

Investment Letter

Total Portfolio Approach – de nieuwe manier van beleggen?

Total Portfolio Approach (TPA) staat de laatste tijd in de belangstelling. Deze ogenschijnlijk nieuwe manier van beleggen zou beter zijn dan de manier waarop de meeste institutionele beleggers nu beleggen. Maar wat is TPA eigenlijk en is het echt nieuw? En is het eenvoudig om de overstap te maken naar TPA? In deze Investment Letter behandelen we deze vragen vanuit het perspectief van Nederlandse pensioenfondsen.

Samenvatting

- Bij TPA staat de samenhang van de totale portefeuille centraal en niet de afzonderlijke beleggingscategorieën.
- TPA in de originele vorm verschilt sterk van de huidige beleggingsaanpak: het beleggen is meer absolute-return-gericht en er wordt minder op benchmarks gestuurd. Ook op het gebied van verantwoordelijkheden, organisatie-indeling en besluitvorming zijn er grote verschillen.
- Volledige implementatie van TPA kent aandachtspunten, maar verdere doorontwikkeling van TPA-elementen biedt interessante aanknopingspunten.
- Achmea IM hanteert als complete fiduciair in de beleggingsaanpak kern-elementen uit TPA, zowel in advisering, monitoring als beheer. Voorbeelden daarvan zijn doorkijk naar scenario's en risico's, tijdelijk afwijken van de strategische allocatie en het integrale beheer van (LDI-) portefeuilles. Onder de Wtp is dit alleen maar belangrijker geworden.
- De waarde van het toepassen van TPA-elementen zit voor Nederlandse pensioenfondsen niet zozeer in het loslaten van de huidige governance-structuur of strategische kaders, maar in een sterkere integrale sturing van de totale portefeuille rekening houdend met de onderliggende risicodrijvers en sterker sturen op de pensioenuitkomsten.

AUTEURS



Maurice Geraets,
Senior Investment
Strategist



Armijn Eikelboom,
Senior Fiduciair Adviseur





Wat is TPA?

Bij Total Portfolio Approach (TPA), soms ook Total Portfolio Management (TPM) genoemd, staat de samenhang van de totale portefeuille centraal en niet de afzonderlijke beleggingscategorieën. De belegger formuleert één overkoepelende doelstelling en beoordeelt elke beleggingskeuze op de bijdrage aan die doelstelling. TPA is dus een beleggingsfilosofie waarbij de volledige beleggingsportefeuille als één samenhangend geheel wordt beheerd om een specifiek doel te bereiken. Dit in tegenstelling tot de gangbare aanpak waarbij de beleggingsportefeuille vaak is ingedeeld naar afzonderlijke beleggingscategorieën met eigen benchmarks. TPA streeft naar een betere risico-rendementsverhouding van de totale portefeuille, een grotere wendbaarheid om op veranderde marktomstandigheden in te spelen, een bredere opportunity set van beleggingen en een efficiënter gebruik van de totale balans.

Van silo's naar een integraal geheel

TPA verschilt van de huidige meer klassieke structuur, waarbij de strategische beleggingsallocatie (SAA) het uitgangspunt is. De SAA is de onderverdeling naar de verschillende beleggingscategorieën, zoals aandelen, obligaties en andere categorieën. Vervolgens worden deze beleggingscategorieën vaak afzonderlijk ingevuld en beheerd. Er zijn aparte teams voor aandelen, obligaties, etc., die elk hun eigen benchmark proberen te verslaan.

Bij TPA is dat juist niet het geval. Bij TPA werken deze teams niet als afzonderlijke silo's, maar gaan gezamenlijk op zoek naar de beste kansen voor de totale beleggingsportefeuille. Elke belegging moet direct bijdragen aan het overkoepelende doel van het geheel. Er is geen vaste verdeling meer over beleggingscategorieën en er zijn geen strategische wegingen per beleggingscategorie die jaarlijks worden bijgesteld. Bij TPA wordt gestuurd op basis van onderliggende fundamentele risicofactoren. Deze drijvers van risico en rendement, zoals economische groei, inflatie, rente, kredietrisico en liquiditeit, lopen door alle beleggingscategorieën heen. TPA stuurt expliciet op deze risicofactoren en niet per se op de beleggingscategorieën.

“The Total Portfolio Approach is not a rigid investment model, but a mindset - one that emphasizes adaptability, integration, and total fund outcomes over siloed asset class optimization”.

