of de afweging die je ze voorlegt dwingt tot een keuze tussen risico en verwacht rendement.



Good practice

Voorbeeld uit het onderzoek om te voorkomen dat een variant met een hoger verwacht rendement niet gepaard zou gaan met een toename in risico:

Ten behoeve van een goed zichtbare risico-rendementsafweging, wordt voor de jongste leeftijdscohorten in scenario-berekeningen het jaarlijks aandelenrendement gemaximeerd op <x>%.

Het tonen van realistische pensioenbedragen helpt deelnemers om de gevolgen van verschillende varianten in hun eigen pensioencontext te plaatsen. Wij benadrukken echter dat het vermogen van een RPO om op een zuivere manier de risicovoorkeuren van deelnemers te identificeren belangrijker is dan het tonen van een zo realistisch mogelijk beeld van de hoogte en de zekerheid van het pensioeninkomen. Vermeld eventueel expliciet in het RPO dat het gaat om voorbeeldbedragen.

2.3 Waarschuwing: pas op voor overvragen over risicodraagvlak

Het risicodraagvlak (de mate waarin een deelnemer risico's kán dragen) is nodig om de ingeschatte risicotolerantie te kunnen vertalen naar beleggingsbeleid. De AFM vindt het belangrijk dat daarbij in ieder geval informatie over de AOW, de leeftijd van de deelnemer en het bij de uitvoerder opgebouwde pensioen worden betrokken. Die informatie hoeft een pensioenuitvoerder niet altijd uit te vragen. Het analyseren van gegevens uit de administratie of het doen van onderbouwde aannames kan ook onderdeel zijn van een RPO.

Doorgaans worden in het RPO ook aanvullende vragen gesteld over de financiële situatie van deelnemers, zoals over het pensioeninkomen dat respondenten verwachten nodig te hebben, over de mogelijkheid om tegenvallers in het pensioeninkomen op te vangen, over hun huidige financiële reserve of over hun beleggingskennis en -ervaring. Uiteraard kunnen deze vragen nuttige inzichten opleveren voor de vaststelling van de risicohouding en het beleggingsbeleid. Wij roepen - in het kader van de uitvoerbaarheid - wel op kritisch te kijken naar de balans tussen het aantal vragen over de financiële situatie en de inzichten die dat naar verwachting oplevert. RPO's met veel van dergelijke vragen hadden doorgaans ook een hoog uitvalpercentage. Het is daarom aan te raden om al bij de onderzoeksopzet expliciet te maken in hoeverre deze vragen bijdragen aan de doorvertaling van het RPO naar beleid.

2.4 Aandachtspunten bij het combineren van methodes

Als je als pensioenuitvoerder in je RPO kiest voor een combinatie van methoden en elementen, bedenk dan van tevoren in de onderzoeksopzet hoe je de antwoorden op gestelde vragen gaat combineren. Dit dwingt je ook om na te denken over het nut van vragen. Ook helpt het om te bepalen of je een vraag beter kwalitatief of kwantitatief kunt formuleren.

Om na te kunnen gaan of ieder onderdeel van het RPO daadwerkelijk meet wat je beoogt (de validiteit), is het belangrijk om de uitkomsten van ieder onderdeel ook afzonderlijk – dus niet alleen in combinatie met andere onderdelen – weer te geven in het onderzoekverslag. Ook voor de reproduceerbaarheid is het van belang dat transparant is hoe de resultaten van het RPO tot stand zijn gekomen, zeker als deze resultaten een prominente rol spelen in de communicatie over het RPO aan het fondsbestuur.



Voorbeeld waarbij de validiteit van belang is

In ons onderzoek zien wij vragen met als doel te onderzoeken welk beleid past bij de preferenties van de meeste deelnemers. Bijvoorbeeld door te vragen hoe deelnemers staan tegenover het nemen van meer of minder risico dan ze in eerste instantie kozen. Dit is relevant voor pensioenregelingen met één collectief beleggingsbeleid of met een collectieve uitkeringsfase.

Bij dit soort aanvullende vragen is het belangrijk om vóóraf vast te leggen hoe de uitkomsten zullen worden ingezet. Pas dan kan worden getoetst of het onderdeel werkt zoals beoogd. Zeker als de uitkomsten van het onderdeel impact hebben op het beleid verwachten wij dat de validiteit ervan is getoetst.

3. Observaties bij de FRAME-criteria

Bij het beoordelen van RPO-uitvragen maakt de AFM gebruik van de FRAME-criteria. Deze staan voor: *feasible* (**uitvoerbaar**), *rationalising* (*rationaliserend*), *appropriate* (**passend**), *measurable* (**meetbaar**) en *errable* (**feilbaar**). Dit hoofdstuk bevat een beknopt overzicht van de bevindingen per FRAME-criterium, ondersteund met voorbeelden.

