

# Beleggingsbeleid onder de Flexibele Premiereregeling



**Zeist, 15 september 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. De komende jaren wordt overgestapt van een stelsel met pensioentoezeggingen naar een stelsel met premietoezeggingen. De sociale partners moeten daarbij een keuze maken tussen de solidaire premiereregeling (SPR) en de flexibele premiereregeling (FPR). De FPR heeft een meer individueel karakter dan de SPR. Het pensioenvermogen van deelnemers wordt tijdens de werkjaren individueel belegd en de mogelijkheden om risico's te delen zijn beperkter. Het beleggingsbeleid is daarom een nog bepalender factor in het risico-rendementsprofiel van de portefeuille. De beleggingsimplicaties van de SPR zijn uitgebreider aan bod gekomen in de publicatie *Beleggingsbeleid onder de SPR*.

In deze notitie kijken we naar de FPR. We richten ons met name op de beleggingsinhoudelijke aspecten. De centrale vraag is welke aanvullende keuzes er rondom het beleggingsproces onder de FPR dienen te worden gemaakt. De notitie bestaat uit drie delen. In het eerste deel worden de belangrijkste kenmerken van de FPR behandeld. Het tweede deel kijkt naar de wijze waarop lifecycles worden geconstrueerd en de keuzes rondom het onderliggende beleggingsbeleid van lifecycles. Hierbij is ons vertrekpunt de huidige, traditionele, manier van het vormgeven van lifecycles. Hierin worden lifecycles doorgaans vormgegeven met behulp van een tweetal bouwstenen: een rendementsportefeuille en een matchingportefeuille. In deze notitie is een belangrijke onderzoeksvraag welke toegevoegde waarde eventuele aanvullende bouwstenen in de constructie van lifecycles kunnen hebben. Het derde deel van de notitie richt zich tot slot op de keuzes rondom implementatie en aansturing van lifecycles.

## Samenvatting

- De FPR kent een expliciete scheiding tussen een individuele opbouwfase en een collectieve uitkeringsfase.
- Het beleggingsbeleid in de collectieve uitkeringsfase bepaalt de *target*-portefeuille waar de beleggingsallocatie gedurende de opbouwfase naar afbouwt. Hierbij staat een pensioenfonds voor de keuze om in de collectieve uitkeringsfase een vaste of een variabele uitkering als *default* oplossing te benoemen.
- Lifecycles bestaan uit meerdere bouwstenen. In het meest eenvoudige geval worden alleen een rendementsportefeuille en een nominale matchingportefeuille gehanteerd om de lifecycleprofielen vorm te geven. Afhankelijk van doelstellingen en operationele randvoorwaarden is het zinvol meer dan twee bouwstenen in te zetten om het risicoprofiel verder te verfijnen en/of meer koopkrachtbescherming te creëren.
- De meerwaarde van extra bouwstenen moet worden gewogen tegen de extra operationele belasting die dit met zich meebrengt.
- Het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve zou in lijn moeten liggen met de doelstelling van de risicodelingsreserve. Hierbij is het verstandig in de invulling van het beleggingsbeleid gebruik te maken van dezelfde bouwstenen die ook in de lifecycles worden gebruikt.
- Er zijn meerdere mogelijke lifecyclemanagementvormen. Een managementvorm met multi-asset fondsen / modules ligt - gegeven de combinatie van flexibiliteit en transparantie – het meest voor de hand.

## 1. DE BELANGRIJKSTE KENMERKEN VAN DE FPR EN LIFECYCLEBELEGGEN

### De flexibele premiereregeling in kort bestek

De flexibele premiereregeling is de facto een voorzetting van de huidige 'verbeterde premiereregeling'. Binnen deze regeling kunnen deelnemers een persoonlijk pensioenkapitaal opbouwen. Dit kapitaal wordt belegd volgens het 'lifecycleprincipe'. Dit betekent dat het risico van het belegde kapitaal geleidelijk wordt afgebouwd naarmate de pensioendatum nadert. Deze afbouw kan voor alle deelnemers gelijk zijn, maar er is ook een mogelijkheid om verschillende risicoprofielen te definiëren.

Op pensioendatum zijn er twee mogelijkheden. Het opgebouwde kapitaal kan worden omgezet in een vaste nominale pensioenuitkering. Als alternatief kan de deelnemer ervoor kiezen om na pensioneren door te beleggen. De uitkering wordt dan variabel. Onder dit collectief variabel pensioen kan het pensioenfonds een meer reëel pensioen nastreven dat gericht is op koopkrachtbehoud voor gepensioneerden. De flexibele premiereregeling breidt de verbeterde premiereregeling uit met aanvullende solidariteitselementen: een

risicodelingsreserve en het collectief delen van micro-langlevensrisico. Tabel 1 toont de belangrijkste kenmerken van de FPR en vergelijking met de SPR en het huidige 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 risicohouding deelnemers / risicopreferentie bepalend voor keuze lifecycle
Restricties beleggingsbeleid	Vereist Eigen Vermogen beperkt beleggings-mogelijkheden 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 niet toegestaan op collectief niveau. Door de inzet van swaps kan er wel sprake zijn van leverage	Toegestaan, individuele bloostelling mag pensioenvermogen overtreffen	Niet toegestaan
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, 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). Bij variabel maximaal 10 jaar voor pensionering inkoop mogelijk (CVP, Collectief Variabel Pensioen).
Illiquiditeit	Veel ruimte om illiquide beleggingen aan de portefeuille toe te voegen.	Mate is mede afhankelijk van de keuze tussen een berekend of behaald beschermingsrendement	Beperkttere 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 parameter aandelenrendement en risicovrije rente

### De FPR kent een expliciete scheiding tussen opbouw- en uitkeringsfase

In tegenstelling tot de SPR kent de FPR een expliciete scheiding tussen de opbouw- en uitkeringsfase. Voorafgaand aan de pensioendatum dienen deelnemers een keuze te maken voor een vastgestelde of een variabele uitkering of een combinatie van beiden. Indien geen keuze wordt gemaakt geldt de default optie van het pensioenfonds. De kenmerken van deze uitkeringen zijn als volgt:

#### Vastgestelde uitkering

- Gelijkblijvende nominale uitkering;
- Valt onder het financieel toetsingskader voor vaste uitkeringen indien aangeboden door pensioenfonds, indien deze wordt ingekocht bij een verzekeraar valt deze onder Solvency II;
- Geen perspectief op indexatie.

### Variabele uitkering

- Uitkering fluctueert als gevolg van marktbewegingen;
- Mogelijkheid om de uitkering met een vaste daling vast te stellen op basis van 35% van het verschil tussen de parameter van het maximaal te hanteren aandelenrendement en de risicovrije rente;
- Spreiding van schokken in de uitkering over maximaal 10 jaar<sup>1</sup>;
- Perspectief op indexatie.

Het pensioenfonds kan ervoor kiezen één van de varianten of een combinatie van beide varianten aan te bieden. Indien het pensioenfonds de door de deelnemer gekozen uitkeringsvariant niet aanbiedt, mag de deelnemer zijn kapitaal opnemen en deze uitkeringsvariant bij een andere pensioenuitvoerder of een verzekeraar inkopen (shoprecht). De verwachting is dat in de praktijk meeste pensioenfondsen zullen kiezen voor de variabele uitkering (ook aangeduid als collectief variabel pensioen of CVP) als default optie.

### De optionele risicodelingsreserve

Om ondanks de individuele pensioenvermogens onder de FPR toch iets van risicodeling aan te kunnen bieden bestaat de mogelijkheid om een risicodelingsreserve aan te leggen. De risicodelingsreserve binnen de flexibele premiereregeling kent op hoofdlijnen dezelfde voorwaarden als de solidariteitsreserve onder de SPR. Een belangrijk verschil is dat de risicodelingsreserve binnen de FPR alleen via de premie mag worden gevuld. Voor de solidariteitsreserve onder SPR geldt dat deze ook mag worden gevuld uit het overrendement. Door het meer individuele karakter van de FPR is onder deze regeling geen sprake van een overrendement en kan deze methode om de reserve te vullen dus niet worden benut.

Deze risicodelingsreserve kan onder andere worden ingezet voor:

- 1) Intergenerationele risicodeling (micro-langlevensrisico);
- 2) Demping van schommeling in pensioenuitkomsten;
- 3) Collectieve deling van niet-verhandelbare risico' zoals macro-langlevensrisico of inflatierisico<sup>2</sup>.

