

Beleggingsbeleid onder de solidaire premieregeling



Zeist, 31 mei 2022

Wim Barentsen, Chief Strategist Achmea IM

Reinout van Tuyl, Sr. Investment Strategist Achmea IM

Coen van de Laar, Sr. Investment Strategist Achmea IM

Inleiding

De Nederlandse pensioenfondsen staan voor belangrijke veranderingen. Er wordt de komende jaren een overstap gemaakt van een stelsel met pensioentoezeggingen naar een stelsel met premietoezeggingen. De sociale partners moeten daarbij een keuze maken tussen de solidaire premieregeling (SPR) en de flexibele premieregeling (FPR). In deze notitie gaan wij nader in op de SPR en verkennen daarbij vooral de beleggingsinhoudelijke aspecten. Op een aantal punten maken we een vergelijking met de FPR. De beleggingsimplicaties van deze laatste regeling komen in een aparte notitie uitgebreider aan bod. We gaan in deze publicatie nog niet in op de solidariteitsreserve onder de SPR; deze behandelen we apart op een later moment.

Samenvatting

- Met betrekking tot het te voeren beleggingsbeleid zijn er drie belangrijke aandachtspunten:
 - De keuzes rondom de toedeling van beschermingsrendement
 - De mate waarin jongere leeftijdscohorten gebruik kunnen maken van een hefboom
 - De mate waarin het fonds eventueel reëel kan sturen
- De SPR kent op hoofdlijnen twee methodieken om beschermingsrendement toe te delen: **berekend** en direct **behaald**.
- De **berekende** methodiek biedt de meeste vrijheid om het beleggingsbeleid vorm te geven en lijkt daardoor vanuit beleggingsperspectief interessanter.
- De **behaalde** methodiek biedt ruimte om het beschermingsrendement (gedeeltelijk) een reëel karakter te geven en is potentieel interessant voor pensioenfondsen die nadrukkelijker reëel willen sturen.
- Het beleggingsbeleid bestaat onder de SPR impliciet dan wel expliciet uit twee portefeuilles: de rendementsportefeuille en een beschermingsportefeuille. De rendementsportefeuille dient voor kapitaalopbouw voor (primair) de jongere leeftijdscohorten en de beschermingsportefeuille voor (ten dele) inkomensstabiliteit en - bij een behaald beschermingsrendement - eventueel koopkrachtbehoud voor oudere leeftijdscohorten.
- Het gebruik van leverage in de toedelingsregels stelt jongere leeftijdscohorten in staat om op een efficiënte manier het verwacht rendement te verhogen. Analyses geven aan dat het verstandig is – voor zover dit past binnen de risicohouding - om een hogere hefboom te gebruiken in combinatie met een relatief robuuste rendementsportefeuille in plaats van een lagere hefboom en een meer geconcentreerde risicovolle portefeuille.
- Voor de invulling van de beschermingsportefeuille tekenen zich twee richtingen af: een beschermingsportefeuille bestaande uit alleen cash en swaps; en een ‘rendementsgedreven’ aanpak waarin o.a. staatsobligaties, hypotheek en credits worden opgenomen om er voor te zorgen dat er binnen het beschermingsdeel van de portefeuille geen lange termijn negatieve *drag* op het rendement ontstaat. In alle gevallen, zo specificeert de concept lagere regelgeving, dient het pensioenfonds de mate waarin de beschermingsportefeuille daadwerkelijk het beoogde beschermingsrendement oplevert vooraf te onderbouwen en de uitkomsten te monitoren
- De beleggingsportefeuille en wijze waarop rendementen worden verdeeld over leeftijdscohorten zijn straks sterk vervlochten. Bij de analyse van de vormgeving van de toedelingsregels (de impliciete lifecycle) in een ALM-studie is het daarom sterk aan te bevelen al vooraf rekening te houden met het beoogde beleggingsbeleid.
- De fundamentele beleggingsprincipes zullen onder de SPR niet veranderen. Dit betekent dat ook onder de SPR geldt dat:
 - De wereld fundamenteel onzeker is en een brede diversificatie over risicopremies en assets zeer wenselijk blijft.
 - Illiquiditeit (via de liquiditeitspremie) een aantrekkelijke manier is om het rendement te verhogen.
- Mismatch in de beleggingsallocatie zal bij een berekend beschermingsrendement neerslaan in het overrendement en daardoor vooral de resultaten van jongere leeftijdscohorten beïnvloeden. Het is van belang te monitoren in hoeverre deze mismatch structureel van aard is. De wetgever wil via lagere regelgeving regelen dat aldus rondom de deling van het renterisico geen onbedoelde effecten worden geïntroduceerd. Hier moeten op een later moment duidelijk onderbouwde grenzen aan worden gesteld.

De verschillen tussen SPR, FTK en FPR

Bij de vormgeving van een pensioenregeling als solidaire premiereregeling is er een groot aantal vrijheidsgraden. De vrijheidsgraden behelzen keuzes omtrent onder meer de premie, het meten van de risicobereidheid van de deelnemer, de wijze waarop de risicovoorkeuren van deelnemers worden vertaald, de invulling van beleggingsbeleid en de regels rondom toedeling van het rendement.

Het doel van deze publicatie is bij te dragen aan begripsvorming rond de SPR, maar nog niet om besluitvorming te onderbouwen. Hiertoe zetten we in deze notitie kort de belangrijkste verschillen tussen de SPR ten opzichte van het FTK en de FPR uiteen. Hierbij richten we ons op de aspecten die van belang zijn voor het beleggingsbeleid. Vervolgens analyseren we een aantal aspecten waarvan de invulling anders of nieuw is onder de SPR.

Het gaat om:

- de consequenties van mismatch tussen de totale beleggingsportefeuille en de bottom-up risicoblootstelling van deelnemers;
- het gebruik van het loslaten van de leenrestrictie in het optimaliseren van het risicorendementsprofiel van de portefeuille;
- reëel sturen.

De wet- en regelgeving rondom de SPR is nog niet definitief. Recent publiceerde het kabinet een licht geamendeerd wetvoorstel toekomst pensioenen en een ontwerp van de benodigde lagere regelgeving. Het lijkt waarschijnlijk dat deze teksten gedurende het wetgevingstraject op onderdelen nog zullen worden aangepast. Wij zullen in de toekomst in meer detail over de beleggingsimplicaties van deze regeling schrijven. De in deze notitie geschetste mogelijkheden en valkuilen van de SPR zullen dus mogelijk nog veranderen. De analyses zijn vooral bedoeld om een aantal beleggingsrelevante punten te illustreren. Afhankelijk van de specifieke kenmerken van pensioenfondsen en de keuzes rondom de invulling van de SPR pakken resultaten anders uit.

DE SOLIDAIRE PREMIEREGELING IN HET KORT

De solidaire premiereregeling in het kort

Met de invoering van de solidaire premiereregeling beoogt de overheid de goede elementen van het huidige FTK te combineren met de voordelen van een individueel systeem. De solidaire premiereregeling maakt het mogelijk een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid te combineren met voordelen van een collectief beheerd vermogen. Tabel 1 geeft een overzicht van de belangrijkste eigenschappen van de SPR en de – tevens nieuwe, maar in deze notitie niet verder besproken – Flexibele Premiereregeling (FPR) ten opzichte van het huidige Financieel Toetsingskader (FTK).