3.1 'Feilbaar': opsporing van 'niet-begrijpers' gaat goed maar vervolgstappen kunnen beter

Een effectieve onderzoeksmethode identificeert deelnemers die de vragen niet goed begrijpen. Daarvoor moet je van tevoren wel bepalen en vastleggen hoe je die deelnemers gaat opsporen en hoe je met de antwoorden van deze deelnemers omgaat. Het opsporen van 'niet-begrijpers' kan bijvoorbeeld door het toestaan van onderling inconsistente antwoorden of door het stellen van een controlevraag. Ook kun je analyseren of bepaalde groepen deelnemers oververtegenwoordigd zijn onder de niet-begrijpers. Bepaal in dat geval of het verantwoord is om hun antwoorden weg te laten of dat je hun antwoorden nog kunt corrigeren. Op die manier kun je ervoor zorgen dat het RPO zo representatief mogelijk is.

De meeste pensioenuitvoerders in ons onderzoek houden rekening met inconsistente antwoorden. Maar vaak is niet precies duidelijk in welke gevallen de inconsistente antwoorden nog wel in de verdere analyses worden meegenomen, of dat de deelnemer wordt gezien als 'niet-begrijper'. Door dat wel expliciet op te schrijven kunnen de onderzoeker en de pensioenuitvoerder een goed gesprek voeren over de betrouwbaarheid van de resultaten, maar ook over mogelijke signalen die uitgaan van inconsistente antwoorden en de omvang van de groep 'niet-begrijpers'.



Good practice

Voorbeeld uit het onderzoek:

Na het doorlopen van de choice-sequence krijgen deelnemers de eerste keuze uit de choice-sequence nog een keer voorgelegd. Deelnemers die dan een inconsistent antwoord geven worden uit de analyse voor het vaststellen van de risicoaversie gehaald.

3.2 'Rationaliserend': beperk irrationele gedragseffecten

Voor het goed bepalen van de risicotolerantie van deelnemers is het belangrijk de invloed te beperken van contextafhankelijke, 'irrationele' gedragsaspecten.

Bij verschillende RPO's worden drie scenario's gebruikt om de variatie in toekomstige pensioenuitkeringen te verduidelijken: een tegenvallend scenario, een verwacht scenario en een meevallend scenario. Maar in sommige uitvragen is onduidelijk welke kans elk van deze scenario's heeft. Vaak wordt alleen aangegeven dat meer beleggingsrisico een kans op zowel een hoger als een lager pensioen met zich meebrengt. Zonder inzicht in de kansverdeling kan het voor deelnemers moeilijk zijn om de varianten goed af te wegen.

In enkele RPO's krijgen deelnemers een optie voorgelegd waarbij alle gepresenteerde uitkomsten lager uitvallen dan bij de alternatieve optie (zie ook paragraaf 2.2). Uit de praktijk blijkt soms dat deelnemers zelfs in zo'n situatie structureel voor de op papier mindere optie kiezen. Dit zou kunnen komen door de visualisatie van de uitkomsten, door

een verkeerde interpretatie van de gepresenteerde kansen, door de volgorde van vragen, of door andere subtiel sturende elementen in de vragenlijst. Bij opvallende afwijkingen van rationele keuzes verwachten wij daar een reflectie op. Wanneer deelnemers collectief kiezen voor de onlogische optie, kan dat wijzen op een onderliggend probleem dat je via aanvullende analyses moet zien vast te stellen.

Mensen zijn geneigd om verliezen zwaarder te wegen dan winsten van vergelijkbare grootte. Deze zogenoemde ‘verliesaversie’ kan een versturende invloed hebben op het meten van de risicotolerantie, vooral wanneer het RPO pensioen scenario’s toont als winsten of verliezen ten opzichte van een zeker basispensioen. Het is daarom belangrijk om pensioen scenario’s (indien mogelijk) als absolute bedragen te presenteren.



Voorbeeld van een vraag die verliesaversie kan oproepen

Welk pensioen kiest u?

- *Keuze A leidt tot een pensioeninkomen dat met zekerheid gelijk is aan uw verwachte pensioeninkomen.*
- *Keuze B leidt tot een pensioeninkomen dat met 50% kans twee keer zo hoog is als uw verwachte pensioeninkomen, maar ook met 50% kans de helft lager is.*

3.3 ‘Passend’: vooruitgang bij persoonlijke pensioencontext, maar inflatiecorrectie soms onduidelijk

We zien vooruitgang bij het FRAME-criterium ‘passend’. In vergelijking met ons vorige onderzoek laten meer pensioenuitvoerders de uitvraag goed aansluiten op de pensioencontext van de deelnemers. Alle onderzochte pensioenuitvoerders gaan nu uit van pensioenuitkomsten inclusief AOW en stemmen de getoonde bedragen af op de leeftijd, het inkomen en de status van de deelnemer. En bijna alle pensioenuitvoerders tonen nu nettobedragen.

Maar bij vier van de tien onderzochte RPO’s is in de RPO-vragenlijst

niet expliciet gemaakt of de getoonde pensioenbedragen voor inflatie zijn gecorrigeerd. Het is belangrijk om dat wel te doen, zodat er geen twijfel bestaat of deelnemers daar in de beantwoording wel of niet rekening mee hebben gehouden.