Een pensioenfonds dat een risicodelingsreserve gebruikt dient vooraf afspraken vast te leggen over o.a. de wijze waarop deze wordt gevuld en wordt ingezet. Daarnaast geldt dat de reserve maximaal 15% van de som van de individuele pensioenvermogens mag beslaan<sup>3</sup>.

### Het beleggingsproces rondom de FPR vraagt om onderzoek naar de voorkeuren van deelnemers

Onder de FPR is in de opbouwfase geen sprake meer van een collectief beleggingsbeleid, maar heeft iedere deelnemer een eigen pensioenvermogen met een leeftijdsafhankelijk risico-rendementsprofiel. Hierdoor is het mogelijk dat het beleggingsbeleid voor iedere deelnemer beter aansluit op zijn risicoprofiel.

Om ervoor te zorgen dat dit beleggingsbeleid aansluit op de risicovoorkuren van de deelnemer dient een risicopreferentieonderzoek te worden uitgevoerd. Dit onderzoek dient tenminste eenmaal per vijf jaar te worden herijkt<sup>4</sup>. Het bestuur stelt op basis van onder andere de risicopreferentie en wetenschappelijke inzichten de risicohouding per leeftijdscohort vast. De risicohouding is op zijn beurt input voor de bepaling van het aantal lifecycleprofielen dat worden gevoerd en wat de kenmerken van deze lifecycles zijn. Daarnaast zijn de uitkomsten van het risicopreferentieonderzoek van belang bij de bepaling óf een risicodelingsreserve wordt aangelegd en de vastlegging van de regels voor de inzet hiervan. De exacte kaders waar dit risicopreferentieonderzoek aan dient te voldoen zijn op dit moment niet duidelijk. De AFM heeft aangegeven in het najaar van 2022 met guidance te komen over de invulling van het risicopreferentieonderzoek.

---

<sup>1</sup> Memorie van Toelichting, pagina 224: "In de flexibele premiereregeling kunnen de financiële schokken collectief gespreid worden in een van de individuele opbouwfase gescheiden uitkeringsfase. Een dergelijke werking van het spreidingsmechanisme is niet mogelijk in de solidaire premiereregeling."

<sup>2</sup> Inflatierisico wordt in de memorie van toelichting expliciet genoemd als een niet-verhandelbaar risico. Voor inflatierisico zijn in de markt echter wel instrumenten beschikbaar die (als proxy) de Europese inflatie uitbetalen.

<sup>3</sup> Initieel mag de risicodelingsreserve bij invaren groter zijn. Vanaf 2037 geldt de grens van 15%. In de tussengelegen periode zal de reserve geleidelijk moeten worden afgebouwd naar dit maximum.

<sup>4</sup> Memorie van Toelichting, pagina 26: "Pensioenuitvoerders dienen voortaan periodiek, ten minste eenmaal in de vijf jaar, een dergelijk risicopreferentieonderzoek uit te voeren onder hun deelnemers. Het onderzoek wordt uitgevoerd onder de gehele deelnemerspopulatie of een representatieve weerspiegeling daarvan."

## 2. DE VORMGEVING VAN HET BELEGGINGSBELEID ONDER DE FPR

### De basis van het beleggingsbeleid onder de FPR: het lifecycleprincipe

Het beleggingsbeleid onder de FPR dient te worden ingevuld volgens het lifecycleprincipe. Het lifecycleprincipe houdt in dat jonge deelnemers door hun hoge human capital<sup>5</sup> en een lange beleggingshorizon relatief veel risico kunnen dragen. Naarmate de pensioenleeftijd nadert, nemen het human capital en de beleggingshorizon af, waardoor ook het beleggingsrisico dient te worden afgebouwd.

Dit principe kan in de basis met een tweetal bouwstenen worden vormgegeven: een rendementsportefeuille die rendement genereert om pensioenkapitaal op te bouwen en een matchingportefeuille om de pensioenuitkering na pensioneren te repliceren. In de praktijk bestaat deze matchingportefeuille veelal uit een aantal deelportefeuilles. Bijvoorbeeld een nominale portefeuille met lange duratie (bijvoorbeeld 40 jaar) en één met korte duratie (bijvoorbeeld een cashportefeuille). Door te alloceren naar combinaties van deze twee deelportefeuilles kan de duratie van de matchingportefeuille voor iedere leeftijd worden gestuurd naar de overeenkomstige duratie van de pensioenuitkering.

Bij de hierboven geschetste opzet dient zich direct een belangrijke vraag aan: in hoeverre is er meerwaarde te behalen door in het gebruik van aanvullende portefeuilles die kunnen helpen om het risicoprofiel verder te finetunen en/of een reële ambitie na te streven. In dit tweede deel zullen we nader op deze onderzoeksvraag ingaan.

### De beleggingsprincipes veranderen onder de FPR niet, de randvoorwaarden wel

Voordat we verder ingegaan op de facetten van lifecycle-constructie onder de FPR is het verstandig stil te staan bij de algemene beleggingsprincipes. Bij een goede beleggingsportefeuille wordt onder andere de hoeveelheid rendement per eenheid risico gemaximeerd en worden niet beloonde, ongewenste risico's bij voorkeur vermeden en anders (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. Deze beleggingsprincipes zijn in beginsel niet afhankelijk van de achtergrond waartegen 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 vrijheidsgraden van lifecyclebeleggen

In een lifecycle is het beleggingsbeleid leeftijdsafhankelijk. Als wordt gestuurd op een nominale pensioenuitkering is dit in principe in te richten met het tweetal eerder genoemde portefeuilles: een risicovolle rendementsportefeuille en een veilige nominale matchingportefeuille. Om de rentegevoeligheid aan de leeftijd aan te passen bestaat de matchingportefeuille uit twee deelportefeuilles: één met lange duratie en één met korte duratie. De portefeuilles waar leeftijdsafhankelijk op wordt gestuurd duiden we aan als de bouwstenen van de lifecycle. De belangrijkste keuze in het ontwerp van een of meerdere lifecycles richt zich op de vraag hoe de rendements- en nominale bouwstenen zich afhankelijk van de leeftijd van de deelnemer idealiter verhouden. Daarbij is het onder de FPR mogelijk om verschillende lifecycleprofielen te definiëren en de deelnemers een keuze daaruit te bieden. Op deze manier kunnen verschillen in risicohouding van het deelnemersbestand worden geacommodeerd.

Daarnaast impliceert de keuzevrijheid onder de FPR - waarbij kan worden gekozen tussen een vaste of variabele uitkering na pensioneren – dat de portefeuille na pensioneren ook zou moeten verschillen. In het geval van een vaste uitkering past de eerder genoemde veilige nominale portefeuille. Hiermee kan een nominale pensioenuitkering worden gerepliceerd waardoor het risico op pensioenfluctuaties wordt gereduceerd. In het geval van een variabele uitkering wordt echter doorbelegd in een collectieve portefeuille

---

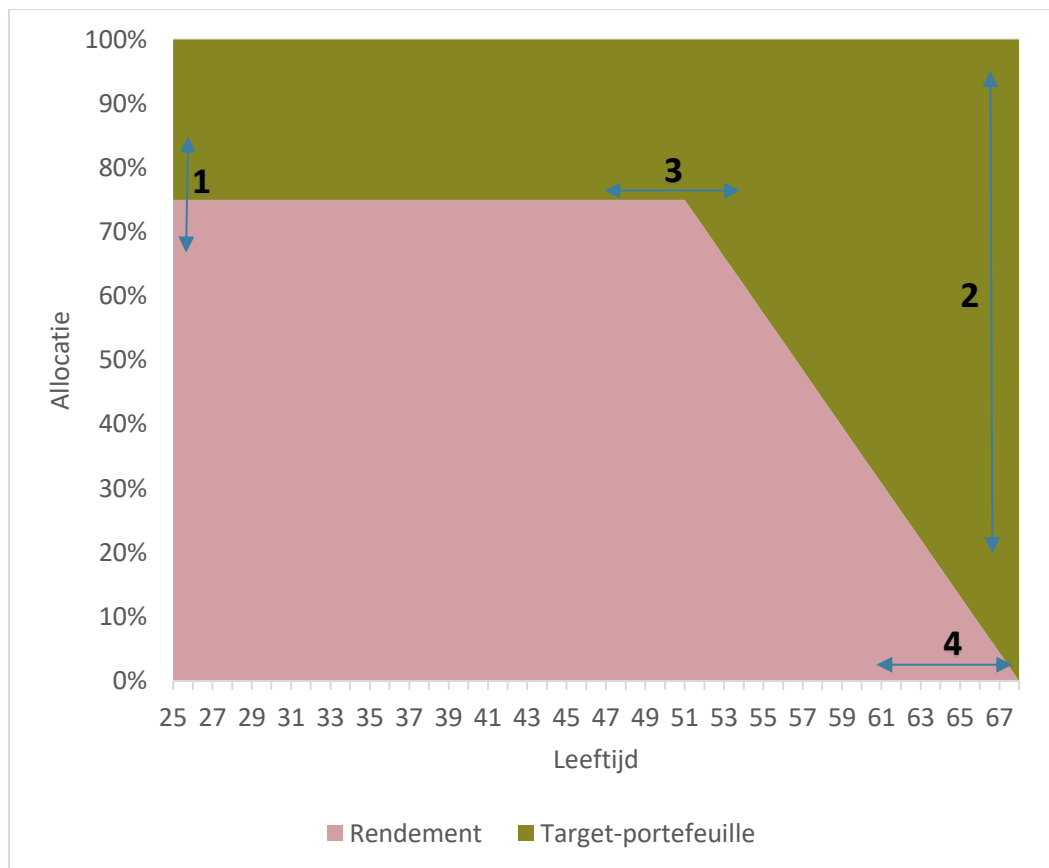
<sup>5</sup> Human capital kan worden gezien als een *asset* die gedurende het werkzame leven uitbetaalt in de vorm van salaris /opbrengsten uit werk. Een deel daarvan zal in de vorm van pensioenpremies deel uitmaken van het toekomstige pensioenkapitaal.