Tabel 1 Belangrijkste kenmerken van de verschillende pensioenregelingen

Eigenschap / kenmerk	Financieel Toetsingskader (FTK)	Solidaire Premiereregeling (SPR)	Flexibele Premiereregeling (FPR)
Toetsing beleid	Haalbaarheidstoets	Toetsing risicohouding deelnemers	Toetsing risicopreferentie deelnemers
Restricties beleggingsbeleid	Vereist Eigen Vermogen beperkt beleggingsmogelijkheden bij lage dekkingsgraad	Collectief risicobudget afhankelijk van preferenties deelnemers	Individueel risicobudget
Risicohouding	Voor alle deelnemers gelijk	Differentiatie naar leeftijd	Differentiatie in leeftijd en beleggingsprofiel
Invulling beleggingsbeleid	Een collectief beleggingsbeleid	Collectief belegd vermogen met individuele toedeling via toedelingsregels	Individueel belegd vermogen op basis van expliciete gestandaardiseerde lifecycles
Leenrestrictie opheffen	Leverage van risicovolle assets niet toegestaan op collectief niveau. Door de	Toegestaan, individuele blootstelling mag pensioenvermogen overtreffen	Niet toegestaan

	inzet van swaps kan er wel sprake zijn van leverage.		
Afdekking renterisico	Op basis van totale kasstroom	Individueel via toedelingsregels. Afhankelijk van de keuzes rondom bescherming in de impliciete lifecycle.	Leeftijdsafhankelijk: verwachting is een toenemende afdekking bij toenemende leeftijd. In opbouwfase duratiegedreven afdekking (op basis van allocatie) in uitkeringsfase kasstroom gedreven afdekking mogelijk
Collectieve buffer	Vereist eigen vermogen (VEV). Mag niet worden uitgedeeld	Solidariteitsreserve. Kan worden ingezet om effecten te compenseren die vooral bepaalde leeftijdscohorten raken	Keuze-optie in kader van verplichtstelling voor bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen
Opbouw- en uitkeringsfase	Geen onderscheid	Geen scheiding tussen opbouw- en uitkeringsfase, vermogen blijft in beide fases aanwezig in dezelfde collectieve beleggingsportefeuille	Gescheiden fases, deelnemer heeft richting pensioen keuze uit vast pensioen (inkopen) of variabel pensioen (doorbeleggen). In dat laatste geval maximaal 10 jaar voor pensionering inkoop mogelijk in doorbeleggingsvehikel (CVP, Collectief Variabel Pensioen).
Illiquiditeit	Veel ruimte om illiquide beleggingen aan de portefeuille toe te voegen.	Afhankelijk van de keuzes rondom toedelingsregels	Beperkte mogelijkheden. Liquiditeit moet binnen de onderliggende fondsen worden gemanaged
Vaststelling uitkering	Bij de premiebetaling worden pensioenaanspraken ingekocht. Deze kunnen eventueel later nog worden geïndexeerd of gekort.	Na pensioneren op basis van persoonlijk vermogen en projectierendement	Na pensioneren op basis van persoonlijk vermogen en projectierendement

De SPR stelt pensioenfondsen voor een aantal belangrijke beleggingskeuzes

De SPR kent een groot aantal vrijheidsgraden in de vormgeving van de regeling en het beleggingsbeleid. Keuzes rondom de toedelingsregels hebben consequenties voor de invulling van het beleggingsbeleid en vice versa. Door de combinatie van individueel pensioenvermogen met een collectief beleggingsbeleid en toedelingsregels kunnen ogenschijnlijk kleine keuzes rond beleggingen een grote impact hebben op de ontwikkelingen van de (te verwachten) individuele pensioenuitkeringen van deelnemers. Het is dus van groot belang dat in de opzet van het beleggingsbeleid goed wordt nagedacht over de mogelijke consequenties voor verschillende leeftijdscohorten. Het gaat hierbij onder andere om:

1. De keuze voor toedelingsregels op basis van een 'berekend' dan wel een 'behaald' beschermingsrendement
2. De mate van toegestane afwijking tussen de feitelijke blootstelling van de totale portefeuille aan rendement en bescherming en de blootstelling die wordt geïmpliceerd door de onderliggende impliciete lifecycle-allocatie.
3. De mate van gebruik van leverage in de gehanteerde toedelingsregels en de onderliggende collectieve portefeuille.

De beleggingsprincipes veranderen niet, de randvoorwaarden wel

Bij een goede beleggingsportefeuille wordt onder andere de hoeveelheid rendement per eenheid risico gemaximeerd en worden niet beloofde, ongewenste risico's (ten dele) gehedged. Dit zijn universele,

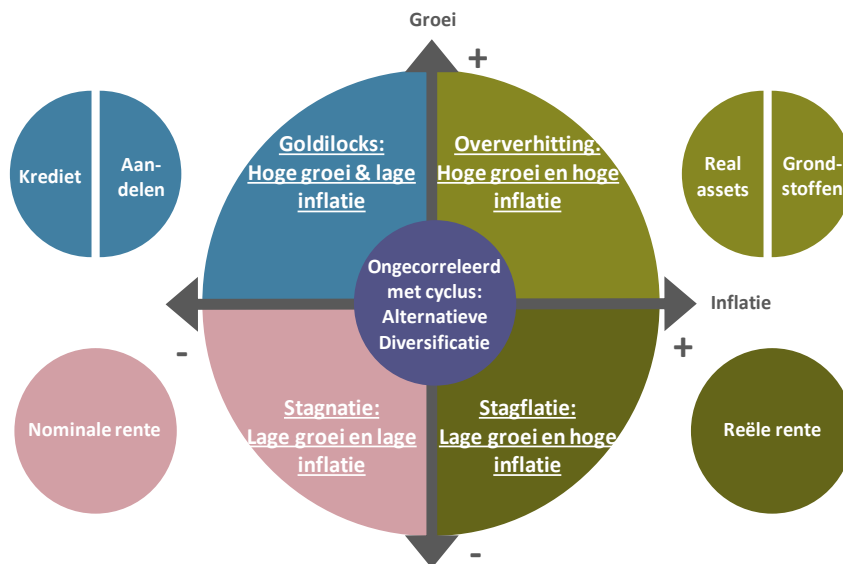
wetenschappelijk onderbouwde uitgangspunten die zowel relevant zijn binnen het huidige toezichtkader FTK als in het nieuwe pensioenstelsel.

Wat wel verandert zijn de randvoorwaarden en de doelstelling waarmee wordt belegd. De beleggingsprincipes – de investment beliefs t.a.v. financiële markten en beleggen in het algemeen - zijn het vertrekpunt bij de vormgeving van de beleggingsportefeuille waarmee die doelstelling het best behaald kan worden. De beleggingsprincipes zijn in beginsel niet afhankelijk van de achtergrond waar tegen wordt belegd.

Voldoende spreiding blijft bijvoorbeeld belangrijk en illiquiditeit blijft, mits hanteerbaar in de specifieke context, een aantrekkelijke manier om het rendement te verhogen. De achtergrond waar tegen belegd verandert door het nieuwe pensioenstelsel wel. De doelstelling wordt binnen de SPR meer individueel en krijgt nadrukkelijker een lifecycle-karakter. Dat kan bijvoorbeeld invloed hebben hoe tegen een passende inzet van een rentehedge wordt aangekeken. Een en ander betekent dat de context invloed heeft op hoe de beleggingsprincipes hun vertaling krijgen in het beleggingsbeleid.

Figuur 1 Effectieve spreiding over verschillende risicobronnen blijft ook onder de SPR van belang

Meer stabiliteit door spreiding over economische schokken



Bron: Achmea IM

Het beleggingsproces rondom de SPR vraagt om uitgebreider onderzoek naar de voorkeuren van deelnemers

Onder de SPR is er geen sprake van een collectieve dekkinggraad, maar heeft iedere deelnemer een eigen pensioenvermogen met een leeftijdsafhankelijk risico-rendementsprofiel. Hierdoor is het mogelijk gericht risico's en rendementen toe te delen. Hiertoe dient per leeftijdscohort een risicohouding te worden vastgesteld door het bestuur. Voor deze risicohouding is een risicopreferentieonderzoek naar de risicovoorkeuren van deelnemers noodzakelijk. Dit onderzoek moet tenminste elke vijf jaar plaatsvinden. Op basis van de risicohouding per leeftijdscohort legt een pensioenfonds toedelingsregels, inclusief afspraken over de solidariteitsreserve, vast. Deze toedelingsregels definiëren een impliciete lifecycle¹ waaraan de individuele pensioenvermogens van de deelnemers zijn blootgesteld. In de praktijk zal de vaststelling van de toedelingsregels en het collectieve beleggingsbeleid gebeuren via een iteratief proces: telkens zal een van de variabelen worden aangepast totdat een – voor het fonds – optimale combinatie van beleggingsbeleid en toedelingsregels ontstaat.