Good practice

Een voorbeeld van een toelichting die duidelijk maakt of deelnemers wel of niet rekening moeten houden met inflatie bij de getoonde pensioenbedragen:

Ga ervan uit dat de prijzen tegen de tijd dat u met pensioen gaat gelijk zijn aan de prijzen van vandaag (geen inflatie).

3.4 ‘Meetbaar’: relatieve risicoaversie aanwezig, maar toelichting kan soms gedegener

In het vorige onderzoek signaleerde de AFM dat de ‘relatieve risicoaversie’ ontbrak in een aantal RPO’s. In het huidige onderzoek zien wij ook op dit vlak verbetering: in alle na 1 juli 2023 uitgevoerde RPO’s is de relatieve risicoaversie berekend. Uit verdiepende gesprekken met een aantal pensioenfondsbesturen kwam naar voren dat deze kwantitatieve insteek helpt bij de doorvertaling en vergelijkbaarheid van RPO’s.

Verschillende pensioenuitvoerders hebben via een memo bij het RPO gedegen toegelicht hoe zij de relatieve risicoaversie hebben berekend en welke aannames zij daarbij hebben gedaan. Wij moedigen andere pensioenuitvoerders aan om dit ook te doen.

3.5 ‘Uitvoerbaar’: Maak de uitvraag niet onnodig complex

Pensioenuitvoerders nemen diverse stappen om te achterhalen welke obstakels deelnemers ervaren bij het invullen van de vragenlijst, blijkt uit het onderzoek. Denk aan het vooraf testen van de begrijpelijkheid, het taalniveau, de invultijd en de punten waarop deelnemers mogelijk afhaken. Vooraf testen kan bij een panel van deelnemers, maar het kan

ook waardevol zijn als fondsorganen de vragenlijst een keer doorlopen. Ook medewerkers van de uitvoeringsorganisatie kunnen hierbij een rol spelen. Doorgaans hebben zij veel contact met deelnemers en kunnen zij zich goed in hun belevingswereld verplaatsen.



Voorbeelden van ambigu taalgebruik in het RPO

- Het 'verwachte' of 'normale' pensioen, zonder dat pensioenbedragen gepresenteerd worden. Dit kan door deelnemers op verschillende manieren worden opgevat.
- Welke pensioenuitkomsten vindt u nog *acceptabel*? Zonder uitleg is dit begrip niet eenduidig, deelnemers kunnen expliciet akkoord gaan met een voorgelegde optie maar het kan ook dat deelnemers geen mening hebben over de voorgelegde opties en het daarom acceptabel vinden.

Sommige pensioenuitvoerders kunnen extra aandacht besteden aan de toegankelijkheid van hun RPO-uitvraag, onder andere door ingewikkelde vragen en rekenstappen zoveel mogelijk te voorkomen. Veel deelnemers vinden het bijvoorbeeld lastig om hun pensioeninkomen, percentages of vaktermen goed te begrijpen. Het is daarom raadzaam om vragen te vermijden waarbij ze zelf financiële informatie moeten opzoeken, inschatten of berekenen.



Voorbeelden van te vermijden rekenstappen

- Vragen naar het bruto jaarinkomen in plaats van het netto maandinkomen.
- Vragen om het pensioeninkomen uit verschillende bronnen op te zoeken en bij elkaar op te tellen.
- Vragen hoeveel schulden deelnemers hebben ten opzichte van hun bezittingen, of specifieker vragen naar de overwaarde van het huis na aftrek van de resterende hypotheekschuld.

Het uitvalpercentage bij een vraag in het RPO zegt veel over hoe lastig deelnemers het vinden om die vraag te beantwoorden. Uit ons onderzoek blijkt dat steeds meer fondsen het uitvalpercentage per vraag analyseren, maar nog niet iedereen. Pensioenuitvoerders die het wél doen, zijn daar tevreden over, laten ze weten. Het stelt hen in staat om de uitvraag makkelijker te maken voor deelnemers, bijvoorbeeld door toelichtingen te verduidelijken of door de volgorde van vragen aan te passen. Dat laatste kan verstandig zijn wanneer blijkt dat deelnemers de uitvraag vroegtijdig beëindigen, terwijl de kernvragen dan nog moeten komen.