na pensioneren. Het doel van de lifecycle is dan deze collectieve portefeuille. We duiden de beleggingsportefeuille na pensioneren daarom aan met 'target-portefeuille'.

Wanneer we kijken naar het rudimentaire ontwerp van een lifecycle dan zijn de belangrijkste vrijheidsgraden van een lifecycle:

1. De samenstelling van en allocatie naar de risicovolle portefeuille bij de start van de lifecycle.
2. De samenstelling van de *target*-portefeuille op pensioendatum.
3. Het moment waarop de risicovolle portefeuille begint af te bouwen naar de *target*portefeuille (het ligt voor de hand deze samen te laten vallen met het keuzemoment circa 10 jaar voor pensioneren, zie volgende paragraaf).
4. Het moment waarop de lifecycle de *target*portefeuille bereikt (in meeste gevallen zal dit op pensioendatum zijn).

**Figuur 1** Voorbeeld van een lifecycle en bovengenoemde vrijheidsgraden in de opbouwfase



#### De uitkeringsfase onder de FPR: een vastgestelde uitkering of een variabele uitkering

Onder de FPR wordt niet gestuurd op een nominale pensioenuitkering, maar krijgt iedere deelnemer circa 10 jaar voor pensioendatum<sup>6</sup> een (voorlopige) keuze tussen het ontvangen van een vastgestelde uitkering of een variabele uitkering na zijn pensionering. Op pensioendatum volgt een definitieve keuze waarmee het kapitaal wordt omgezet in een vastgestelde of variabele uitkering. Voor een deelnemer die die een vastgestelde uitkering kiest, moet het beleggingsbeleid langzaam worden afgebouwd richting een nominale portefeuille. Dit kan in principe vorm worden gegeven met de eerder genoemde bouwstenen. Hiermee wordt het risico rondom de te verwachten uitkeringshoogte in de aanloop naar het pensioen geleidelijk verkleind. De lifecycle van een deelnemer die heeft gekozen voor een variabele uitkering dient langzaam af te bouwen naar het

<sup>6</sup> Er bestaat nog onduidelijkheid over de precieze voorwaarden aan het tijdstip waarop deze keuze zou moeten worden gemaakt.

beleggingsbeleid van het uitkeringscollectief waartoe hij toetreedt na pensioneren. De *target*-portefeuille is in dit geval de portefeuille van de uitkeringsfase.

### Het pensioenfonds kiest de default voor de uitkeringsfase

Pensioenfondsen bepalen de default voor de uitkeringsfase. Dit zal naar verwachting in de meeste gevallen een variabele uitkering worden waarbij collectief wordt belegd en risico's door middel van een collectief toedelingsmechanisme tussen alle gepensioneerde worden gedeeld. De vormgeving van het beleggingsbeleid in deze collectieve fase lijkt sterk op het beleggen onder het huidige FTK. Er is immers sprake van een gedeelde portefeuille waarbij collectief behaalde beleggingsresultaten worden verdeeld op basis van verwachte uitkeringen. Het principe is hierbij dat de uitkering voor alle deelnemers in elke periode met eenzelfde percentage toe- of afneemt. Indien een deelnemer echter kiest voor een vaste uitkering en het pensioenfonds geen vaste uitkering aanbiedt, heeft de deelnemer het recht om deze uitkering bij een andere pensioenuitvoerder of een verzekeraar in te kopen (shoprecht).

### De lifecycleconstructie begint bij het eindpunt: de uitkeringsfase

De constructie van een lifecycle onder de FPR begint bij het *default* beleggingsbeleid in de uitkeringsfase – de eerder genoemde *target*-portefeuille. Dit beleid is voor alle gepensioneerden gelijk en vormt voor alle lifecycles binnen de betreffende regeling in beginsel het eindpunt. Deze collectieve uitkeringsfase toont sterke gelijkenis met het huidige FTK. Het lijkt dan ook logisch om de vormgeving van het beleid in eerste instantie uit te gaan van gebruikelijke en minimaal noodzakelijke bouwstenen: rendement en nominale rente. Omdat het waarschijnlijk is dat een pensioenfonds in de collectieve uitkeringsfase ook iets van perspectief wil bieden op koopkrachtbehoud tegen een beperkt risico is het te overwegen hier een derde bouwsteen aan toe te voegen: een inflatiebouwsteen.

Voor het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase wordt dan uitgegaan van een drietal bouwstenen. Deze bouwstenen vervullen de drie voornaamste portefeuillerollen die ook onder het FTK relevant zijn:

- i. **Rendement:** een bouwsteen gericht op een passend rendement voor de uitkeringsfase.
- ii. **Nominale rente:** een bouwsteen gericht op het stabiliseren van de nominale uitkering. Omdat dit afhankelijk is van de duratie van de verschillende verwachte uitkeringen van de (gepensioneerde) deelnemers wordt de duratie van deze bouwsteen in principe naar duratie van de som van alle uitkeringen bijgestuurd.
- iii. **Inflatie:** een bouwsteen gericht op het (deels) behouden c.q. (bij benadering) hedgen van de reële waarde van de pensioenuitkering.

In een ALM-analyse wordt vervolgens – onder andere op basis van de risicohouding van de gepensioneerde deelnemers – de verhouding tussen deze bouwstenen bepaald. Net als nu onder het FTK zal in eerste instantie naar de verhouding tussen de grote portefeuilleblokken wordt gekeken. In een later stadium kunnen dan de portefeuilleonderdelen verder worden geoptimaliseerd. Dit proces leidt tot een beleggingsportefeuille voor de collectieve uitkeringsfase.

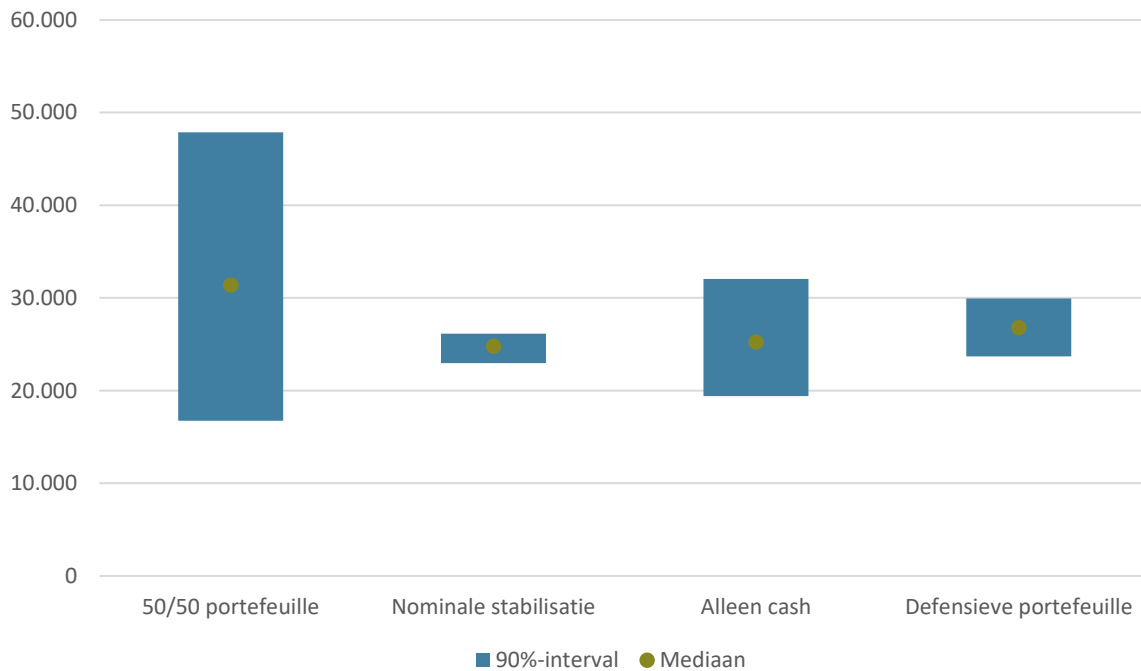
### Het beleggingsbeleid onder de collectieve fase zal waarschijnlijk defensiever zijn dan het beleid onder het FTK