¹ Onder de SPR hoeft het totale beleggingsbeleid niet precies aan te sluiten op het beleggingsbeleid dat volgt uit de blootstelling op basis van de geaggregeerde toedelingsregels. De term impliciet geeft aan dat er niet precies volgens de toedelingsregels hoeft te worden belegd voor de deelnemers, in tegenstelling tot onder de FPR waar dit wel het geval is.

Een bottom-up opbouw van het beleggingsbeleid ligt voor de hand

De totale beleggingsportefeuille dient zoveel mogelijk aan te sluiten op de geaggregeerde individuele blootstelling aan risico en rendement op basis van de toedelingsregels. Hierdoor wordt voorkomen dat beleggingsresultaten uit de pas gaan lopen met hetgeen de deelnemers op basis van de toedelingsregels zouden verwachten. Vanuit de wet wordt geëist² dat de collectieve beleggingsportefeuille past bij de toedelingsregels. De risicohouding geeft hierbij een bandbreedte voor het risico in het beleggingsbeleid, gebaseerd op uniforme risicomaatstaven (en de Uniforme Rekenmethodiek (URM)). Deze risicomaatstaven richten zich voor de opbouwfase op het maximaal aanvaardbare risico (de pensioenuitkering in een pessimistisch scenario) en de doelstelling (pensioen in een verwacht scenario).

Voor de uitkeringsfase gelden dezelfde risicomaatstaven plus een risicomaatstaf die kijkt naar het risico op de langere termijn. Het lijkt daarom voor de hand te liggen om de inrichting van de beoogde beschermings- en rendementsportefeuille als startpunt te hanteren voor de opbouw van het beleggingsbeleid. Op basis hiervan (en de ambitie en risicohouding) worden de toedelingsregels per cohort vormgegeven. Vervolgens kan via aggregatie het totaal van het collectieve beleggingsbeleid vorm krijgen. Een belangrijk aandachtspunt in de praktijk is vervolgens de mate van afwijking tussen de daadwerkelijke portefeuille en de geaggregeerde som van blootstellingen van de deelnemers van het fonds.

Het is verstandig in het ontwerp van een SPR rekening te houden met de verdere verfijning van het beleggingsbeleid

In het onderzoek naar de risicohouding van deelnemers wordt gebruik gemaakt van de Uniforme Rekenmethodiek (URM). Deze scenario's kennen (vooralsnog) niet de mate van detail die nodig is om te differentiëren tussen verschillende beleggingscategorieën. In de praktijk zal het beleggingsbeleid daarom nader worden bepaald in een aanvullende portefeuilleconstructiestudie.

De memorie van toelichting stelt dat de risicohouding de bandbreedte bepaalt waarbinnen de verfijning van het beleggingsbeleid kan plaatsvinden. Het lijkt zinvol om ook bij de vaststelling van de toedelingsregels en het beleggingsbeleid op hoofdlijnen al na te denken over de consequenties daarvan voor de nadere invulling van het beleggingsbeleid. Het ligt voor de hand om deze ALM-analyse in ieder geval na iedere herijking van de risicohouding plaats te laten vinden (dus minimaal eens in de vijf jaar). Daarnaast komt er de verplichting om eenmaal per jaar te toetsen of de huidige beleggingsportefeuille nog aansluit op de marktomstandigheden en doelstellingen van het pensioenfonds.

De opbouw van het rendement onder de SPR

Onder de solidaire premiereregeling hebben deelnemers een individueel pensioenvermogen waarop periodiek (maandelijks of jaarlijks) een rendement wordt bijgeschreven. Dit rendement bestaat uit twee componenten: het *beschermingsrendement* en het *overrendement*. Voor de toedeling van de financiële risico's worden deze als volgt opgebouwd³:

- **Beschermingsrendement:**
 - Premie voor het verstrijken van de tijd: Alle pensioenvermogens krijgen voor 100% van hun vermogen een premie voor het verstrijken van de tijd. Dit is in de praktijk voor iedere deelnemer de 1-jaarsrente op zijn/haar pensioenvermogen.
 - Bescherming tegen renterisico: Leeftijdsafhankelijk wordt via blootstelling aan een passende duratiefactor het uitkeringspotentieel van een deel van het pensioenvermogen beschermd tegen fluctuaties van de rente. Hierdoor wordt dus de (verwachte) nominale pensioenuitkering (ten

² Uit de memorie van toelichting: "Een andere wettelijke bepaling ten behoeve van een goede werking van de mechanismen die hierboven zijn beschreven en dus voor een optimale risicodeling, is dat de collectieve beleggingsportefeuille van de pensioenuitvoerder en de verdeelregels passen bij de risicohouding per leeftijdscohort. Een grote mismatch tussen de ex-ante vastgestelde beschermingsrendementen en de feitelijke collectieve beschermingsportefeuille wordt hiermee voorkomen."

³ Naast de financiële risico's zullen ook het micro-langlevensrisico en het macro-langlevensrisico een impact hebben op de te verdelen rendementen. Omdat we ons in deze notitie richten op de consequenties voor het beleggingsbeleid gaan we er in de analyses vanuit dat deze risico's neutraal uitpakken (er wordt geen winst of verlies op geboekt). Bij de vormgeving van een solidaire premiereregeling dient men zich ervan bewust te zijn dat het effect van deze posten – afhankelijk van de samenstelling van het deelnemersbestand en de wijze van toedeling van deze risico's – een significante impact op de verdeling van rendementen kan hebben.

dele) gestabiliseerd. Voor oudere leeftijdscohorten zal deze bescherming naar verwachting hoger liggen dan bij jongere leeftijdscohorten.

- **Overrendement:**

- Het overrendement is het feitelijk behaalde collectieve rendement verminderd met de toegekende beschermingsrendementen. Omdat het overrendement bij een berekend beschermingsrendement de facto een restpost is, zullen effecten van zaken als rentemismatch, kosten, *cash-drag* (minder rendement doordat portefeuilles niet volledig belegd zijn), etc. ten laste of bate van het overrendement komen, zij het dat hier door het pensioenfonds wel grenzen aan moeten worden gesteld.

Keuze tussen twee vormen van toedelingsregels: berekend vs. behaald

In de memorie van toelichting is ruimte gecreëerd om vooraf een schot te plaatsen tussen een beschermingsportefeuille en de rendementsportefeuille (de delen van de portefeuille waarmee respectievelijk het beschermingsrendement en het overrendement worden gegenereerd). Hierdoor is het overrendement niet langer een restpost die nadelig wordt beïnvloed door ruis in o.a. de renteafdekking. In plaats van een theoretisch 'berekend' beschermingsrendement krijgen deelnemers in dit geval een direct 'behaald' beschermingsrendement – het rendement dat feitelijk is gerealiseerd op de beschermingsportefeuille. Afwijkingen, positief dan wel negatief, ten opzichte van een dan fictief berekend beschermingsrendement komen dan ten laste van dan wel ten goede aan de ontvangers van beschermingsrendement. Bij de keuze voor een 'berekend' of een 'behaald' beschermingsrendement moet een afweging worden gemaakt tussen een aantal voor- en nadelen.

Een 'berekend' beschermingsrendement geeft oudere leeftijdscohorten het meeste zekerheid en biedt flexibiliteit

De methode met een 'berekend' beschermingsrendement heeft de volgende voordelen:

- Het beschermingsrendement sluit volledig aan bij de actuariële waardeontwikkeling. Dit betekent dat er bij 100% bescherming (en geen blootstelling naar het overrendement) zekerheid is dat de nominale pensioenuitkering niet hoeft te worden verlaagd;
- De aansluiting tussen de beschermingsportefeuille en de impliciete toedeling van beschermingsrendement hoeft niet perfect te zijn, maar mag binnen grenzen afwijken;
- Er is in principe sprake van één ongedeelde beleggingsportefeuille. Dit biedt relatief veel ruimte voor leverage en illiquiditeit (het is eenvoudiger om onderpand vrij te maken);
- Meer flexibiliteit bij de aansturing van de beleggingsportefeuille.

