

# Huisvisie strategisch beleggingsbeleid onder de FPR



**Zeist, februari 2023**

Wim Barentsen, Chief Strategist Achmea IM

Reinout van Tuyl, Sr. Investment Strategist Achmea IM



## Aanleiding

Nederland staat aan de vooravond van de meest omvangrijke wijziging van het pensioenstelsel sinds het begin van het stelsel. Een groot deel van de circa € 1.500 miljard aan pensioenkapitaal in Nederland zal onder het nieuwe stelsel worden ingevaren in één van de twee nieuwe regelingen: de solidaire premiereregeling (SPR) danwel de flexibele premiereregeling (FPR). Zowel de SPR als de FPR wijkt op een significant aantal punten af van de huidige pensioentoezeggingsregeling onder het financieel toetsingskader (FTK). Beide nieuwe contracten hebben het karakter van een premietoezegging en kennen een meer individueel karakter waarbij beleggingsrisico's niet meer met het (gehele) collectief worden gedeeld. Hierdoor kan aan deelnemers gerichtere beleggingsrisico's worden toebedeeld.

Een belangrijke vraag is wat de nieuwe contracten betekenen voor de analyses, de inrichting en het proces rondom het strategische beleggingsbeleid onder de SPR en FPR. Door de verschillen in de 2 contracten is het verstandig deze vraag voor beide afzonderlijk te beantwoorden. In deze *huisvisie op het strategisch beleggingsbeleid onder de FPR* wordt deze vraag voor de FPR beantwoord.

## Leeswijzer bij dit document

Deze notitie beoogt in zijn opzet alle facetten van het beleggingsbeleid onder de FPR te raken en is daardoor relatief uitgebreid. De samenvatting in de volgende paragraaf geeft een goed beeld van de belangrijkste conclusies van hoofdstukken 4, 5 en 6. In deze hoofdstukken wordt respectievelijk de visie van Achmea IM gegeven op het ontwerp van lifecycles, de beleggingsinrichting en het beleggingsproces.

Opdat de lezers die een beeld willen krijgen van de achtergrond bij deze huisvisie, maar niet de tijd of ambitie hebben alle pagina's van deze notitie door te lezen, wordt hieronder in het kort de opzet van de notitie uiteengezet en wordt gewezen op de belangrijkste paragrafen en figuren.

- Hoofdstuk 2 beschrijft de belangrijkste elementen van de FPR. Deze worden beknopt samengevat in Tabel 1 op pagina 8.
- Hoofdstuk 3 gaat in op de theorie achter lifecyclebeleggen en kan worden gezien als achtergrond bij de vormgeving van het beleggingsbeleid. De belangrijkste paragrafen zijn 3.1 – waarin het lifecycleprincipe wordt gemotiveerd – en paragraaf 3.3 – waarin wordt ingegaan op de vrijheidsgraden bij het vormgeven van lifecycles.
- Hoofdstuk 4 geeft de visie op het ontwerp van lifecycles. Bij het ontwerp van lifecycles staat hier de vormgeving van de lifecyclebouwstenen – de portefeuilles waaruit de lifecycles worden opgebouwd – centraal. Hierop wordt ingegaan in hoofdstuk 4.6. De beleggingscategorieën waaruit de bouwstenen kunnen worden opgebouwd wordt gegeven in Tabel 4 op pagina 29.
- Hoofdstuk 5 behandelt de beleggingsinrichting onder de FPR. Achmea IM is voorstander van een aansturing van lifecycles op basis van multi-assetportefeuilles (de bouwstenen of modules). Dit staat beschreven in paragraaf 5.2.2. Op de inrichting van de beleggingsbouwstenen wordt ingegaan in paragraaf 5.3.
- Hoofdstuk 6 gaat tot slot in op het beleggingsproces onder de FPR. De belangrijkste rollen en hun verantwoordelijkheden per cyclus onder de FPR zijn weergegeven in Tabel 6 op pagina 42.