Jacky S. H. Lee & Redouane Elkamhi (2025)

Twee andere verschillen: benchmarks en besluitvorming

TPA verschilt ook op andere manieren van de gangbare aanpak. TPA kent in principe maar één benchmark: de beleggingsdoelstelling. In de praktijk is dat vaak een referentieportefeuille die geldt als een ijkpunt of nulmeting. Maar het hanteren van bandbreedtes per beleggingscategorie wordt losgelaten. Het hele team wordt afgerekend op het resultaat van de totale portefeuille. Dit betekent dat er in theorie geen benchmarks per beleggingscategorie meer nodig zijn. In de huidige aanpak worden managers juist beoordeeld ten opzichte van een vooraf gedefinieerde specifieke benchmark.

Een ander belangrijk verschil zit in de aard en snelheid van de besluitvorming. In de huidige aanpak vereist een wijziging van de strategische beleggingsallocatie vaak een herziening van het beleggingsplan. Het is een langdurig en *top-down* proces met diverse *check and balances* tussen uitvoerders en (pensioenfonds)bestuur. Het TPA-proces is daarentegen dynamisch. De beheerder van het fonds kan de beleggingsallocatie continu aanpassen op basis van de risicofactoren en marktomstandigheden. Bij TPA is dan ook geen sprake van herbalanceren naar vaste strategische gewichten, zoals in de huidige situatie.

Aandachtspunten TPA: data, aannames en actief beheer

Volledige implementatie van TPA klinkt aantrekkelijk, maar er kleven serieuze uitdagingen aan. Ten eerste: de afhankelijkheid van data, aannames en centrale sturing van de CIO. TPA vereist inzicht in de onderliggende drijvers van rendement en risico van elke beleggingscategorie. Dat klinkt eenvoudig, maar is in de praktijk lastig. TPA is in de kern een modelgedreven aanpak en daarmee sterk afhankelijk van de onderliggende aannames en gevoelig voor modelonzekerheid.

Risicopremies, correlaties en factorblootstellingen zijn niet stabiel door de tijd, data zijn niet altijd beschikbaar en bij nieuwere beleggingscategorieën is vaak nog onbekend hoe die zich gedragen in verschillende beleggingsregimes.

Daarnaast vraagt TPA om sterke regie, vaardigheid en ruimte om actieve keuzes te maken. Ofwel een CIO die allocatiebeslissingen in goede banen leidt en de totale portefeuille beheert. Dit is een breuk met de huidige situatie waar verantwoordelijkheden zijn verdeeld over het bestuur, beleggingscommissie en (fiduciare) uitvoerders. Die governance maakt besluitvorming minder snel, maar beschermt ook tegen modelrisico, *key-person risk* en te grote afhankelijkheid van kortetermijnvisies. TPA is een vorm van actief beleggen met veel ruimte voor discretionaire allocatiekeuzes en vraagt daarom om sterke kaders, governance en verantwoording.

Wtp is een ander belangrijk aandachtspunt

Bij TPA is de benchmark de doelstelling zelf, bijvoorbeeld de Rentetermijnstructuur (RTS) + een opslag. Dat is conceptueel zuiver, maar kent in de praktijk voetangels en klemmen en vereist goede communicatie naar besturen en toezichthouders die gewend zijn aan beleggingscategorie specifieke benchmarks. Binnen de Wtp geldt als basis leeftijdsafhankelijk beleggen. De doelstellingen variëren daarin intrinsiek per leeftijdscategorie: een jongere heeft een andere rendementsdoelstelling dan een gepensioneerde. Dit vergt maatwerk en maakt het formuleren van één doelstelling ingewikkelder. Het integrale beheer van specifieke portefeuilles, zoals de beschermingsportefeuille, blijft juist belangrijk.



Bij TPA is sprake van dynamische allocatie door de tijd op basis van bijdrage aan het totaalresultaat.

TPA: niet zo nieuw als het lijkt

TPA wordt soms gepresenteerd als een revolutie en de “nieuwe” manier van beleggen. De hierboven beschreven “pure vorm” van TPA is inderdaad anders dan de manier waarop de meeste institutionele beleggers nu beleggen. Maar er zijn wel degelijk grote overeenkomsten. De TPA-aanpak heeft bijvoorbeeld gelijkenissen met de aanpak van Amerikaanse *endowments*, maar het heeft ook raakvlakken met risicobudgettering, zoals door Nederlandse fiduciairs vaak wordt toegepast. Daarbij wordt het totale risicobudget verdeeld over risicobijdragen in plaats van kapitaalallocatie naar beleggingscategorieën. Dat is een methode die Achmea IM ook hanteert. Andere overeenkomsten zijn de centrale aansturing van het beheer van de beleggingsportefeuille via de periodieke cashallocatie. De Achmea IM aanpak staat weergegeven in figuur 1 en is in de praktijk een mengvorm van de SAA-aanpak en het originele TPA. Deze integrale aanpak zorgt voor een alerte blik op de asset allocatie in markten die in beweging zijn, voor efficiëntie in de uitvoering om onnodige transacties en marktimpact te voorkomen en monitoring van de relevante integrale risico's om naar de effectieve risico's te kijken.