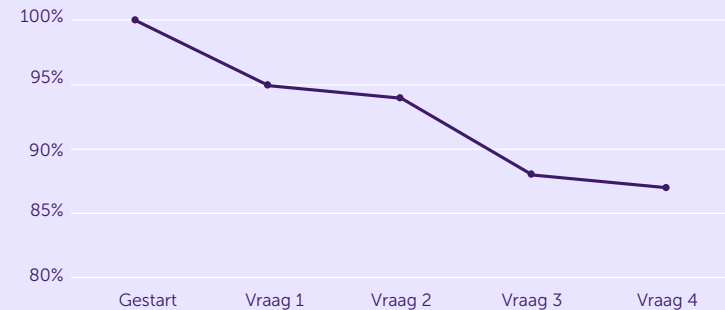


Good practice

Een gestileerd voorbeeld van een analyse op het uitvallen van deelnemers gedurende het invullen van de vragenlijst:

Het is gebruikelijk dat deelnemers aan een onderzoek bij de eerste vragen afhaken, dat zien we nu ook. Een deel van de deelnemers haakt af tijdens of net na het invullen van de choice sequence. Gezien de complexiteit van die vraag is dit niet uitzonderlijk hoog.

Verloop van het percentage deelnemers dat niet is afgehaakt



4. Vastlegging van het RPO

Omdat het RPO minimaal eens per vijf jaar moet worden herhaald, is het essentieel dat de methode en aannames duidelijk en begrijpelijk worden vastgelegd. Door zorgvuldige documentatie kunnen (toekomstige) bestuurders of medewerkers de achtergrond en gemaakte keuzes in eerdere onderzoeken goed begrijpen en terugzoeken.

4.1 Documentatie vaak niet compleet of begrijpelijk

Uit ons onderzoek blijkt dat de vastlegging van het RPO bij meerdere pensioenuitvoerders onvoldoende is, waardoor op verschillende onderdelen onduidelijk blijft welke aannames zijn gemaakt. Beperkte transparantie over de gehanteerde methodiek bemoeilijkt daarnaast bij verschillende pensioenuitvoerders de interpretatie van de uitkomsten van het RPO.

De AFM verwacht van pensioenuitvoerders dat zij alle onderdelen van het onderzoek zorgvuldig vastleggen. Hierbij dienen alle onderzoeksstappen, inclusief onderliggende aannames, compleet en begrijpelijk te worden gedocumenteerd. Leg hierbij vast hoe de uitkomsten van het RPO zijn geïnterpreteerd. Als bepaalde onderdelen van het RPO-onderzoeksverslag niet worden gebruikt bij het bepalen van het risicodraagvlak of -tolerantie, is het aan te raden dit te documenteren door middel van een oplegger. Een goede vastlegging is essentieel om de kwaliteit en betrouwbaarheid van het onderzoek te waarborgen. Daarnaast is een goede vastlegging relevant door het terugkerende karakter van het RPO.



Voorbeeld van niet-complete documentatie

Een pensioenfonds laat de doorvertaling naar de risicohouding uitvoeren door een andere adviseur dan het RPO. Op basis van het RPO onderzoeksverslag is daardoor niet duidelijk welke conclusies de pensioenuitvoerder onderschrijft en welke wel en niet zijn betrokken in de verdere doorvertaling.

4.2 Onderbouwing representativiteit schiet soms tekort

Uit het onderzoek blijkt dat de onderbouwing van de representativiteit van de respons bij meerdere pensioenuitvoerders onvoldoende is of zelfs ontbreekt.

Om de onderzoeksresultaten op een betrouwbare manier te kunnen interpreteren is het belangrijk dat de respons op de uitvraag onder deelnemers een representatief beeld geeft van de onderliggende populatie. De AFM verwacht dat de mate van representativiteit van de respons onder deelnemers inzichtelijk wordt gemaakt, bijvoorbeeld door de karakteristieken van de respondenten (o.a. geslacht, leeftijd en status) te vergelijken met die van de gehele populatie.

Belangrijk hierbij is dat je ook conclusies verbindt aan deze analyse. Pensioenuitvoerders kunnen bijvoorbeeld concluderen dat uitkomsten wel of niet bruikbaar zijn. Achteraf kan, alleen wanneer dit noodzakelijk blijkt te zijn naar aanleiding van de analyse, gebruikgemaakt worden van een weging bij groepen die ondervetegenwoordigd blijven. Uiteraard dien je in dat geval de methode van weging goed vast te leggen.



Inzicht in representativiteit krijgt niet altijd goed vervolg

Sommige pensioenuitvoerders analyseren wel de mate van representativiteit, maar laten na om:

- conclusies te verbinden aan die analyse;
- correcties toe te passen wanneer de respons niet representatief genoeg blijkt te zijn;
- de uitkomsten van het RPO in voldoende fijnmazige cohorten te analyseren. Zij nemen bijvoorbeeld alle actieven samen.



Tips om de representativiteit te vergroten

Het is een goed idee om de responspercentages per cohort van eerdere uitvragen te gebruiken om te bepalen hoe groot de steekproef voor ieder cohort moet zijn om een naar verwachting representatieve respons te krijgen. Dit is uiteraard alleen van toepassing wanneer niet de gehele populatie wordt benaderd.

Stimuleer daarnaast voor zo representatief mogelijke uitkomsten ondervertegenwoordigde groepen om de uitvraag in te vullen:

- Denk vooraf na over de beste manier om hen te bereiken;
- Stuur hen een extra herinnering voor het invullen van de vragenlijst.