In onderstaande grafiek, waarin we ons concentreren op nominale pensioenuitkomsten, is voor een aantal invullingen van het beleggingsbeleid in de collectieve fase getoond wat het effect na 15 jaar is op de pensioenuitkering van een maatmens die pensioneert op startdatum. De 50/50-portefeuille (een portefeuille met 50% aandelen en 50% obligaties) is hierin een proxy voor het beleggingsbeleid onder het huidige FTK. De grafiek toont dat deze leidt tot de hoogste gemiddelde pensioenuitkering na 15 jaar, maar ook dat er kans is op een aanzienlijk lagere pensioenuitkering. Dit zal voor meeste gepensioneerden een dermate onwenselijke situatie zijn, dat een dergelijk beleggingsbeleid waarschijnlijk niet gevoerd zal gaan worden.

De variant die volledig in nominale obligaties (nominale stabilisatie) belegt toont zoals verwacht de meest stabiele uitkering. Deze variant lijkt sterk op een vastgestelde uitkering en heeft daarmee ook het meeste koopkrachtrisico. Ter contrast is ook de pensioenuitkering getoond wanneer alleen in cash wordt belegd. In dit geval is de variabiliteit van de uitkering aanzienlijk doordat het renterisico volledig openstaat. Als laatste is het

resultaat van een defensieve portefeuille<sup>7</sup> getoond. Deze portefeuille genereert een hogere pensioenuitkering dan wanneer alleen op nominale stabilisatie wordt gestuurd en is door de spreiding van de portefeuille toch relatief stabiel.

**Figuur 2** Mediaan en spreiding pensioenuitkering (90%-interval) 15 jaar na pensioneren onder verschillende invullingen van het beleggingsbeleid



**Conclusie:** het beleggingsbeleid in de CVP-fase zal waarschijnlijk defensiever van aard zijn dan het beleggingsbeleid onder het huidige FTK. Er is echter duidelijke meerwaarde aan het doorbeleggen in plaats van het vastzetten van de nominale uitkering.

### De lifecycle in de opbouwfase moet aansluiten op het beleid in de uitkeringsfase

De collectieve *target*-portefeuille in de uitkeringsfase is het eindpunt van de lifecycle: gedurende de opbouwfase wordt vanuit een portefeuille met een hoger verwacht rendement en risico – de rendementsportefeuille tijdens de opbouwfase - gedurende opbouwfase afgebouwd naar de *target*-portefeuille. Het risicoprofiel van de totale portefeuille bevindt zich in de opbouwfase dus ergens tussen het risicoprofiel van de rendementsportefeuille in de opbouwfase en de *target*-portefeuille. In de lifecycleconstructie wordt voor een deelnemer voor zijn pensioneren bepaald wat het optimale beleggingsbeleid is in de aanloop naar het pensioen is. De belangrijkste maatstaven hierbij zijn het verwachte pensioen en het pensioen in een ‘slecht weer scenario’. Vervolgens wordt voor een iets jongere deelnemer dezelfde exercitie herhaald. Dit iteratieve proces wordt herhaald totdat voor alle leeftijden het beleggingsbeleid is vastgesteld. In de praktijk kan dit proces ook eenvoudiger, maar theoretisch minder zuiver, worden ingestoken door een aantal lifecycles door te rekenen voor verschillende ‘maatmensen’ en op basis van de uitkomsten een lifecycleprofiel te kiezen.

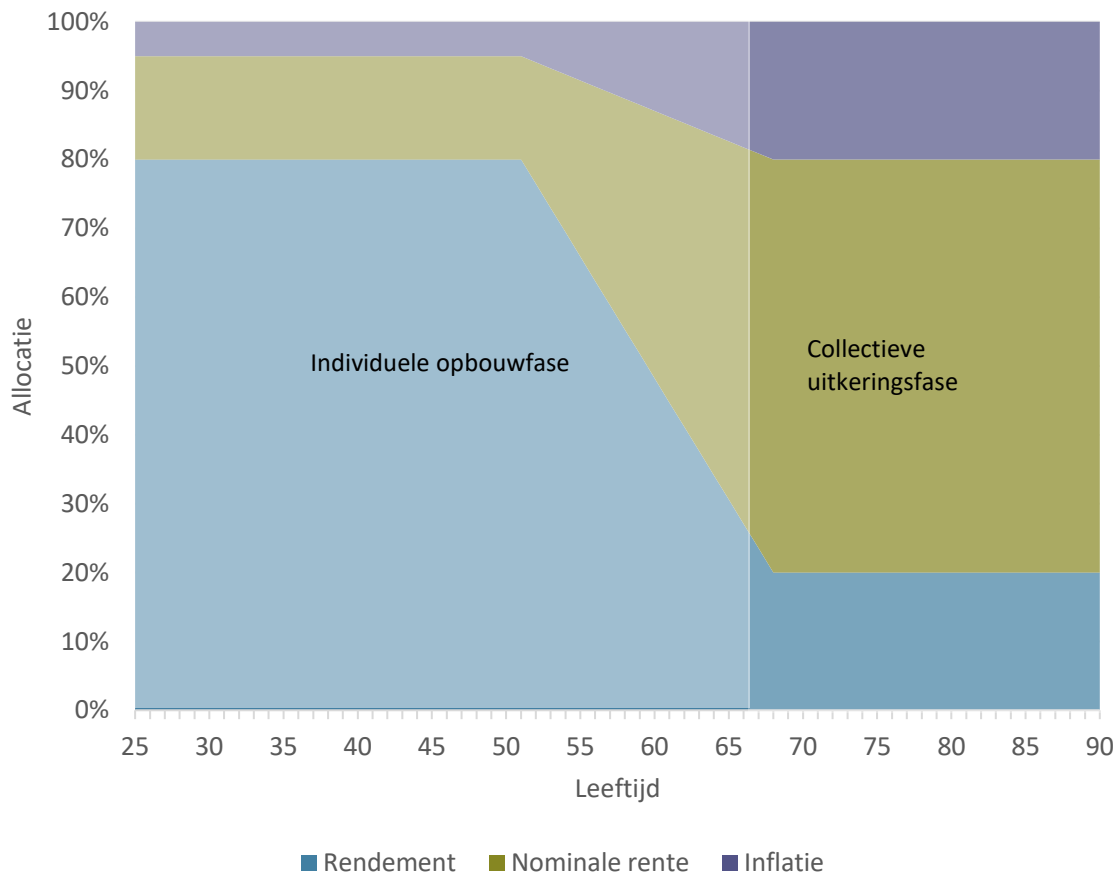
### De invulling van de lifecycle in de praktijk

Om inzicht te krijgen in de beleggingskeuzes in de opbouwfase veronderstellen we dat een *target*-portefeuille voor een *default* collectief variabel pensioen bestaat uit 20% rendement, 60% nominale rente en 20% inflatie. Een lifecycle profiel ziet er dan mogelijk uit als getoond in figuur 3.

<sup>7</sup> 20% rendement, 60% nominale rente en 20% inflatie (indexed linked bonds). Deze invulling is ter illustratie. De precieze invulling zal afhangen van de specifieke kenmerken van het fonds en de voorkeuren van de deelnemers.



**Figuur 3** Voorbeeld lifecycle met *target*-portefeuille bestaande uit de bouwstenen rendement, nominale rente en inflatie bouwstenen in de individuele opbouwfase en de collectieve uitkeringsfase



In deze lifecycle wordt voor jongere deelnemers een groot deel naar de bouwsteen rendement gealloceerd. Gedurende de lifecycle wordt dit afgebouwd om uiteindelijk op pensioendatum op de beleggingsmix van de collectieve uitkeringsfase uit te komen. In de collectieve uitkeringsfase is het van belang dat de nominale rente bouwsteen een duratie heeft die aansluit bij de duratie van de geaggregeerde som van alle uitkeringen<sup>8</sup>.