Enkele nadelen zijn:

- Onder deze systematiek komt alle ruis (basisrisico, mismatch kosten, allocatie, etc.) ten laste van het overrendement. Onder de veronderstelling dat dit zich op langere termijn uitmiddelt, hoeft dit niet nadelig te zijn voor de hoogte van het behaalde overrendement. Het maakt het wel volatieler;
- Doordat veel van deze effecten gelijktijdig optreden is de 'berekende' methodiek minder transparant en moeilijker uitlegbaar richting deelnemers en besturen;
- Er is geen mogelijkheid om een aparte beschermingsportefeuille in te richten met hoger renderende asset of inflatie-gerelateerde assets⁴ om zodoende oudere leeftijdscohorten meer zicht op koopkrachtbehoud te geven. Het opnemen van hogere renderende assets / inflatiegevoelige assets zal alleen van invloed zijn op het vermogen dat bloot is gesteld aan overrendement en niet op het vermogen dat blootgesteld is aan het beschermingsrendement.

Een 'behaald' beschermingsrendement is transparanter en voorkomt dat de renteafdekking het overrendement nadelig beïnvloedt

De 'behaalde' methode voor berekening van het beschermingsrendement heeft de volgende voordelen:

- Duidelijke scheiding tussen bescherming en rendement. Ruis in de renteafdekking komt niet ten laste van het overrendement maar wordt verdeeld onder de ontvangers van beschermingsrendement.
- Transparanter in de communicatie richting deelnemers.

⁴ In de memorie van toelichting wordt over deze mogelijkheid geen expliciete uitspraak gedaan. In uitwerking van de lagere regelgeving wordt waarschijnlijk uiteengezet aan welke eisen een aparte beschermingsportefeuille precies moet voldoen.

- Eventueel de mogelijkheid om assets als hypotheek, credits en private debt aan de beschermingsportefeuille toe te voegen en de rendementen hiervan toe te delen aan de ontvangers van beschermingsrendement. De mate waarin deze portefeuille het beoogde beschermingsrendement (gedefinieerd zonder kredietrisico) afdekt moet daarbij op basis van ALM-analyses worden onderbouwd.

Enkele nadelen zijn:

- Minder flexibiliteit ten aanzien van leverage en illiquiditeit. De collectieve portefeuille wordt immers in twee of meer deelportefeuilles opgedeeld.
- Goede berekening van het rendement van beschermings- en rendementsportefeuille is essentieel. Dit heeft impact op de complexiteit van de beleggingsadministratie en performance meting en betekent daardoor extra kosten.
- Er moeten expliciete regels worden opgesteld hoe om wordt gegaan met leverage (kosten, storten onderpand, etc.)

Meer duidelijkheid beschermingsportefeuille; ook nog vragen

In de Memorie van Toelichting en het voorstel voor lagere regelgeving worden de randvoorwaarden om uit te gaan van een behaald beschermingsrendement verder uiteengezet. Inmiddels is duidelijk dat bij een behaald beschermingsrendement de beschermingsportefeuille ook inflatiegevoelige assets mag bevatten. Wel moet ook dan de mate waarin het nominale renterisico per cohort beschermd wordt, onderbouwd worden. Minder duidelijkheid bestaat voornamelijk over de verhouding tussen de beschermingsportefeuille en de rendementsportefeuille als het gaat om zaken als leverage en onderpand en als het gaat om de wijze van toedeling van behaalde beschermingsrendementen aan de deelnemers.

- **Reële ambities beschermingsportefeuille:** het lijkt straks mogelijk om de beschermingsportefeuille mede in te richten met assets zoals hypotheek en ILB's. Zo kan de feitelijk geleverde bescherming (deels) een reëel karakter krijgen. Wel vindt de wetgever dat de mate waarin dit ten koste gaat van de bescherming tegen het nominale renterisico bewaakt moet worden. Zo zal o.a. per opgenomen beleggingscategorie kwantitatief moeten worden onderbouwd in welke mate deze bijdraagt aan bescherming tegen het nominaal renterisico. Er lijkt met andere woorden ten opzichte van eerdere voorstellen meer ruimte te komen voor reële ambities via de beschermingsportefeuille, maar dit wel uitdrukkelijk in de context van een beheersing van het nominale renterisico.
- **Lenen van de beschermingsportefeuille aan de overrendementsportefeuille:** bij een behaald beschermingsrendement wordt een schot geplaatst tussen de beschermingsportefeuille en de overrendementsportefeuille. Indien de bedoeling is dat jongeren een grotere allocatie naar zakelijke waarden krijgen dan op basis van hun vermogen alleen mogelijk zou zijn (door op heffing van de leenrestrictie), zou er vanuit de beschermingsportefeuille aan de overrendementsportefeuille moeten worden geleend. Het is niet duidelijk of en hoe dit in het geval van een behaald beschermingsrendement precies vorm zou moeten krijgen. In ieder geval zouden er rondom een dergelijke lening expliciete afspraken moeten worden vastgelegd over de te verrekenen kosten en de wijze waarop onderpand kan worden vrijgemaakt. In geval er wordt gewerkt met een berekend beschermingsrendement en dus één collectieve portefeuille blijft e.e.a. impliciet en treden deze complicaties niet op.
- **Verdere toedeling binnen de beschermingsportefeuille:** de (toekomstige) pensioenuitkeringen van deelnemers binnen de beschermingsportefeuille hebben afhankelijk van hun leeftijd een specifiek kasstroomprofiel. Om deelnemers een passende bescherming te geven is het mogelijk om de beschermingsportefeuille uit een aantal deelportefeuilles met verschillende duraties op te bouwen en deelnemers een bij hun leeftijd passende allocatie naar deze deelportefeuilles te geven. Het is nog niet duidelijk of er ook een mogelijkheid zal zijn om alle deelnemers aan een collectieve beschermingsportefeuille deel te laten nemen en het behaalde beschermingsrendement vervolgens op basis van een actuariële verdeelsleutel leeftijdsafhankelijk toe te delen.

Verschillende vormen van 'behaald' beschermingsrendement: collectief en individueel

Binnen een systematiek gebaseerd op een behaald beschermingsrendement kunnen twee subtypen worden onderscheiden: een gescheiden collectieve beschermingsportefeuille en een gescheiden individuele beschermingsportefeuille. In dit laatste geval lijkt de portefeuille sterk op een portefeuille onder de flexibele

premieregeling (FPR) waarbij deelnemers in de beschermingsportefeuille leeftijdsafhankelijk alloceren naar verschillende LDI-portefeuilles om zodoende het renterisico af te dekken. We denken dat bij een dergelijke invulling van de SPR de dusdanig op een FPR lijkt dat het logischer en praktischer is dan voor een FPR te kiezen. Volledigheidshalve nemen we deze optie in onderstaande tabel wel mee.