4.3 Voeg aannames pensioeninkomen toe aan het RPO

Bij de helft van de onderzochte RPO's was op basis van de toegestuurde documentatie niet vast te stellen of de samenhang tussen AOW, de leeftijd van de deelnemer en het bij het fonds opgebouwde pensioen waren betrokken bij de vaststelling van het risicodraagvlak. Tijdens de verdiepende gesprekken bleek vervolgens dat dit wel was gedaan, maar dat dit soms niet was aangemerkt als onderdeel van het RPO of dat deze stap door een andere adviseur was uitgevoerd.

Wij roepen op om eventuele aannames die zijn gedaan ten aanzien van het AOW-inkomen, het toekomstig arbeidskapitaal en andere componenten van het toekomstig pensioeninkomen te documenteren als onderdeel van het RPO.

4.4 Vastlegging van reflectie

In het hoofdstuk over de opzet van het RPO hebben we genoemd dat het belangrijk is om vooraf goed na te denken over wat je vraagt en wat elke vraag toevoegt in het RPO. Het is van belang dat je ook achteraf reflecteert op mogelijke verbeterpunten in een toekomstig RPO. Neem daarbij mee of de gestelde vragen de gewenste inzichten hebben opgeleverd.

Zo zagen we bij veel pensioenuitvoerders dat ze een grote hoeveelheid vragen stelden over de financiële situatie van respondenten ten behoeve van risicodraagvlak. Sommigen gaven in de verdiepende gesprekken aan dat het achteraf lastig was om deze vaak kwalitatieve vragen te combineren met de kwantitatieve vragen van de risicotolerantie. Dit gold ook voor vragen over de uitkeringsfase en duurzaamheid. Leg deze inzichten vast zodat een toekomstig RPO hiermee kan worden verbeterd.

Het kan ook nuttig zijn om te reflecteren op de uitkomsten van het RPO. Waren die anders dan vooraf verwacht? En is het bijvoorbeeld verklaarbaar dat bepaalde cohorten een andere risicotolerantie hebben dan andere cohorten?



Opvallende uitkomsten die vragen om een analyse

- Opvallend veel deelnemers kiezen voor de middelste variant die aan hen voorgelegd is of juist voor de meest risicovolle of de minst risicovolle variant.
- Bepaalde cohorten zoals jongeren of slapers hebben een uitzonderlijk hoge of juist lage risicotolerantie. Bij sterk verschillende risicotoleranties tussen groepen helpt het om te analyseren en concreet te maken of:
 - De verschillen in uitkomsten worden ondersteund vanuit de wetenschappelijke literatuur over risicopreferenties.
 - Er sprake is van een leeftijdseffect of cohorteffect en welke factoren dit zouden kunnen verklaren.
 - Andere verschillen binnen de deelnemerspopulatie de uitkomsten kunnen verklaren.
 - Elementen van het RPO onbedoeld een sturend effect hebben op specifieke groepen, zoals die met een langere beleggingshorizon of een hoger of lager pensioen.

5. Het uitvragen van voorkeuren t.a.v. de uitkeringsfase

Pensioenuitvoerders stellen de risicomaatstaf (het risico dat deelnemers maximaal willen en kunnen nemen) en de verwachtingsmaatstaf (het (over)rendement dat deelnemers ten minste willen behalen) vast. Daarvoor gebruiken ze de inzichten uit het RPO. Sinds 1 juli 2023 stelt een gedeelte¹ ook een derde maatstaf vast: de 'lange termijn risico-maatstaf'. Om ook die maatstaf aantoonbaar aan te laten sluiten op de wensen en verwachtingen van deelnemers is het nodig om hen daar vragen over te stellen.

5.1 Vragen over de uitkeringsfase helpen bij de besluitvorming

De meeste pensioenuitvoerders in ons onderzoek hebben inderdaad in hun RPO vragen over de uitkeringsfase gesteld. Bijvoorbeeld of deelnemers liever een koopkrachtiger of een nominaal stabiel pensioeninkomen willen. En of ze liever willen dat de pensioenuitvoerder mee- en tegenvallers gedempt door laat werken in de uitkeringen of de koppeling tussen financiële resultaten en de pensioenuitkering meer direct maakt. In het kader rechts op deze pagina staat een aantal voorbeelden van de vragen die gesteld werden.

De ervaringen van de bestuurders van de pensioenuitvoerders met het opnemen van deze vragen blijkt positief. De inzichten zijn bijvoorbeeld nuttig voor sociale partners om weloverwogen een beslissing te nemen over de vormgeving van de uitkeringsfase en dit vast te leggen in het transitieplan. Ook kunnen pensioenfondsen de inzichten over voorkeuren en kenmerken van deelnemers gebruiken om in de opdrachtbevestiging de mate van passendheid van elementen als de spreidingsystematiek, de collectieve uitkeringsfase of het projectierendement toe te lichten.