Omdat de *target*-portefeuille in de uitkeringsfase ook collectief wordt beheerd kan dit met een maatwerk LDI-portefeuille of LDI-bouwstenen worden vormgegeven. In de opbouwfase ligt dit minder voor de hand omdat sprake is van individuele pensioenvermogens. Deze dienen afzonderlijk te worden geadmistreerd en belegd. De opbouwfase bestaat daarom uit afzonderlijke portefeuilles, bijvoorbeeld een portefeuille met lange duratie en één met korte duratie waarmee voor iedere leeftijd een combinatie wordt gekozen die aansluit bij de duratie van de (fictieve) pensioenuitkering.

#### Analyse van de verschillende functionele bouwstenen in samenhang met de portefeuilledoelstelling in opbouwfase

Eerder is geschetst dat in de opbouwfase van een lifecycle in principe met een tweetal bouwstenen kan worden gewerkt. Vanuit een operationeel oogpunt is er iets voor te zeggen om het aantal bouwstenen te beperken. Meerdere bouwstenen betekent in principe ook meer operationele complexiteit en minder flexibiliteit in de aansturing van de portefeuille. Daarentegen biedt het gebruik van meerdere bouwstenen meer flexibiliteit om het risicoprofiel van de lifecycle verder te verfijnen of helpen om aanvullende doelstellingen – zoals het behoud van koopkracht in de uitkeringsfase – na te streven.

<sup>8</sup> Hiermee wordt bedoeld dat het kasstroomprofiel van de portefeuille eenzelfde vorm – en dus grosso modo eenzelfde gevoeligheid voor renteveranderingen – als de geaggregeerde som van alle uitkeringen. De hoogte van de renteafdekking hoeft niet

In de volgende paragrafen wordt onderzocht wat de meerwaarde is van de uitbreiding van het aantal bouwstenen. We kijken hierbij naar het toevoegen van een aanvullende rendementsbouwsteen en een inflatiebouwsteen – gelijk aan degene die in de collectieve uitkeringsfase.

### Uitgangspunten van de kwantitatieve analyses

Hieronder wordt een tweetal aspecten van het beleggingsbeleid in de opbouwfase verder geanalyseerd: de toegevoegde waarde van het gebruik van meerdere rendementsbouwstenen en de mogelijkheden om de reële waarde van het persoonlijk pensioenvermogen te stabiliseren. In deze analyses worden de volgende uitgangspunten gehanteerd:

**Frequentie:** jaarbasis.

**Economie:** we hanteren hier het basisscenario “2L – Debt Trap”.

**Beleggingsbeleid:** in de analyse wordt een viertal bouwstenen bekeken: rendement (hoog); rendement (stabiel); nominale uitkeringszekerheid (rentegevoeligheid); koopkrachtbehoud (gevoeligheid voor de reële rente / inflatie).

**Geen risicodelingsreserve:** de risicodelingsreserve wordt in de analyses buiten beschouwing gelaten.

**Target-portefeuille:** in de analyses is een vaste pensioenuitkering het uitgangspunt. De lifecycle wordt daarom afgebouwd naar een nominale renteportefeuille.

### Analyse I – de meerwaarde van een aanvullende rendementsbouwsteen

In de portefeuilletheorie leert men dat met de combinatie van een ‘efficiënte marktportefeuille’ en een risicovrije asset alle gewenste risicoprofielen kunnen worden verkregen door deze portefeuilles te combineren. Op dit principe leunt ook het eerder geschetste uitgangspunt waarbij lifecycles worden opgebouwd uit twee bouwstenen: rendement en nominale rente. Er is echter een theoretische aantal argumenten waarom deze opzet in de praktijk niet optimaal zou kunnen zijn:

- De ‘efficiënte marktportefeuille’ is afhankelijk van de horizon waarop wordt belegd. Voor jongere deelnemers met een lange horizon heeft de optimale portefeuille daarom zeer waarschijnlijk een andere invulling dan voor oudere deelnemers met een korte horizon.
- Onder de FPR kan geen hefboom worden gebruikt. Hierdoor is het rendement van de lifecycle in enig jaar begrensd tot een 100% allocatie naar de rendementsportefeuille. Het kan zijn dat dit voor jongeren die nog weinig vermogen belegd hebben onvoldoende is om hun doelstelling te halen.
- Wanneer naar meerdere risicomaten wordt gekeken – zoals de drawdown en het korte termijnrisico van de rendementsportefeuille – is het met meerdere rendementsbouwstenen in aanleg beter mogelijk om een passend risicobeleid te voeren. Jongeren hebben bijvoorbeeld relatief weinig last van grote drawdowns, terwijl dit voor deelnemers vlak voor pensioendatum vervelende consequenties heeft. Het lijkt dan verstandig het risico van de rendementsportefeuille af te bouwen door beleggingen met hoog verwacht rendement, maar hoge drawdown – zoals aandelen en private equity – in te wisselen voor beleggingen met een relatief stabiel hoog rendement en cash yield zoals high yield en vastgoed. Hiermee wordt voorkomen dat in de aanloop naar pensioendatum een plotse klap op de financiële markten zorgt voor een lager pensioen en kan het beleggingsbeleid meer in lijn worden gebracht met het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase.

Bovenstaande argumenten pleiten voor verschillende rendementsbouwstenen, bijvoorbeeld:

- Hoog rendement:** een rendementsportefeuille met een lange beleggingshorizon die een zo hoog mogelijk rendement nastreeft en significante drawdowns niet schuwt.
- Stabiel rendement:** een rendementsportefeuille gericht op robuustheid bij een aantrekkelijke Sharpe-ratio (zo hoog mogelijk rendement per eenheid risico).

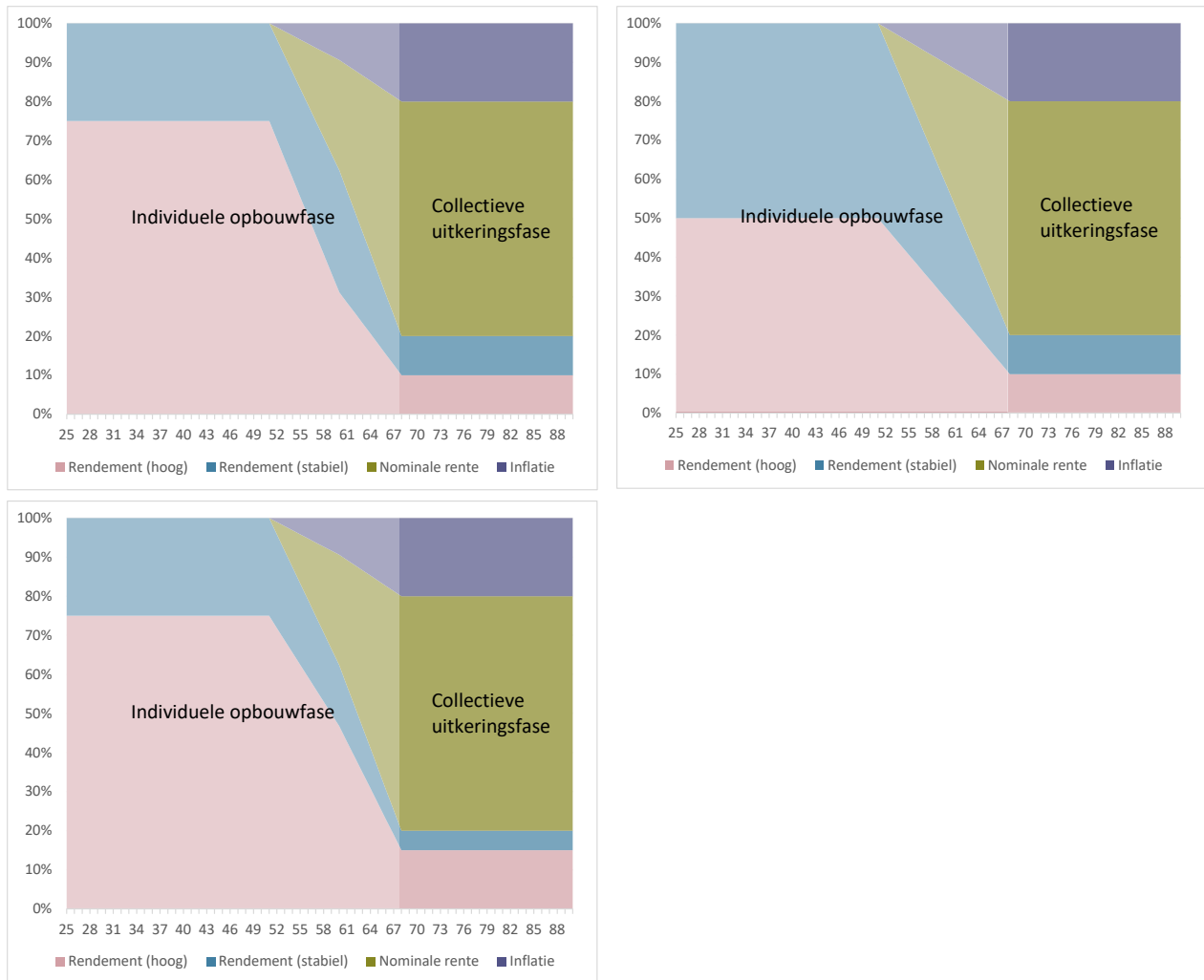
Om de meerwaarde van deze splitsing in kaart te kunnen brengen, is het van belang dat de verhouding tussen de twee rendementsbouwstenen varieert als functie van de leeftijd. Indien deze verhouding constant zou zijn, zouden beide deelbouwstenen de facto kunnen worden geïntegreerd in één rendementsbouwsteen. In figuur 4 worden drie lifecycles geschetst waarbij de rendementsbouwsteen is gesplitst in een ‘hoog’ en een ‘stabiel’ return-blok. rendementsbouwsteen. In alle lifecycles wordt de allocatie naar rendement op hetzelfde moment afgebouwd naar een collectieve portefeuille<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> 10% rendement (hoog), 10% rendement (stabiel), 60% nominale rente en 20% inflatie.