Vaststellen van de portefeuille

Een beleggingsportefeuille die op basis van kapitaalallocatie naar meerdere beleggingscategorieën voldoende gespreid lijkt, kan onderliggend nog steeds sterk afhankelijk zijn van één risicofactor, zoals economische groei. In de Achmea IM aanpak wordt gewerkt aan effectieve spreiding naar achterliggende risicodrijvers en naar economische weertypes met als doel een robuuste strategische beleggingsportefeuille. We kaderen het beleggingsuniversum in op basis van de dominante risicopremie, portefeuillerol en risicocategorie. Daarnaast wordt er naar meerdere economische regimes gekeken (zie figuur 2). Het adagium is daarbij: *humble in forecasting* en *bold in diversification*. Ofwel: een robuuste portefeuille mikt niet alleen op beleggingscategorieën met het beste verwachte risico-rendementsprofiel in het basis-scenario, maar is voldoende weerbaar tegen verschillende economische weertypes.

Figuur 1: Verschil originele SAA-aanpak, TPA en Achmea IM aanpak

	Originele SAA-aanpak	Total Portfolio Approach (TPA)	Achmea IM aanpak
Vaststelling strategie	Vaste allocatie (%) over beleggingscategorieën	Dynamische allocatie door de tijd op basis van bijdrage aan het totaalresultaat	Vaste allocatie over beleggingscategorieën die periodiek / dynamisch bijgestuurd worden
Diversificatie	Via beleggingscategorieën / -strategieën	Via verschillende risicofactoren	Via beleggingscategorieën rekening houdend met risicocategorieën en gespreid over economische scenario's
Herbalanceren & cashbeheer	Periodiek naar (strategische) gewichten	Op basis van bijdrage aan doelstelling (geen normgewichten)	Smart rebalancing. Periodiek of bij afwijkingen naar strategische gewichten
Monitoring strategie	Infrequent	Continue, wanneer categorieën (relatief) aantrekkelijk zijn	Minimaal jaarlijkse toets op strategie via PC update, monitoren van tijdsvariërende risicopremies en financiële stress indicator
Team	Afzonderlijke teams per beleggingscategorie	Eén geïntegreerd team	Klantteam voor hele beleggingsketen + team per beleggingscategorie
Benchmark	Meerdere: per beleggingscategorie	Eén: de centrale doelstelling	Per beleggingscategorie en één overkoepelende doelstelling
Risico	Kenmerken per categorie en onderlinge correlaties	Onderliggende risicofactoren	Op totaalportefeuilleniveau en per categorie relevante dwarsdoorsnedes
Governance	Besturen, commissies, adviseurs	CIO is eindverantwoordelijk	Besturen, commissies, adviseurs, managers met risicoruimte
Aanpassing in allocatie	Infrequent	Wanneer aantrekkelijk	Strategisch infrequent, dynamisch frequenter n.a.v. bijvoorbeeld PC-update

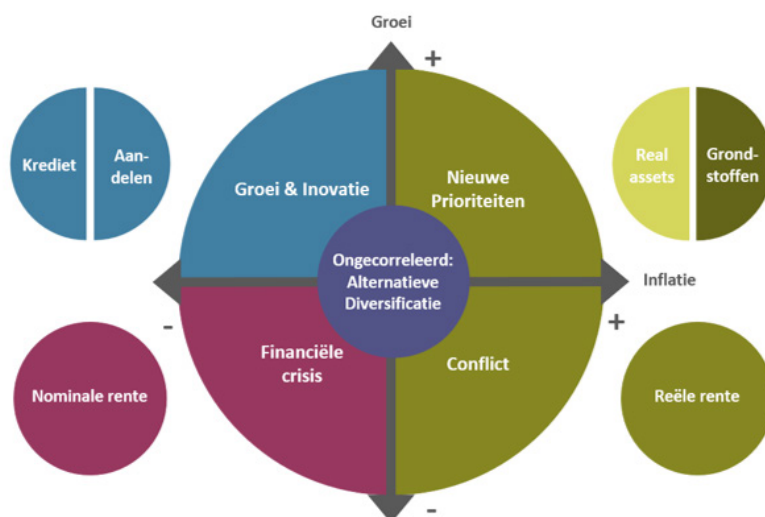
Bron: Achmea IM

Monitoren van de portefeuille

Na het vaststellen van de strategische portefeuille verschuift de focus naar het monitoren. Daarbij staat steeds de vraag centraal hoe de marktontwikkelingen doorwerken op het doel van het pensioenfonds, zowel in de strategische portefeuille als in het beheer daarvan. Bij TPA concurreren alle beleggingen met elkaar om een plek in de portefeuille. Er wordt continu gekeken welke belegging het meeste bijdraagt aan de centrale doelstelling. Omdat er geen vaste