5.2 Ook bij vragen over de uitkeringsfase is 'FRAME' belangrijk

Wanneer een pensioenuitvoerder de voorkeuren in de uitkeringsfase uitvraagt aan deelnemers (in het RPO of via een aparte uitvraag), is het raadzaam om ook dan de FRAME-criteria toe te passen. Bedenk bijvoorbeeld vooraf of de vragen tezamen de inzichten opleveren die nodig zijn bij het vormgeven van het beleid. En leg aan deelnemers een echte keuze voor waarin ze zich kunnen inleven. Iedereen wil bijvoorbeeld liever een stabiel pensioeninkomen dan een variabel pensioeninkomen als dat apart gevraagd wordt. Maar zijn mensen ook bereid om daar een stukje pensioeninkomen voor in te leveren? En wanneer is een grens bereikt en verandert hun antwoord? Verschillen deelnemers daar in?



Voorbeelden van vragen over de uitkeringsfase (versimpeld)

Stel dat de prijzen 2% per jaar stijgen. Welk pensioen zou dan uw voorkeur hebben?

- Een pensioen dat elk jaar hetzelfde bedrag is en dus nooit daalt en nooit stijgt. U kunt hiermee gemiddeld 2% per jaar minder kopen.
- Een pensioen dat elk jaar <x%> hoger of lager kan zijn. U kunt hiermee gemiddeld hetzelfde blijven kopen.

Wat past het beste bij jou?

- Ik heb het liefst in de eerste jaren een wat hoger pensioen, ook als dat betekent dat het in latere jaren wat lager kan uitvallen.
- Ik heb het liefst in de eerste jaren een wat lager pensioen, als de kans op een verhoging in latere jaren dan groter is dan de kans op een verlaging.

¹ Als er sprake is van mechanismen die risico's naar de toekomst verplaatsen, zoals het spreiden van schokken over een periode langer dan een jaar. Zie ook de [website van DNB](#).

6. Het uitvragen van voorkeuren t.a.v. duurzaam beleggen

De afgelopen jaren is er in toenemende mate aandacht voor de rol die pensioenuitvoerders als grote investeerders spelen in de overgang naar een duurzamere samenleving. Bij een zorgeloze oude dag past niet alleen een goed pensioen, maar ook een leefbare wereld. De AFM hecht er belang aan dat pensioenuitvoerders de voorkeuren van deelnemers omtrent duurzaam beleggen kennen en meewegen in hun beleid. Het in kaart brengen van die voorkeuren kan tegelijk met het RPO of als losstaand deelnemersonderzoek.

6.1 Duurzaamheid een rol geven binnen het RPO

Wij hebben als onderdeel van ons RPO-onderzoek informatie opgevraagd over het peilen van duurzaamheidsvoorkeuren in combinatie met het RPO. Met name de pensioenuitvoerders met een kleinere deelnemerspopulatie kozen ervoor om vragen over duurzaamheid te combineren met het RPO. Zij geven aan dat dit leidt tot meer betrokkenheid en een hogere respons onder deelnemers.

Het primaire doel van het RPO blijft om de risicopreferenties te achterhalen. Voor de uitvoerbaarheid raadt de AFM daarom aan om vragen over duurzaamheidsvoorkeuren te plaatsen ná de vragen over risicotolerantie en risicodraagvlak, om te zorgen voor een zo hoog mogelijke respons bij het eigenlijke RPO. Ga daarnaast vooraf na of de vragen bruikbaar zijn voor het vaststellen van een duurzaam beleggingsbeleid en bijbehorende communicatie.

De AFM raadt daarnaast aan om net als in de rest van het RPO ook bij het vragen naar duurzaamheidsvoorkeuren zoveel mogelijk begrijpelijke taal te gebruiken en aan te sluiten bij de belevingswereld van de deelnemer. In [de leidraad duurzaamheidsclaims](#) geeft de AFM handvatten aan financiële ondernemingen en pensioenuitvoerders voor het doen van correcte, duidelijke en niet-misleidende duurzaamheidsclaims.

6.2 Het helpt om ook de motivatie te onderzoeken

Bij het in kaart brengen van de duurzaamheidsvoorkeuren is het goed om te vragen naar de motivatie van deelnemers voor al dan niet duurzaam beleggen door hun fonds. Speelt bijvoorbeeld mee dat ze verwachten dat het rendement op duurzame beleggingen verschilt ten opzichte van reguliere beleggingen? Of kijken ze er met name naar vanuit een ethische invalshoek? In ons onderzoek viel op dat pensioenuitvoerders verschillende accenten plaatsten, bijvoorbeeld met meer focus op het klimaat, sociale aspecten of ethische aspecten. Om inzicht te krijgen in de voorkeuren rondom specifieke duurzaamheidsthema's laten meerdere uitvoerders deelnemers een rangorde aanbrenge in verschillende duurzaamheidsthema's of -doelstellingen.