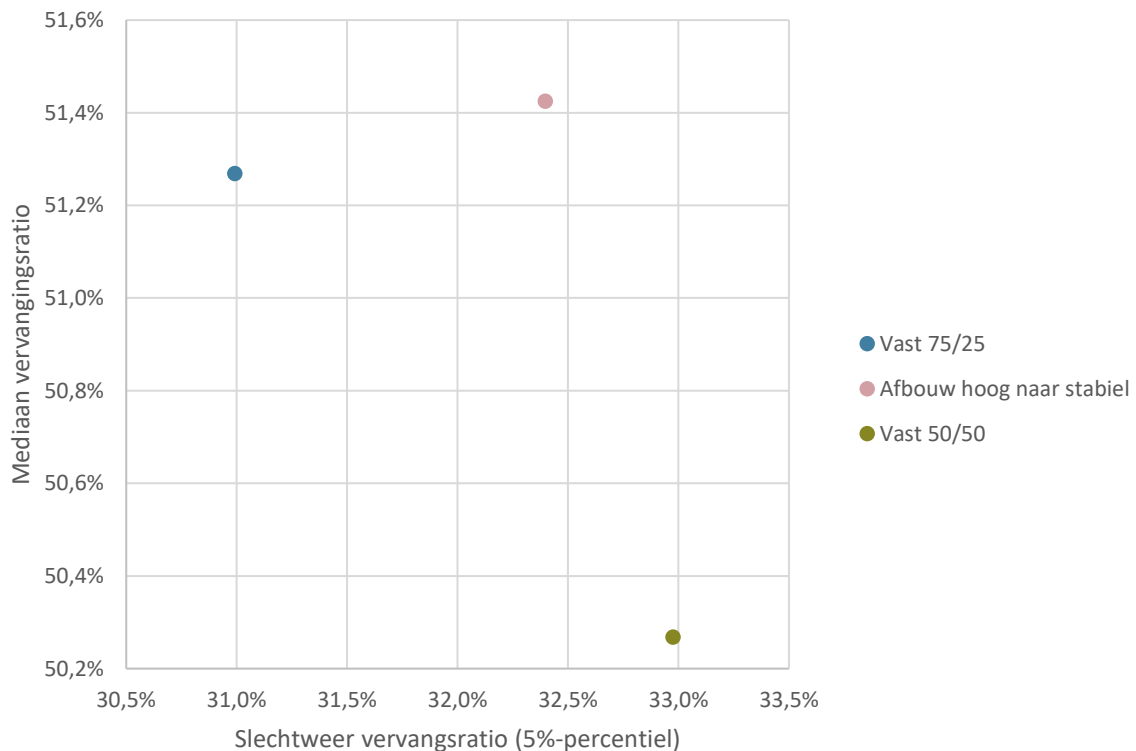
In de linker lifecycle verandert de verhouding tussen deze twee bouwstenen als functie van de leeftijd. Naarmate een deelnemer ouder wordt de hoog rendementsbouwsteen afgebouwd ten faveure van de stabiel rendementsbouwsteen. In de rechter lifecycle en de onderste lifecycle is de verhouding tussen de rendementsbouwsteen gelijk. In deze laatste twee gevallen kunnen de rendementsbouwstenen worden geïntegreerd in één enkele rendementsbouwsteen.

**Figuur 4** De doorgerekende lifecycles in de analyse (linksboven 'afbouw 75/25 naar 50/50', rechts 'vaste 50/50-verdeling hoog en stabiel rendement', onder 'vaste 75/25-verdeling hoog en stabiel rendement')



Op basis van deze lifecycles kijken we naar de vervangingsratio op pensioendatum voor een 50-jarige maatsmens. De vervangingsratio geeft weer in welke mate de pensioenuitkering op pensioendatum overeenkomt met het laatst genoten salaris. In deze analyse gaat het met name om de verschillen tussen de varianten.

**Figuur 5** Mediaan en spreiding vervangingsratio (90%-interval) van 50-jarige 15 jaar na pensioneren onder verschillende invullingen van het beleggingsbeleid



Bovenstaande figuur toont de mediaan en 5%-percentiel (slechtweer uitkomst) van de vervangingsratio op pensioendatum van een op startdatum 50 jaar oude deelnemer<sup>10</sup> voor een lifecycle die belegt volgens de eerder beschreven lifecycles. De resultaten tonen een vergelijkbare mediaan voor de lifecycles ‘vast 72/25’ en ‘afbouw hoog naar stabiel’, maar de kans op een lage vervangingsratio is onder ‘afbouw hoog naar stabiel’ lager dan onder ‘vast 75/25’. De variant ‘vast 50/50’ kent een lagere mediane vervangingsratio, maar leidt in de slechtste scenario’s ook tot het minste verlies aan vervangingsratio. Hierbij moet worden opgemerkt dat de resultaten scenariospecifiek zijn. In een meer extreem scenario zullen de uitkomsten naar verwachting sterkere verschillen laten zien.

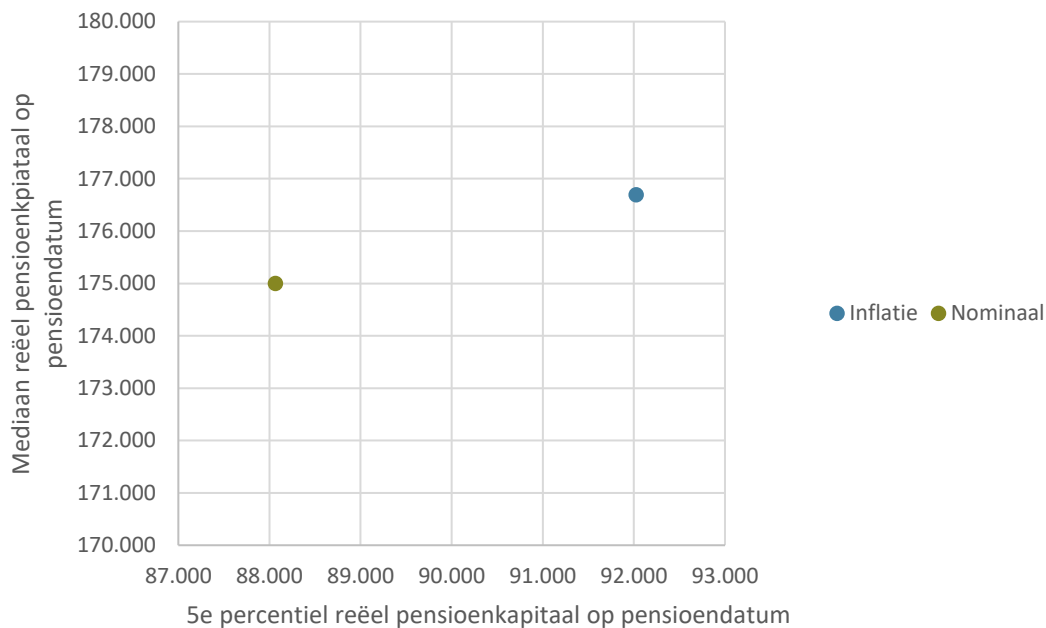
**Conclusie** – bovenstaand resultaat toont dat het zinvol is om te kijken naar de meerwaarde van aanvullende rendementsblokken. In de aanloop naar pensioneren kan hiermee risico van tafel worden genomen zonder het verwachte resultaat nadelig te beïnvloeden. De meerwaarde van extra rendementsbouwstenen zal echter moeten worden gewogen tegen de extra operationele belasting die dit met zich meebrengt.