Tabel 2 Vergelijking verschillende vormen toedelingsregels

	Berekend	Behaald (collectief)	Behaald (individueel)
Vaststelling beschermingsrendement	Vastgesteld o.b.v. de waardeontwikkeling van fictieve aanspraken die worden verdisconteerd met de DNB swapcurve	Afgeleid van het rendement van de collectieve beschermingsportefeuille	Het gerealiseerde rendement op individuele bescherming beleggingsfondsen/mandaten beschermingsbeleggingspools
Overrendement	Portefeuillerendement -/- berekend rendement	Rendement rendementsportefeuille (-/- kosten leverage)	Rendement individuele rendementsportefeuille
Flexibiliteit in aansturing allocatie	Groot. In grote lijnen dezelfde flexibiliteit als onder het FTK. Er dient wel rekening te worden gehouden met het effect van keuzes voor de verschillende leeftijdscohorten.	Matig. Het schot tussen de rendements- en beschermingsportefeuilles betekent dat er minder flexibiliteit om is assets heen en weer te schuiven	Minder dan bij collectief. Door meerdere losstaande portefeuilles beperkte flexibiliteit om ad hoc af te wijken van het vastgestelde beleggingsbeleid en vermogen tussen verschillende portefeuilles te verschuiven
Leverage	Impliciet via toedelingsregels. Gaat gepaard met hogere allocatie vermogen naar rendementsdeel portefeuille.	Indien mogelijk via hogere allocatie naar rendementsportefeuille. Afspraken over onderpand en de kosten van leverage zijn noodzakelijk	Alleen mogelijk door binnen portefeuilles te lenen dan wel de inzet van derivaten binnen de portefeuilles
Illiquiditeit in de portefeuille	In grote lijnen gelijk aan de huidige situatie onder het FTK. Mogelijk is er meer ruimte om illiquide te beleggen door lagere renteafdekking en het wegvallen van het VEV	De ruimte voor illiquiditeit wordt mogelijk negatief beïnvloed door afspraken over onderpand tussen rendement- en beschermingsportefeuille	Liquiditeitsbeleid zal in beginsel volledig in onderliggende portefeuilles moeten worden vormgegeven
Verskil behaald en theoretisch benodigd beschermingsrendement	Het resultaat tussen het behaalde en benodigde beschermingsrendement komt ten laste / bate van het overrendement	Het resultaat wordt gespreid verdeeld onder de personen met een blootstelling aan het beschermingsrendement	Het resultaat wordt binnen de beschermingsportefeuilles individueel toegerekend. Afhankelijk van de precieze invulling van de individuele beschermingsallocatie zal het effect kleiner of groter kunnen zijn.

Bron: Achmea IM

EEN ANALYSE AAN DE HAND VAN VIER VOORBEELDEN

Analyse aan de hand van vier persona's

Onder de SPR is er geen sprake meer van een collectieve graadmeter om de financiële situatie van het pensioenfonds te bepalen. Iedere deelnemer heeft een eigen pensioenvermogen waaruit na pensionering de pensioenuitkeringen worden betaald. Door de expliciete toedeling van de beleggingsresultaten zal het beleggingsbeleid jaarlijks en waarschijnlijk ook op langere termijn anders uitpakken voor de individuele pensioenvermogens van verschillende leeftijdscohorten. Om dit inzichtelijk te maken is van belang te kijken naar de effecten van keuzes voor verschillende leeftijdscohorten. Een manier om dit inzicht te krijgen is door te kijken naar verschillende maatmensen die ieder een ander leeftijdscohort vertegenwoordigen. In deze analyse kijken we naar vier voorbeeldmensen om een idee te krijgen van de effecten. Deze maatmensen zijn weergegeven in Tabel 1.

Tabel 3 Persona's - maatmensen

	Bianca	Tom	Daphne	George
Leeftijd	30	50	68	99
Salaris	30.000	35.000	0	0
Premie / uitkering	3.000	6.000	-25.050	-18.711
Opgebouwd vermogen	10.000	150.000	500.000	50.000

Bron: Achmea IM

De uitgangspunten van de analyse

Een groot en complex contract als de solidaire premiereregeling is niet eenvoudig te vangen in een enkele analyse. De SPR kent een groot aantal vrijheidsgraden die allemaal een impact (kunnen) hebben op de resultaten van verschillende deelnemerscohorten. Daarnaast is een vraag op welke manier de resultaten van verschillende keuzes goed met elkaar kunnen worden vergeleken. In deze berekeningen richten we ons op een beleggingshorizon van 15 jaar zoals ook nu meestal in ALM-studies wordt gehanteerd. Bij een analyse waarin vooral wordt gekeken naar het pensioenresultaat van een deelnemer is de beleggingshorizon een grote onzekere factor. De resultaten van een 80-jarige met een horizon van circa 10 jaar worden dan immers vergeleken met de resultaten van een 30-jarige met een horizon van circa 60 jaar. De 50 jaar die de 30-jarige langer belegt dan de 80-jarige kunnen een totaal ander karakter hebben dan de 10 eerste jaren. Deze berekeningen leunen daardoor sterk op de aanname dat de economie en de financiële markten zich op zeer lange termijn op eenzelfde manier gedragen als op de middellange tot lange termijn.

Horizon: 15 jaar. In meeste berekeningen rondom de invulling van de SPR wordt een horizon van 60 jaar gehanteerd. Hiermee kan over de totale levensduur van deelnemers worden bekeken wat het verwachte effect op het genoten pensioen is. Omdat de focus in deze notitie op beleggingen ligt, beperken we ons tot een horizon van 15 jaar conform de horizon die nu doorgaans ook in ALM-studies wordt gebruikt.

Frequentie: jaarbasis. In de praktijk zullen rendementen onder de SPR waarschijnlijk op maandbasis worden verrekend om te voorkomen dat kapitalen en (ongerealiseerde) rendementen teveel uit de pas gaan lopen. Over een langere horizon zal het effect hiervan hoogstwaarschijnlijk uitmiddelen.

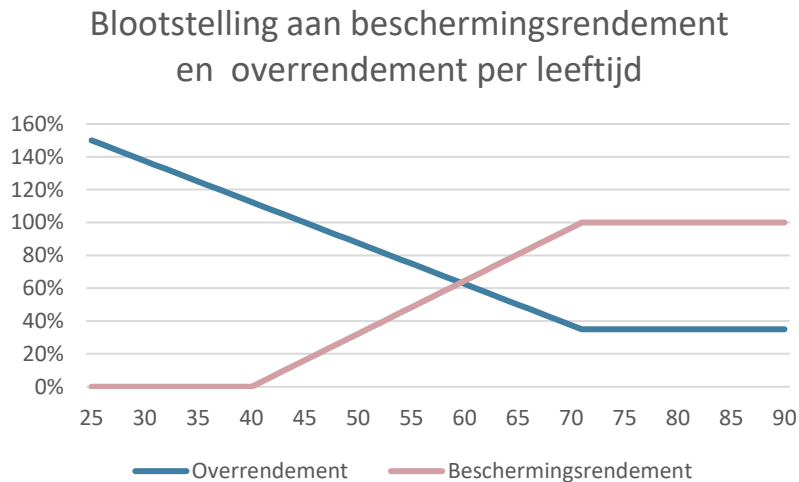
Economie: we hanteren ons basisscenario "2L – Debt Trap".

Beleggingsbeleid: Als vertrekpunt van de analyse wordt voor de gediversifieerde overrendementsportefeuille een portefeuille gehanteerd die verdeeld is over de vier risicofactoren: 20% renterisico, 50% aandelen-/kredietrisico, 20% inflatierisico en 10% alternatieve diversificatie.

Deelnemersbestand: In de berekeningen wordt uitgegaan van een fictief pensioenfonds waaraan alleen de maatmensen deelnemen.

Toedelingsregels: in de analyse wordt uitgegaan van de in Figuur 2 getoonde blootstelling naar overrendement en beschermingsrendement. Deze impliciete lifecycle komt overeen met degene die onder andere in de berekeningen van het CPB⁵ is gehanteerd.