gewichten zijn voor de beleggingscategorieën kan het kapitaal vrijelijk verschuiven naar de beleggingscategorieën die op dat moment het meeste bijdragen aan de doelstelling. Achmea IM toetst de SAA systematisch op marktontwikkelingen en beleggingsregimes en legt deze twee maal per jaar vast in (een update van) economische scenario's. Grote veranderingen in de verwachtingen kunnen leiden tot afwijkingen ten opzichte van de SAA of tot aanpassingen in de valuta-afdekking. Via de portefeuilleconstructiestudie

Figuur 2: Meer stabiliteit door spreiding over economische regimes en scenario's



Bron: Achmea IM

worden deze aanpassingen doorgerekend en getoetst of deze binnen het doel en de risicoruimte van het pensioenfonds passen. Momenteel stellen pensioenfondsbesturen de SAA en eventuele afwijkingen daarvan vast. Binnen TPA is het hoofd van de totale portefeuille, de verantwoordelijke Chief Investment Officer (CIO), eindverantwoordelijk voor de advisering en beheer van de beleggingsportefeuille.

De TPA-elementen zijn terug te vinden op drie onderdelen: bij het opstellen van de strategische portefeuille, bij het monitoren en bij het beheren van de portefeuille.

Beheer van de portefeuille

Onder de Wtp is het in samenhang beheren van de totale portefeuille alleen maar belangrijker geworden. De doelgewichten van de rendementsportefeuille, beschermingsportefeuille, kasstromen en valuta-afdekking veranderen immers maandelijks. Dit vereist een scherper beheer en uitvoering. In het portefeuillebeheer wordt daarom rekening gehouden met de te verwachten portefeuilleontwikkelingen. Hierbij worden bijvoorbeeld benaderingen gebruikt van de verwachte doelgewichten, maar ook geanticipeerd op mogelijke benchmark- of managerwissels of niet-reguliere premiestortingen en onttrekkingen. Dit noemen we ook wel *smart rebalancing*.

Een ander TPA-element uit de huidige praktijk is de integrale benadering van de beschermingsportefeuille. Deze portefeuille heeft doorgaans als doelstelling het rendement afgeleid uit de DNB-rentetermijnstructuur. Door monitoring van de verschillende componenten van de beschermingsportefeuille is er door veranderende marktomstandigheden verbetering te realiseren. Een voorbeeld daarvan is het heralloceren van rentegevoeligheid tussen staatsleningen en renteswaps, afhankelijk van de hoogte van de spread tussen de staats- en swaprente. Achmea IM hanteert daar een raamwerk voor. Daarnaast zijn voor goed beheer van de portefeuille dwarsdoorsnedes op totaalportefeuilleniveau van belang. Voorbeelden van relevante dwarsdoorsnedes ("lenzen") zijn de benutting van het actief risico van de totale liquide portefeuille, de blootstelling naar factoren in de totale aandelenportefeuille, de blootstelling aan illiquiditeit en de CO₂-reductie van de totale portefeuille.



Onder de Wtp is het in samenhang beheren van de totale portefeuille alleen maar belangrijker geworden.

Is TPA de toekomst?

TPA is geen kant-en-klaar product. Volledige implementatie van TPA geeft vergaande ruimte aan een CIO met een sterke centrale regie, gaat gepaard met een actief beleggingsbeleid en vergt een andere organisatie-inrichting en een cultuuromslag. Deze "pure vorm" van TPA wordt in Nederland voornamelijk niet toegepast. Maar belangrijke elementen uit TPA worden wel al door veel fiduciairs gehanteerd. Achmea IM past dit toe in de vaststelling van de strategische beleggingsportefeuille en in de monitoring en het beheer van de portefeuilles. Bij de SAA ligt de focus op effectieve spreiding over risicodrijvers en economische regimes. Bij de monitoring van de portefeuilles wordt rekening gehouden met tijdsvariërende risicopremies in de periodieke scenario-update. In het beheer van de portefeuille wordt de samenhang van de totale portefeuille steeds belangrijker. Kortom, volledige implementatie van TPA is voornamelijk een stap te ver, maar het biedt wel interessante aanknopingspunten en wordt verder doorontwikkeld.



Voor meer informatie

Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.

Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedInkanaal voor updates.

www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact

Neem voor meer informatie contact op met uw Accountmanager bij Achmea IM.

Of met Mark Bakker, Business Development Director,
Mark.Bakker@achmea.nl, +31 6 101 851 94.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.

De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op www.achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.