#### Analyse II – Doelstelling: koopkrachtbehoud

Het gebruik van een inflatie-bouwsteen met beleggingen met gevoeligheid naar de reële rente kan helpen om de koopkracht van het pensioenkapitaal en dus de pensioenuitkering intact te houden. Daarbij is een inflatiebouwsteen mogelijk van toegevoegde waarde in de uitkeringsfase omdat hiermee invulling kan worden gegeven aan de reële ambitie tegen beperkt extra risico. Onderstaande figuur toont de reële waarde van het kapitaal op pensioendatum wanneer risico wordt afgebouwd naar een nominale portefeuille of naar een inflatie portefeuille. De grafiek toont een hogere mediaan en 5<sup>e</sup> percentiel van het reële pensioenkapitaal wanneer wordt afgebouwd naar een portefeuille met blootstelling aan de reële rente.

<sup>10</sup> Omdat het effect van de risicoafbouw het grootst is voor de 50-jarige maatmens, richten we ons hier op de uitkomsten voor deze persoon.

**Figuur 6** Reële waarde pensioenkapitaal op pensioendatum van een 30-jarige wanneer afbouw plaatsvindt met de nominale stabilisering en de inflatie (koopkracht) bouwsteen



**Conclusie** – het toevoegen van een inflatiebouwsteen lijkt in de opbouwfase (en mogelijk de uitkeringsfase) van toegevoegde waarde te kunnen zijn. Vooral wanneer wordt gekeken naar de afweging tussen nominale en reële doelstellingen is het verstandig een dergelijke bouwsteen expliciet in de analyse mee te nemen. Ook in dit geval geldt echter dat de mogelijke meerwaarde moet worden gewogen tegen de operationele consequenties hiervan.

#### Het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve zou in lijn moeten liggen met de doelstelling van de risicodelingsreserve

Zoals eerder geschreven kan de risicodelingsreserve onder de FPR voor verschillende doelstellingen worden ingezet:

- 1) Intergenerationele risicodeling
- 2) Damping van schommeling in pensioenuitkomsten
- 3) Collectieve deling van niet-verhandelbare risico' zoals macro-langlevensrisico of inflatierisico<sup>11</sup>

Onder de FPR is het vermogen van de risicodelingsreserve gescheiden van de overige vermogens en heeft het tevens een apart beleggingsbeleid. Het lijkt logisch om dit beleggingsbeleid aan te laten sluiten op de beoogde doelstelling van de risicodelingsreserve. Indien de risicodelingsreserve bijvoorbeeld vooral wordt ingezet om het inflatierisico te verkleinen, past een beleggingsbeleid dat zich meer richt op reële beleggingen. Immers, wanneer de risicodelingsreserve zal worden aangesproken voor dit doeleinde is het waarschijnlijk dat de inflatie hoog is. In dit geval helpt het als er met name is belegd in beleggingen met een positieve gevoeligheid voor de inflatie. Indien de risicodelingsreserve vooral dient om de schommeling van pensioenuitkomsten te dempen lijkt een beleggingsbeleid dat zich meer op nominale stabiliteit richt voor de hand liggend. Bij de invulling van het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve is het verstandig gebruik te maken van dezelfde bouwstenen als in de rest van het beleggingsbeleid. De risicodelingsreserve kan immers op een gegeven moment leeg raken. Dan is het onhandig als hiervoor een aparte beleggingsstructuur is opgetuigd.

#### Consistentie in aannames is van belang voor de verdere invulling van het beleggingsbeleid

De constructie van één of meerdere lifecycleprofielen op hoofdlijnen en de verdere verbijzondering van deze lifecycle's zal in de praktijk waarschijnlijk liggen bij verschillende partijen. Idealiter worden praktische portefeuilleoverwegingen al (deels) in de ALM-fase meegenomen. Om te zorgen voor consistentie in de

<sup>11</sup> Inflatierisico wordt in de memorie van toelichting expliciet genoemd als een niet-verhandelbaar risico. Voor inflatierisico zijn in de markt echter wel instrumenten beschikbaar die (als proxy) de Europese inflatie uitbetalen.

analyses van belang in de ALM-analyse en in de latere portefeuilleconstructie uit te gaan van dezelfde uitgangspunten en bouwstenen.

### 3. DE AANSTURING VAN LIFECYCLEPORTEFEUILLES

Naast de invulling van het beleggingsbeleid via beleggingsfondsen en bouwstenen is een ander belangrijk facet van het lifecyclebeleggen de wijze waarop het beheer van lifecycle wordt vormgegeven. Hierbij kan op hoofdlijnen tussen drie mogelijke invullingen van lifecyclemanagement worden gekozen onder de FPR, ieder corresponderend met verschillende mate van flexibiliteit in de aansturing en operationele complexiteit:

1. Een lifecycle bestaande uit individuele fondsen / beleggingscategorieën
2. Een lifecycle bestaande uit multi-asset fondsen / modules
3. Een volledig gemanagede lifecycle

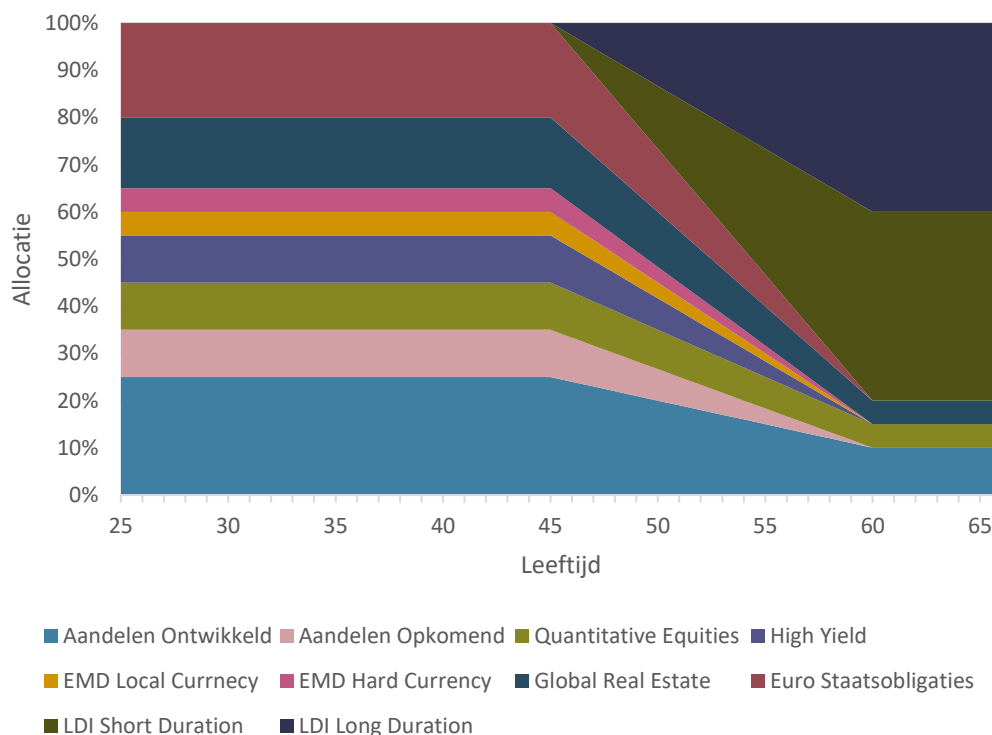
Deze drie invullingen impliceren een oplopende mate van flexibiliteit in de aansturing, maar ook in operationele complexiteit. Van deze varianten lijkt een invulling van de lifecycle op basis van modules in de ogen van Achmea IM de meest praktische invulling. Door het beleggingsbeleid op te delen in enkele praktische bouwstenen houdt een pensioenfonds grip op de belangrijkste beleggingskeuzes binnen lifecycles: de verdeling tussen de bouwstenen. Terwijl binnen de bouwstenen ook voldoende ruimte wordt gecreëerd om deze efficiënt te beheren en periodiek op basis van actuele markt- en economische ontwikkelingen bij te sturen.