Figuur 2 De in de analyses gehanteerde impliciete lifecycle



Bron: Achmea IM

Analys 1 – Het reële perspectief onder de SPR

Wanneer een fonds kiest voor een berekend beschermingsrendement wordt deze gebaseerd op de nominale rentetermijnstructuur. In zo'n geval heeft het beschermingsrendement dus een zuiver nominaal karakter. Een gepensioneerde met 100% allocatie naar beschermingsrendement heeft een grote nominale zekerheid. Er is echter een aanzienlijk risico dat inflatie op termijn de koopkracht verder uitholt. Er zijn in grote lijnen twee mogelijkheden om de koopkracht van gepensioneerden toch te ondersteunen:

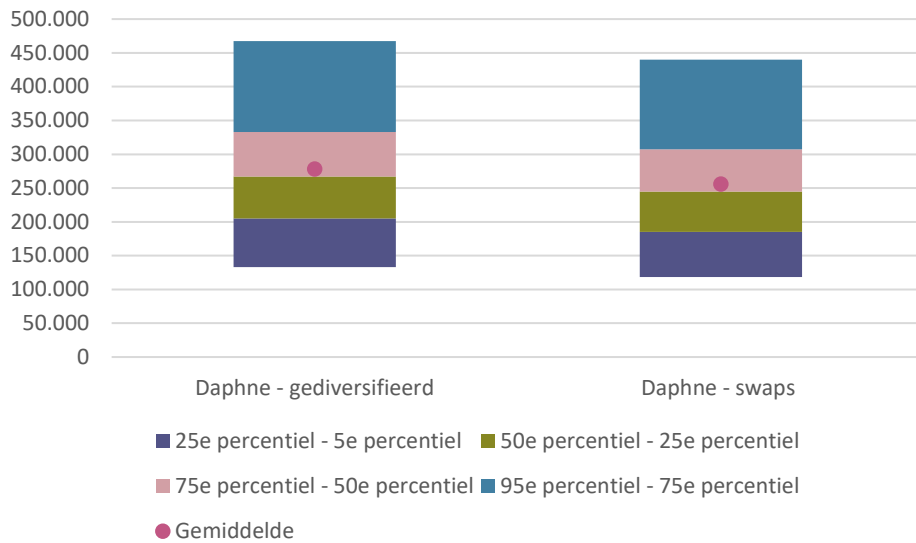
- Door gepensioneerden blootstelling te geven aan de overrendementsportefeuille blijft indexatie potentieel behouden. De keerzijde hiervan is dat hierdoor de pensioenuitkering minder stabiel wordt.
- Indien er gebruik wordt gemaakt van een gescheiden beschermings- en overrendementsportefeuille kan de beschermingsportefeuille (deels) worden ingericht met inflatie-gerelateerde beleggingen zoals ILB's. Hierdoor krijgt het beschermingsrendement een meer reëel karakter.

In de analyse wordt gekeken naar de meerwaarde van een beschermingsportefeuille die alleen bestaat uit swaps t.o.v. van een gediversifieerde beschermingsportefeuille met een meer reële doelstelling⁶. De rendements- en beschermingsportefeuilles blijven onder beide varianten qua omvang hetzelfde. In onderstaande grafiek is voor de twee gepensioneerde voorbeeldmensen (Daphne en George) getoond wat het effect op het reële DC-kapitaal is van deze twee beschermingsportefeuilles.

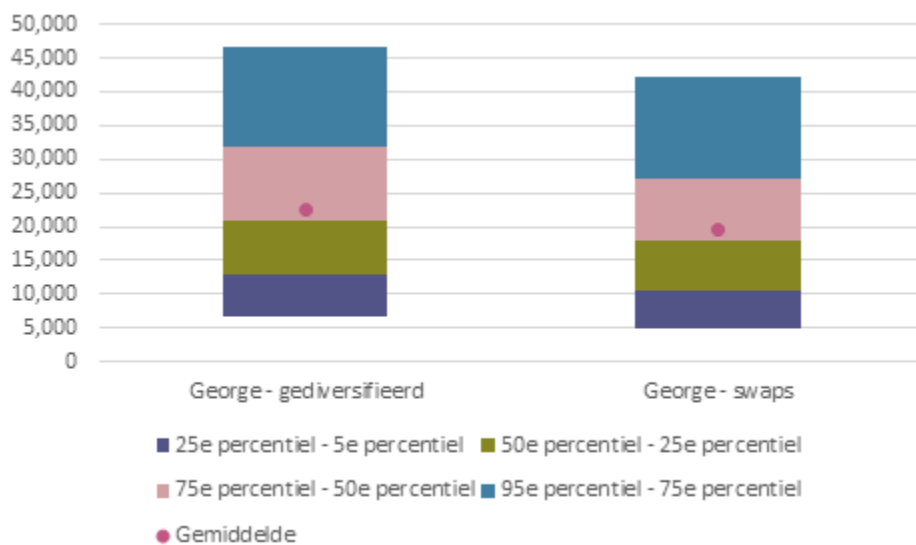
⁵ <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Notitie-juni2020-Nieuwe-pensioenregels.pdf>

⁶ De gediversifieerde beschermingsportefeuille bestaat uit 50% swaps en ieder 12,5% staatsobligaties, ILB's, hypotheek en credits

Figuur 3 Verdeling reële waarde DC-kapitaal maatmens Daphne onder een behaald beschermingsrendement in een beschermingsportefeuille met swaps en een gediversifieerde portefeuille



Figuur 4 Verdeling reële waarde DC-kapitaal maatmens George onder een behaald beschermingsrendement in een beschermingsportefeuille met swaps en een gediversifieerde portefeuille



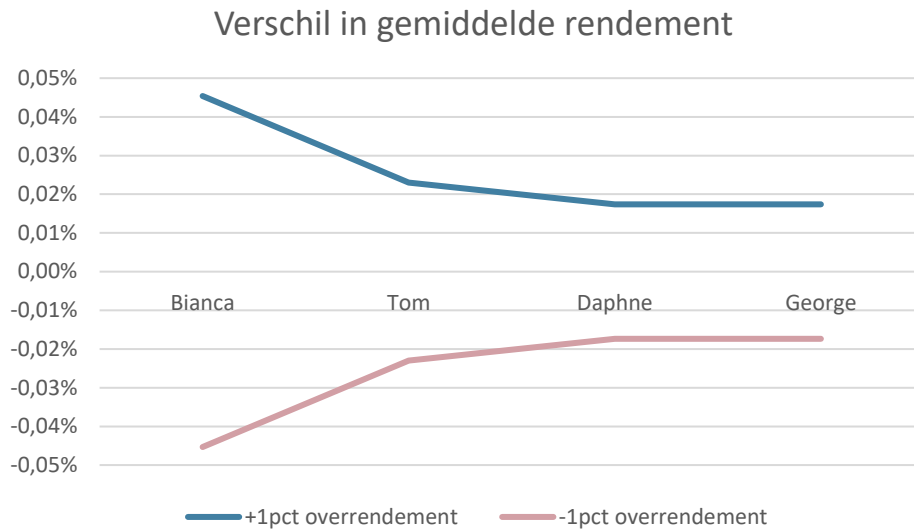
➔ **Conclusie:** Het inrichten van een beschermingsportefeuille met een meer reëel perspectief lijkt zinvol. De reële waarde van de pensioenaanspraken blijft hierdoor beter intact terwijl de neerwaartse risico's beperkt blijven.

Analyse 2 - Aansluiting tussen top-down en bottom-up allocatie

In theorie zou de totale portefeuille van een pensioenfonds (top-down) altijd perfect moeten aansluiten op de geaggregeerde allocatie van de deelnemers (bottom-up). In de praktijk zullen marktbewegingen, inkomende premie, illiquide assets, etc. zorgen voor ruis waardoor de top-down allocatie niet precies aansluit op de bottom-up blootstelling van deelnemers. De mismatch die hierdoor ontstaat zal het pensioenvermogen van de deelnemers op verschillende manieren raken. Om dit inzichtelijk te maken is voor de vier voorbeeldmensen doorgerekend wat het effect op het rendement is wanneer het top-down beleggingsbeleid structureel een 1%

hogere dan wel lagere allocatie naar de overrendementsportefeuille heeft ten opzichte van de referentieportefeuille⁷.