## Samenvatting

De huisvisie Strategisch beleggingsbeleid onder de FPR beschrijft de strategische visie van Achmea IM op een drietal zaken: i) het ontwerp van lifecycles onder de FPR; ii) de beleggingsinrichting onder de FPR; en iii) het beleggingsproces onder de FPR. De belangrijkste punten uit deze onderdelen worden hieronder genoemd:

### Belangrijke uitgangspunten bij het ontwerp van lifecycles:

- Een aantal belangrijke beleggingsprincipes onder het pensioenbeleggen verandert niet: goede spreiding over risicobronnen blijft belangrijk, evenals de inzet van illiquide beleggingen als potentiële rendementsbron.
- De eerste stap bij het vormgeven van de lifecycleprofielen is de identificatie van de beleggingsbouwstenen.

- Het beleggingsbeleid in de collectieve uitkeringsfase is het vertrekpunt en dient als eerste vast te worden gesteld. Vervolgens wordt de vormgeving van de lifecycle in de opbouwfase hierop aangesloten.
- De meest eenvoudige lifecycle bestaat uit twee bouwstenen: een rendementsbouwsteen en een rentebouwsteen.
- Meer complexe lifecycles bestaan uit meer dan twee bouwstenen. De bouwstenen zijn steeds ontworpen met een concrete doelstelling voor ogen: hoog rendement, gespreid rendement, nominale matching, inflatiebescherming, etc.
- Beleggingen in illiquide assets zijn mogelijk onder de FPR wanneer de illiquide assets (kern) in een bouwsteen worden samengevoegd met liquide tegenhangers (de schil).
- Valutarisico zou leeftijdsonafhankelijk moeten worden afgedekt onder de FPR (zie huisvisie op het valutabeleid onder de WTP).
- Het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve zou moeten aansluiten op de gekozen vul- en verdeelregels. Een vertrekpunt hierbij is het beleggingsbeleid van de uitkeringsfase omdat dit *grosso modo* aansluit bij de doelstelling van de risicodelingsreserve en operationeel eenvoudig is te implementeren.


#### **Belangrijkste conclusies visie op de beleggingsinrichting onder de FPR:**

- De aansturing van de voor de uitkeringsfase bestemde Collectief Variabele Pensioen-portefeuille (CVP) kan ofwel volledig op zichzelf staand gebeuren, ofwel deels in samenhang met de aansturing van de portefeuilles die ook in de opbouwfase worden gehanteerd.
- De aansturing in de opbouwfase kan in grote lijnen in drie varianten:
  - Aansturing op individuele fondsen / beleggingscategorieën
  - Aansturing op bouwstenen zijnde multi-asset fondsen / modules
  - Aansturing op lifecycleniveau (automatisch sturen)
- De invulling van de CVP-portefeuille gebeurt bij voorkeur voor het rendementsdeel met dezelfde bouwstenen waarin ook in de opbouwfase wordt belegd. Voor het matchingdeel zou een separate collectieve LDI-portefeuille zinvol lijken.
- De inzet van derivaten gebeurt onder de FPR binnen de context van de beleggingsbouwstenen en eventueel de collectieve LDI-portefeuille. Wanneer in beduidende mate naar illiquide beleggingen wordt gealloceerd, is het niet passend om grote exposures naar derivaten te hebben.
- Afhankelijk van de investment beliefs en de omvang van de verschillende bouwstenen is het mogelijk bouwstenen een complexere invulling te geven. Pensioenfondsen met een groter vermogen kunnen doorgaans meer complexiteit aan. Daarnaast zal een jonger pensioenfonds (met meer assets in de opbouwfase) ook meer nadruk leggen op de mogelijkheden in de opbouwfase. Voor een ouder pensioenfonds geldt het omgekeerde.
- De *ftk-legacy* portefeuille is een goed vertrekpunt voor de vormgeving van de na de transitie naar de FPR gehanteerde bouwstenen. Het is belangrijk dat er ook een *unconstrained* analyse wordt gedaan op basis waarvan een stip op de horizon is getekend qua verdere invulling van de portefeuilles.
- ESG kent vrijwel dezelfde invulling als onder het huidige *ftk*. Wel is het zinvol en ook logisch om deelnemersvoorkeuren op het gebied van ESG te peilen.
- Het is van belang de aansluiting tussen bottom-up allocatie en de feitelijke top-down allocatie goed te monitoren.