Ook zien we voorbeelden waarbij deelnemers hun voorkeur kunnen uitspreken voor de manier waarop hun pensioenuitvoerder duurzaam beleggen in de praktijk zou moeten brengen. Opties variëren van het uitsluiten van bedrijven die niet voldoen aan bepaalde duurzame criteria tot het actief uitoefenen van invloed op het beleid van bedrijven om verbetering te stimuleren door engagement, stemrecht of juridische acties. Pensioenuitvoerders die dergelijke vragen hebben opgenomen geven aan dat dit ze helpt om de vertaling te maken naar concrete vervolgacties.



Good practice

Een pensioenfonds vraagt niet alleen duurzaamheidsvoorkeuren van deelnemers uit, maar ook hun informatiebehoefte op dit vlak aan de hand van een stelling:

"Ik vind het belangrijk dat het pensioenfonds mij goed informeert over de manier waarop het fonds in haar beleggingsbeleid rekening houdt met milieu, klimaat en samenleving."

6.3 Hoeveel vinden deelnemers duurzaam beleggen waard?

Wij zien dat pensioenfondsen met name kwalitatieve vragen opnemen in RPO's om inzicht te krijgen in de eerder beschreven duurzaamheidsvoorkeuren. Die vragen geven een algemeen beeld van de houding van deelnemers ten aanzien van duurzaam beleggen. Sommige pensioen-uitvoerders zetten daarnaast ook al de volgende stap en onderzoeken hoeveel deelnemers duurzaam beleggen precies waard vinden. Dat doen zij door aan deelnemers een afruil voor te leggen en op die manier de maximaal aanvaardbare 'opportunity cost' van duurzaam beleggen te bepalen. Twee mensen die aangeven een duurzaam belegd pensioen belangrijk te vinden kunnen namelijk heel verschillend denken over welke gevolgen dat zou mogen hebben voor hun pensioenuitkering.

Pensioenuitvoerders kunnen hun deelnemers stapsgewijs afwegingen voorleggen tussen een duurzamer pensioen en een steeds wat lager of risicovoller pensioeninkomen of steeds wat hogere kosten. Hierdoor ontstaat een kwantitatief inzicht in de waarde die deelnemers toekennen aan duurzaam beleggen. Die informatie helpt pensioenuitvoerders en vermogensbeheerders om rekening te houden met de voorkeuren van deelnemers bij hun afweging om de beleggingsportefeuille wel of niet duurzamer in te richten.

Het is hierbij goed om op te merken dat de wetenschap verdeeld is over de gevolgen van duurzaam beleggen. Het hoeft niet zo te zijn dat duurzaam beleggen gepaard gaat met minder rendement, minder diversificatie of hogere kosten. Het doel is hier enkel om een getal te kunnen koppelen aan hoe belangrijk deelnemers een duurzaam belegd pensioen vinden. Om te voorkomen dat bij deelnemers wel het beeld ontstaat dat duurzaam beleggen nadelig is voor hun pensioen is het belangrijk om te benadrukken dat de getoonde afruil alleen voor het doel van het onderzoek wordt verondersteld. Om de uitkomsten te duiden en toekomstige communicatie over duurzaam beleggen vorm te geven kan het wel waardevol zijn om te onderzoeken hoe deelnemers hier naar kijken. Verwachten zij dat duurzaam beleggen leidt tot betere beleggingsresultaten of juist niet? Of hebben ze daar geen mening over?

Bijlage - Onderzoeksmethodiek

In het onderzoek heeft de AFM informatie over tien RPO's opgevraagd en bekeken. Alle pensioenuitvoerders in de populatie waren pensioenfondsen. Hiervoor hebben we gekozen, omdat premiepensioeninstellingen (**ppi's**) en verzekeraars al voor ingang van de Wtp verplicht waren behoeften van deelnemers te inventariseren (vanwege de productontwikkelingsnormen, ofwel **PARP**). Deze overlappen deels met de RPO-vereisten. Desalniettemin is de inhoud van deze publicatie ook relevant voor verzekeraars en ppi's.

Bij de selectie van de onderzoekspopulatie voor dit onderzoek is verder rekening gehouden met de volgende factoren, gebaseerd op de Wtp-monitoringsuitvraag van De Nederlandsche Bank (**DNB**) en de AFM in november 2023:

- *De intentie om in te varen naar het nieuwe pensioenstelsel* – over het algemeen betreft het fondsen die in 2026 willen gaan invaren;
- *Het moment van het uitvoeren van het RPO* – over het algemeen betreft het fondsen die het RPO in de periode Q3 2023 tot en met Q1 2024 hebben afgerond;
- *De partij die het RPO heeft uitgevoerd* – met de onderzochte populatie is een verscheidenheid aan betrokken partijen opgenomen.

De AFM heeft met elk van de tien geselecteerde partijen na het beoordelen van de toegestuurde documentatie een verdiepend gesprek gevoerd. In deze gesprekken hebben we onze initiële observaties besproken en konden de pensioenfondsen hun specifieke context bij het RPO schetsen en hun ervaringen delen. De uiteindelijke observaties op basis van de toegestuurde documentatie en de verdiepende gesprekken zijn per brief met de betreffende pensioenfondsen gecommuniceerd.