In de volgende paragrafen voor de voor- en nadelen van deze beheersvormen besproken.

#### 1. Lifecycle bestaande uit fondsen / beleggingscategorieën

Bij een lifecycle bestaande uit liquide beleggingsfondsen wordt van tevoren vastgesteld in welke beleggingsfondsen/- categorieën wordt belegd en wat de omvang van de allocatie is. Vervolgens zal de lifecycle vrij mechanisch worden gemanaged. Dat wil zeggen dat de allocatie volgens vooraf vastgestelde regels wordt aangestuurd en dat er weinig tot geen ruimte is hiervan af te wijken.

**Figuur 7** Voorbeeld van een lifecycleprofiel opgebouwd uit verschillende fondsen



**Voordelen:**

- Een lifecycle kan worden opgebouwd uit bestaande fondsen.
- Een dergelijke lifecycle is relatief kostenefficiënt doordat geen nieuwe oplossingen dienen te worden gecreëerd.
- Het betreft een mechanische strategie die relatief eenvoudig te implementeren is.

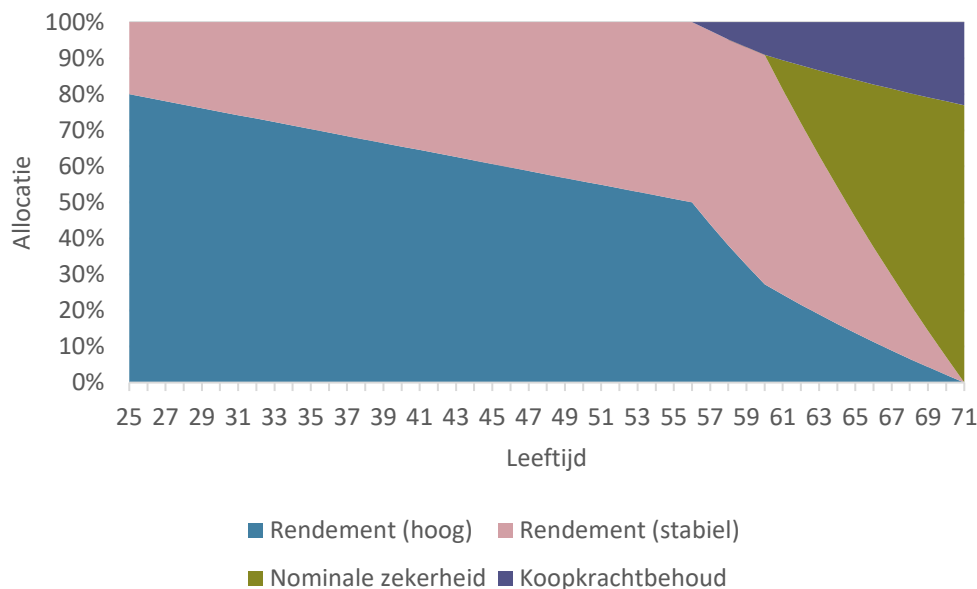
**Nadelen:**

- De allocatie naar illiquide fondsen zeer beperkt mogelijk doordat de fondsen waarin belegd wordt (relatief) liquide moeten zijn en het liquiditeitsbeleid binnen de fondsen moet worden vormgegeven.
- Er zijn geen tijdelijke afwijkingen mogelijk vanwege liquiditeit of marktomstandigheden (anders dan vantevoren vastgestelde bandbreedtes).
- Risicomanagement (valutahedge, renteafdekking, etc.) moet binnen de afzonderlijke fondsen worden vormgegeven. Dit is operationeel zeer belastend en daardoor inefficiënt.

**2. Lifecycle bestaande uit multi-asset fondsen / modules**

In een lifecycle bestaande uit een aantal multi-asset fondsen worden beleggingscategorieën gegroepeerd tot multi-asset bouwstenen (modules). Het gaat dan om minimaal twee, maar mogelijk – afhankelijk van de doelstellingen – meer. Het voordeel hiervan is dat de multi-asset fondsen flexibeler zijn qua invulling. Risicomanagement kan breder worden toegepast en de ruimte voor illiquide beleggingen is groter.

**Figuur 8 Voorbeeld van een lifecycleprofiel opgebouwd uit verschillende multi-asset fondsen /modules**



**Voordelen:**

- Illiquide beleggingen zijn beter te implementeren doordat liquiditeit in het multi-asset fonds / module kan worden ingeregeld.
- Risicomanagement over beleggingscategorieën heen binnen modules (liquiditeit, valutahedging, renteafdekking, etc.)
- Mogelijkheid om tijdelijke afwijking toe te staan ; (je kunt dynamisch afwijken van je beleggingsbeleid). Tijdelijke over-/onderwegingen door marktbevingen zijn mogelijk.
- Mogelijkheid om met unitisering eigen modules te maken waardoor de transitie naar een dergelijke regeling wellicht eenvoudiger is.

**Nadelen:**

- De allocatie naar multi-asset fondsen blijft mechanisch van aard, geen afwijkingen tussen modules.
- De mogelijkheden om illiquide te beleggen is gelimiteerd doordat dit binnen de modules moet worden gefaciliteerd.
- Risicomanagement is minder eenvoudig te implementeren dan bij een volledige geïntegreerde aanpak.

**3. Dynamische lifecycle-sturing met geïntegreerd lifecycle-management**

De meest verregaande vorm van lifecycle management is het volledig geïntegreerd aansturen van de lifecycleprofielen. Onder deze variant zou een deelnemer het gewenste risicoprofiel opgeven. Vervolgens wordt door de vermogenbeheerder / pensioenuitvoerder de vertaalslag gemaakt naar een feitelijke portefeuille en wordt deze ook periodiek bijgestuurd. Hierdoor kan de hele beleggingsportefeuille integraal worden gestuurd naar het gewenste beleggingsprofiel en hoeft niet te worden vastgehouden aan een vaste verdeling tussen rendement en matching. Hierdoor kan worden ingespeeld op economische omstandigheden waarin het interessant is om meer of juist minder nominale zekerheid in te kopen. Een dergelijke manier van integrale sturing wordt ook wel geduid met ‘automatisch sturen’.

**Voordelen:**

- Dit is de meest geïntegreerde vorm van risicomanagement / sturing en biedt daardoor de meeste flexibiliteit om e.e.a. bij te sturen.
- Stuur niet op allocatie, maar op uitkomsten, ruimte om waarde toe te voegen niet alleen door actief beheer maar ook met de onderliggende portefeuilleconstructie.
- Het beleggingsbeleid sluit in principe optimaal aan bij keuzes / wensen deelnemer.

**Nadelen:**

- Een dergelijke insteek van lifecyclemanagement leunt zwaarder op expertise vermogensbeheerder / pensioenuitvoerder, waardoor soms ‘Black Box’.
- Operationeel meer vrijheden, maar daardoor complexer.

**Conclusies**

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

- De FPR kent een expliciete scheiding tussen een individuele opbouwfase en een collectieve uitkeringsfase.
- Het beleggingsbeleid in de collectieve uitkeringsfase bepaalt de *target*-portefeuille waar de lifecycle naar afbouwt. Hierbij staat een pensioenfonds voor de keuze om in de collectieve uitkeringsfase een vaste of een variabele uitkering als *default* oplossing te benoemen.
- Lifecycles bestaan uit meerdere bouwstenen. In het meest eenvoudige geval worden alleen een rendementsportefeuille en een nominale matchingportefeuille gehanteerd om de lifecycleprofielen vorm te geven. Afhankelijk van doelstellingen en operationele randvoorwaarden is het zinvol meer dan twee bouwstenen in te zetten om het risicoprofiel verder te verfijnen en/of meer koopkrachtbescherming te creëren.
- De meerwaarde van extra bouwstenen moet worden gewogen tegen de extra operationele belasting die dit met zich meebrengt.
- Het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve zou in lijn moeten liggen met de doelstelling van de risicodelingsreserve. Hierbij is het verstandig in de invulling van het beleggingsbeleid gebruik te maken van dezelfde bouwstenen als bij de andere portefeuilles.
- Er zijn meerdere mogelijke lifecyclemanagementvormen. Een managementvorm met multi-asset fondsen / modules ligt - gegeven de combinatie van flexibiliteit en transparantie – het meest voor de hand.



## 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. 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.*