#### **Belangrijkste conclusies visie op het beleggingsproces onder de FPR**

Het proces bestaat op hoofdlijnen uit een viertal cycli. Deze cycli kennen allemaal een eigen frequentie. De cycli betreffen:

1. Een RPO-cyclus (Risicopreferentieonderzoek-cyclus) waarin onder andere aan de hand van de uitkomsten van het risicopreferentieonderzoek onder de deelnemers de uitgangspunten en randvoorwaarden voor de lifecycle-analyses worden vastgesteld. Op basis hiervan wordt vervolgens een lifecycleprofiel op hoofdlijnen vastgesteld. Deze cyclus moet wettelijk minimaal eenmaal in de vijf jaar worden doorlopen;
2. Een Lifecycle-ontwerpcyclus waarin op basis van kwantitatieve en kwalitatieve analyses het strategische beleggingsbeleid van de lifecycles wordt bepaald. De frequentie van deze cyclus is minimaal gelijk aan de RPO-cyclus, maar kan afhankelijk van specifieke marktomstandigheden met een hogere frequentie worden doorlopen;

- 
3. Een jaarlijkse beleggingscyclus waarin toetsing van de beoogde normportefeuilles voor het komende beleggingsjaar aan de lifecycle(s) en de daarin verwerkte risicohouding plaatsvindt.
  4. Een continue uitvoeringscyclus van monitoring van de uitvoering en maandelijkse bijsturing.

## Inhoud

<b>1.</b>	<b>Inleiding</b>	<b>7</b>
<b>2.</b>	<b>De FPR in vogelvlucht</b>	<b>8</b>
2.1	De flexibele premiereregeling in kort bestek	8
2.2	De verschillen en overeenkomsten tussen de SPR en de FPR	8
2.3	De FPR kent een expliciete scheiding tussen opbouw- en uitkeringsfase	9
2.4	De optionele risicodelingsreserve	10
2.5	Het beleggingsproces rondom de FPR vraagt om onderzoek naar de voorkeuren van deelnemers	11
2.6	De uitkeringsfase onder de FPR: een vastgestelde uitkering of variabele uitkering	11
<b>3.</b>	<b>De theorie van het lifecyclebeleggen</b>	<b>12</b>
3.1	Het lifecycleprincipe staat centraal onder de FPR	12
3.2	Een perspectief op de risicopreferentie van deelnemers	14
3.3	De vrijheidsgraden van lifecyclebeleggen	14
3.4	De kwantificatie van de risicopreferentie met de nutsfunctie	16
3.5	Keuze uit verschillende risicoprofielen	17
3.6	De analyse van lifecycles onder de FPR	17
3.7	Lessen uit het buitenland	19
<b>4.</b>	<b>Visie op het ontwerp van lifecycles</b>	<b>21</b>
4.1	De beleggingsprincipes veranderen onder de FPR niet	21
4.2	Portefeuilleconstructie onder het lifecycleprincipe	22
4.3	De stappen in het ontwerp van lifecycles	23
4.4	De vormgeving van het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase	23
4.5	Risicodiversificatie, risicosturing en risicohedging	24
4.6	De beleggingsbouwstenen als fundament in het ontwerp van lifecycles in de opbouwfase	24
4.6.1	<i>Randvoorwaarden lifecyclebouwstenen</i>	25
4.6.2	<i>Inzet lifecyclebouwstenen</i>	25
4.7	De constructie van de lifecyclebouwstenen	27
4.7.1	<i>Diversified return bouwsteen</i>	27
4.7.2	<i>High return bouwsteen</i>	27
4.7.3	<i>Stabiel vastrentende rentebouwsteen</i>	28
4.7.4	<i>Matchingbouwsteen</i>	28
4.7.5	<i>Reëlematchingbouwsteen</i>	29
4.7.6	<i>Liquiditeitsbouwsteen</i>	29
4.7.7	<i>Mapping beleggingscategorieën naar bouwstenen</i>	29
4.8	Liquiditeit onder de FPR	31
4.9	Valutarisico onder de FPR	33
4.10	Het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve	33