Scope van dit onderzoek

Voor dit onderzoek heeft de AFM de geselecteerde partijen door middel van een informatieverzoek gevraagd de volgende informatie toe te sturen:

1. Uitkomsten van het onderzoek
 - Het onderzoeksverslag en indien van toepassing de presenta-

tie waarin de resultaten van het onderzoek aan het bestuur zijn teruggekoppeld;

- De notulen van de bestuursvergadering waarin de resultaten van het onderzoek zijn besproken;
- Indien dit niet blijkt uit het rapport of de presentatie: een overzicht van de mediane relatieve risicoaversie per cohort.

2. Deelnemersuitvraag

- Een kopie van de wijze van communiceren met (beoogde) respondenten over het onderzoek, bijvoorbeeld de uitnodiging om deel te nemen aan het onderzoek per brief, mail of website;
- 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).

3. Onderzoeksopzet

- Een beschrijving van de toegepaste methode voor het bepalen van de risicotolerantie van respondenten. En voor zover dit niet al blijkt uit het onderzoeksverslag of de beschrijving van de toegepaste methode: een toelichting op de wijze waarop de pensioenscenario's (uitkomsten en bijbehorende kansen) die verschillende respondenten te zien krijgen bij het beantwoorden van de deelnemersuitvraag worden bepaald;
- Een toelichting op de wijze waarop de door een respondent in de uitvraag gemaakte keuzes leiden tot de mate van relatieve risicoaversie;
- Een beschrijving van het bereik van de toegepaste methode voor het bepalen van de risicotolerantie van respondenten en een onderbouwing daarvoor. Wat zijn de minimale en maximale mate van relatieve risicoaversie die met de uitvraag te identificeren zijn, en hoe zijn deze bepaald?
- 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 goed begrijpen;
- Een beschrijving van hoe is omgegaan met de onderzoeksuitkomsten van respondenten die inconsistente antwoorden gaven of die op een andere manier zijn geïdentificeerd als respondenten die de uitvraag niet zorgvuldig hebben ingevuld.
4. Informatie over de omvang van de steekproef
 - Het aantal beoogde respondenten dat is benaderd voor het onderzoek en een toelichting van hoe het pensioenfonds tot dit aantal is gekomen;
 - Het aantal respondenten dat aan het onderzoek is begonnen;
 - Het aantal respondenten dat het onderzoek heeft afgerond.
 5. Informatie over de (verwachte) representativiteit van de uitkomsten het onderzoek
 - Een toelichting op welke wijze het pensioenfonds bij het bepalen van de steekproef rekening heeft gehouden met de verwachte representativiteit van de uitkomsten;
 - De analyse van de mate van representativiteit van de steekproef, bijvoorbeeld in de vorm van een vergelijking van relevante onderscheidende kenmerken;
 - Eventuele correcties (bijvoorbeeld door middel van weging) die het pensioenfonds naar aanleiding van de analyse in het voorgaande punt heeft toegepast.
 6. Informatie omtrent risicodraagvlak
 - Een beschrijving van de componenten (bijv. AOW of andere bronnen van pensioeninkomen) die zijn gebruikt om het risicodraagvlak van de deelnemerspopulatie vast te stellen;
 - Een beschrijving van de wijze waarop deze informatie over het risicodraagvlak is ingewonnen of ingeschat;
 - Een toelichting op de manier waarop de informatie over het risicodraagvlak wordt gecombineerd met de uitkomsten van het onderzoek naar risicotolerantie.
 7. Deelnemersvoorkeuren omtrent uitkeringsfase
 - Bij mechanismen die risico naar de toekomst verplaatsen, zoals een aangepast projectierendement of spreiding van schokken, dienen pensioenuitvoerders de lange termijn risicomaatstaf voor de uitkeringsfase vast te stellen. Op welke manier zijn in het RPO de deelnemersvoorkeuren omtrent de uitkeringsfase onderzocht?
 - Een onderbouwing van de in het RPO gehanteerde cohortgrootte(s) voor pensioengerechtigden. Beschrijf daarbij in hoeverre de gekozen cohortgrootte(s) een adequate weerspiegeling is (zijn) van eventuele verschillen binnen de populatie pensioengerechtigden.
 8. Deelnemersvoorkeuren omtrent duurzaam beleggen
 - Informatie over eventuele recente onderzoeken naar deelnemersvoorkeuren omtrent duurzaam beleggen. Als die er zijn, de vraag of het pensioenfonds ervoor heeft gekozen om dit onderzoek te combineren met het RPO. En wat de motivatie was om deze twee onderzoeken wel of niet te combineren en wat de ervaringen waren met een eventueel gecombineerd onderzoek.

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 bij de vraag of gemaakte keuzes logisch en passend zijn bij de betreffende populatie, zie ook paragraaf 2.4 van de leidraad RPO.