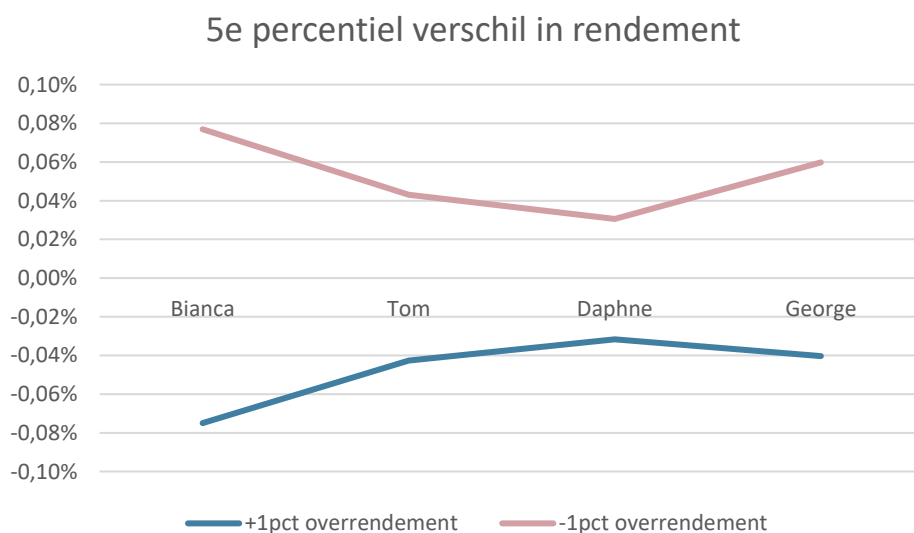
Figuur 5 Gemiddeld effect van 1% meer en 1% minder top-down allocatie naar overrendement op het totaalrendement van de vier maatmensen over 15 jaar o.b.v. de 2L-DT scenarioset



Bron: Achmea IM, Ortec Finance GLASS

Bovenstaande grafiek toont dat verschillen in top-down vs. bottom-up allocatie gemiddeld het grootste effect hebben op het rendement van Bianca (de jongste maatmens). Dit is zowel in positieve als negatieve zin het geval. Ook als wordt gekeken naar de 5^e percentiel van de het rendement op het pensioenvermogen (het rendement dat in 5% slechtste gevallen maximaal wordt gehaald) zien we dat Bianca het grootste effect in het rendement zal zien (zie onderstaande grafiek).

Figuur 6 5^e percentiel van het verschil in rendement van de vier maatmensen in het geval van 1% meer en 1% minder top-down allocatie naar overrendement



Bron: Achmea IM, Ortec Finance GLASS

⁷ Het verschil van 1% in allocatie is gekozen om het effect van mismatch tussen de daadwerkelijke en de strategische allocatie te illustreren. In de praktijk zal het verschil – afhankelijk van de keuzes omtrent de rebalancing – groter of kleiner kunnen zijn.

→ **Conclusie:** structurele afwijkingen in het beleggingsbeleid hebben de grootste impact op de ontwikkeling van het pensioenvermogen van de jongere leeftijdscohorten. Waar mogelijk zouden deze effecten geminimaliseerd moeten worden zodat top-down en bottom-up zo goed mogelijk op elkaar aansluiten. Indien enige ‘ruis’ geaccepteerd wordt, is het van belang te monitoren dat deze niet structureel van aard is. En mocht deze wel een structurele aard hebben dan lijkt vooral van belang dat wordt afgewogen in hoeverre deze voor de jongere leeftijdscohorten acceptabel is.

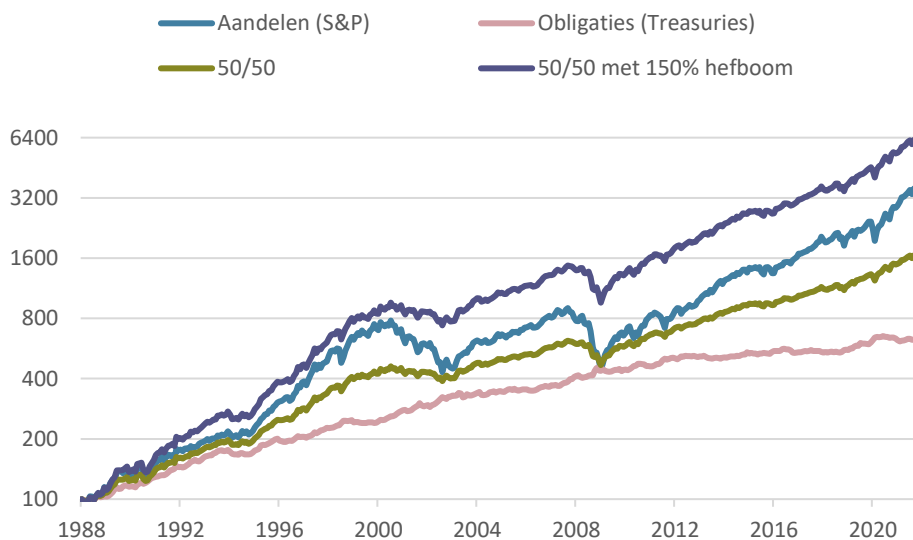
Analyse 3 - De toegevoegde waarde van leverage

Een van de veel genoemde voordelen van de solidaire premiereregeling is de mogelijkheid voor jongere generaties om extra rendement te genereren door de opheffing van de leenrestrictie. Hierdoor kunnen jonge generaties een grotere blootstelling naar beleggingen met hoog rendement verkrijgen dan alleen op basis van hun tot nu toe ingelegde vermogen mogelijk zou zijn. Omdat zij een lange beleggingshorizon hebben kunnen ze op deze manier een hoger rendement verwachten dan wanneer ze individueel zouden beleggen.

Er zijn twee manieren om leverage op de rendementsportefeuille te creëren: leverage binnen het fonds of leverage via marktinstrumenten. In het laatste geval wordt met behulp van derivaten / leningen leverage ingekocht. Dit kan in theorie ongeacht de omvang van de allocatie naar bescherming / rendement. Dit staat echter haaks op de gedachte achter de SPR waarbij jongeren van ouderen lenen om zodoende leverage binnen het fonds te creëren. Dit kan alleen op een verantwoorde manier worden ingevuld als het kapitaal van de ouderen in verhouding tot de gewenste mate van leverage groot genoeg is. Voor een jong fonds is dit daarom lastiger te realiseren dan een ouder fonds.

Onderstaande grafiek illustreert dat een hefboom op een defensievere portefeuille historisch tot een beter risico-rendementsprofiel heeft geleid dan een belegging in een meer risicovolle aandelenportefeuille zonder hefboom.

Figuur 7 Historisch heeft het gebruik van een hefboom van 150% op een 50/50 portefeuille geresulteerd in een aanzienlijk hoger rendement tegen een lagere volatiliteit dan een aandelenportefeuille zonder hefboom (31-1-1988 =100, logaritmische schaal)



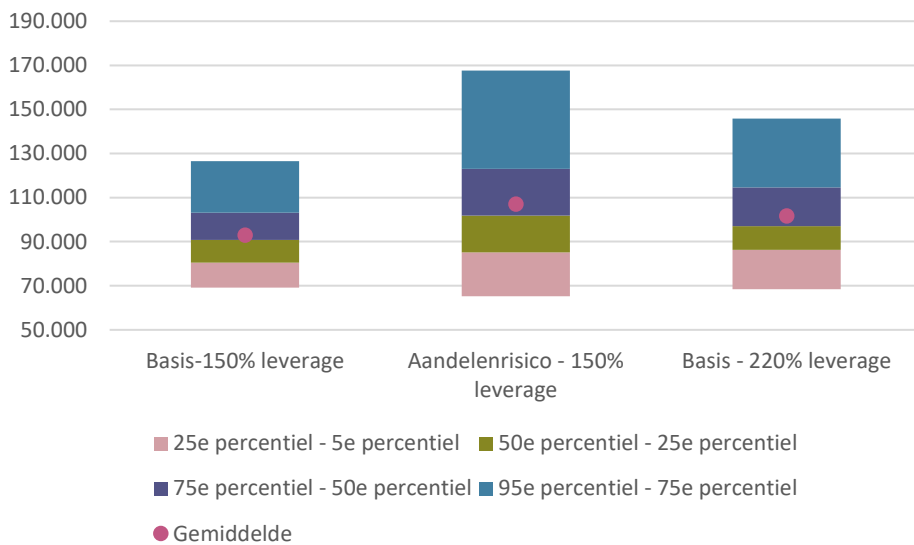
Bron: Achmea IM

Dit principe wordt geanalyseerd door te kijken naar het verwachte DC-kapitaal en de 5^e percentiel van het DC-kapitaal van de jongste maatmens (Bianca) na 15 jaar. We zijn hierbij met name geïnteresseerd in het jongste leeftijdscohort omdat deze het meeste gebruik zal maken van de hefboom. Het DC-kapitaal wordt onder drie varianten bekeken:

- i) de basisvariant die start met een gediversifieerde rendementsportefeuille (gemiddeld rendement/vol 4,2%/9,2%) en een hefboom van 150%;
- ii) een rendementsportefeuille die volledig is belegd in de aandelenrisicofactor met leverage 150% (gemiddeld rendement/vol 6,3%/15,5%);
- iii) dezelfde gediversifieerde portefeuille als onder i) maar met een hefboom van 220%. Bij dit leverage percentage heeft deze portefeuille een rendement van circa 6,3% zoals de aandelenrisicofactorportefeuille met leverage 150%.

In onderstaande grafiek staat de verdeling van het DC-kapitaal van Bianca onder de drie varianten.

Figuur 8 Verdeling DC-kapitaal van maatmens Bianca na 15 jaar onder verschillende vormen



➔ **Conclusie:** De resultaten laten zien dat het gebruik van de hefboom deelnemers in staat stelt om op een efficiënte manier het risico-rendementsprofiel te verbeteren. Een aanpak met hogere leverage met een gespreide onderliggende portefeuille (meest rechtse kolom in figuur) lijkt dan beter uit te pakken dan een lagere leverage bij een minder gespreide onderliggende portefeuille met hetzelfde verwachte rendement.

Het lijkt daarom verstandig bij het onderwerp van de toedelingsregels expliciet al te kijken naar de precieze invulling van de beleggingsportefeuille of in ieder geval ruimte laten voor verdere scherpstelling van de toedelingsregels op het moment dat de beleggingsportefeuille in meer detail wordt ingericht.

LIQUIDITEIT ONDER SPR

Een ander belangrijk beleggingsaspect is liquiditeit. Liquiditeit raakt het beleggingsbeleid op een drietal manieren:

- Via (netto) pensioenuitkeringen: om pensioenuitkeringen te kunnen betalen moeten beleggingen worden verkocht of voldoende cash flow genereren, mede afhankelijk van de premie-instroom.
- Via herbalancering: beleggingen moeten worden verkocht / aangekocht om te kunnen blijven voldoen aan de gewenste life cycle-profiel.
- Via onderpandvereisten: beleggingen moeten worden verkocht / kunnen worden gebruikt als onderpand voor derivaten (met name renteswaps).

De liquiditeit voor het kunnen uitbetalen van pensioenuitkeringen moet vooral uit de beschermingsportefeuille komen. Daaraan hebben de pensioengerechtigden immers de grootste (absolute en relatieve) exposure. Het lijkt dus voor de hand liggend dat de illiquiditeit van deze portefeuille beperkt blijft ten opzichte van de benodigde cash flow, ook in eventuele stresssituaties.

De effecten van het niet volledig kunnen uitvoeren van de herbalancering kunnen worden geïnterpreteerd als 'ruis'. De effecten hiervan zullen waarschijnlijk (zie analyse 2 hierboven) vooral neerslaan bij de jongere leeftijdscohorten. In de afweging om meer illiquide te beleggen dienen de opbrengsten van illiquide beleggingen dus te worden gewogen tegen de mogelijke negatieve consequenties per leeftijdscohort.

Wat betreft de onderpandsvereisten: met name wanneer een behaald beschermingsrendement wordt gehanteerd zal dit van belang zijn omdat er in dit geval sprake moet zijn van een heldere scheiding tussen de beschermings- en de rendementsportefeuille. Er moeten ook heldere afspraken worden vastgelegd over de wijze waarop de rendementsportefeuille eventueel kan lenen uit de beschermingsportefeuille. Ook wat betreft de allocatie naar illiquide beleggingscategorieën zoals private equity en direct vastgoed lijkt dit het eenvoudigst te implementeren onder de methodiek gebaseerd op een berekend beschermingsrendement en één ongedeelde collectieve portefeuille.

CONCLUSIES & VERVOLGSTAPPEN

In deze verkenning van het beleggingsbeleid is een eerste inzicht gegeven in een aantal beleggingsaspecten van de SPR. De hierin gepresenteerde analyses hebben een illustratief karakter en geven inzicht in de mogelijkheden en valkuilen van de SPR. De belangrijkste conclusies zijn:

- Het beleggingsbeleid bestaat onder de SPR impliciet dan wel expliciet uit twee portefeuilles: de rendementsportefeuille en een beschermingsportefeuille. De rendementsportefeuille dient voor kapitaalappreciatie voor jongere leeftijdscohorten en koopkrachtbehoud van oudere leeftijdscohorten.
- De SPR kent op hoofdlijnen twee methodieken om beschermingsrendement toe te delen: berekend en behaald.
- De berekende methodiek biedt de meeste vrijheid om het beleggingsbeleid vorm te geven en lijkt daardoor vanuit beleggingsperspectief interessanter.
- De behaalde methodiek biedt ruimte om het beschermingsrendement een reëel karakter te geven. Dit zou deze interessant kunnen zijn voor pensioenfondsen die nadrukkelijker reëel willen sturen.
- Het gebruik van leverage in de toedelingsregels stelt jongere leeftijdscohorten in staat om op een efficiënte manier het rendement te verhogen. Het lijkt hierbij verstandig om een hogere hefboom te gebruiken in combinatie met een relatief robuuste rendementsportefeuille in plaats van een lagere hefboom en een meer risicovolle portefeuille.
- Voor de invulling van de beschermingsportefeuille tekenen zich twee richtingen af: een beschermingsportefeuille bestaande uit alleen cash en swaps; en een 'rendementsgedreven' beschermingsportefeuille waarin o.a. staatsobligaties, hypotheeklen en credits worden opgenomen om ervoor te zorgen dat er geen negatieve drag op het rendement ontstaat, maar – binnen grenzen - meer volatiliteit wordt geaccepteerd ten opzichte van het beoogde beschermingsrendement.
- In de vormgeving van de toedelingsregels (de impliciete lifecycle) in een ALM-studie is het sterk aan te bevelen al rekening te houden met het voorgestane beleggingsbeleid.
- De beleggingsprincipes zullen onder de SPR niet veranderen. Dit betekent dat ook onder de SPR geldt dat onder andere:
 - De wereld fundamenteel onzeker is en een brede diversificatie over risicopremies en assets zeer wenselijk blijft.
 - Illiquiditeit (via de liquiditeitspremie) een aantrekkelijke manier is om het rendement te verhogen.
- Mismatch in de beleggingsallocatie zal bij een berekend beschermingsrendement neerslaan in het overrendement en daardoor vooral de resultaten van jongere leeftijdscohorten beïnvloeden. Het is van belang te monitoren in hoeverre deze mismatch structureel van aard is.

Verdere analyse is nodig om te doorgronden hoe de verschillende kenmerken van deelnemersbestand, beleggingsportefeuille en SPR-specifieke elementen, zoals de solidariteitsreserve en toedelingsregels, op een zo optimaal mogelijke manier kunnen worden ingezet. In vervolganalyses moet bijvoorbeeld ook worden geanalyseerd welke consequenties verschillende economische omgevingen hebben op de resultaten van de deelnemers. Aan de hand van o.a. schokscenario's ontstaat inzicht wat de gevolgen van staartrisiko's zijn binnen een SPR-regeling.

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 ontlenen. 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. 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 als een beheerder van beleggingsinstellingen als 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.