<b>5.</b>	<b>Visie op de beleggingsinrichting onder de FPR</b>	<b>35</b>
5.1	Beleggingsinrichting in de uitkeringsfase: aansturing van de CVP-portefeuille	35
5.2	Beleggingsinrichting in de opbouwfase: lifecyclemanagement	35
5.2.1	<i>Aansturing op individuele fondsen / beleggingscategorieën</i>	35
5.2.2	<i>Aansturing op bouwstenen bestaande uit multi-asset fondsen / modules</i>	36
5.2.3	<i>Aansturing op lifecycleniveau (automatisch sturen)</i>	37
5.3	De inrichting van beleggingsbouwstenen	38
5.3.1	<i>Unitisering van beleggingsbouwstenen</i>	38
5.3.2	<i>Aansturing van beleggingsbouwstenen</i>	38
5.4	Het beleggingsbeleid onder de CVP	38
5.4.1	<i>De rendementsportefeuille – invulling met rendementsbouwstenen</i>	39
5.4.2	<i>De matchingportefeuille – een aparte portefeuille</i>	39
5.5	Het gebruik van derivaten onder de FPR	39
5.6	Relatie tussen fondsenmerken en beleggingsinrichting	40
5.7	ESG onder de FPR	40
5.8	Aansluiting tussen bottom-up en feitelijke allocatie is van groot belang	40
<b>6.</b>	<b>Visie op het beleggingsproces onder de FPR</b>	<b>42</b>
6.1	Beschrijving proces	42
6.2	De betrokken partijen	42
6.3	De verschillende cycli onder de FPR	44
6.3.1	<i>De transitiefase</i>	44
6.3.2	<i>De RPO-cyclus</i>	45
6.3.3	<i>De lifecycle-ontwerpcyclus</i>	47
6.3.4	<i>De beleggingscyclus</i>	49
6.3.5	<i>De monitoringscyclus</i>	50
<b>7.</b>	<b>Bibliografie</b>	<b>52</b>



# 1. Inleiding

## **Randvoorwaarden huisvisie op het strategisch beleggingsbeleid onder de FPR**

De FPR kent een groter aantal vrijheidsgraden dan de huidige FTK-regelingen. De risicoruimte is minder dwingend dan onder het FTK (het VEV<sup>1</sup> is hierin bijvoorbeeld een belangrijke randvoorwaarde). Daarnaast is het beleggingsbeleid individueler en houdt het in ieder geval rekening met de risicopreferenties per leeftijdscohort. Dit betekent dat de randvoorwaarden en doelstellingen van het strategisch beleggingsbeleid onder de FPR een andere aard hebben en deze op verschillende punten dus ook een andere invulling zouden kunnen en misschien moeten krijgen. Deze notitie richt zich op de belangrijkste aandachtspunten bij het invullen van het strategisch beleggingsbeleid onder de FPR. Daarbij worden op verschillende punten keuzes gemaakt ten aanzien van de door Achmea IM beoogde opzet van de analyses alsook de invulling en het proces rondom de vormgeving en implementatie van het strategisch beleggingsbeleid onder de FPR.

---

<sup>1</sup> Het Vereist Eigen Vermogen (VEV) is onder het ftk het vermogen dat een pensioenfonds – gegeven de karakteristieken van het beleggingsbeleid en het deelnemersbestand – aan moet houden om met 97,5% zekerheid binnen een periode van 1 jaar niet in situatie van dekkingstekort te komen.

## 2. De FPR in vogelvlucht

### 2.1 De flexibele premieregeling in kort bestek

De flexibele premieregeling (FPR) is de facto een voorzetting van de huidige ‘verbeterde premieregeling’. 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 uiteenlopende risicoprofielen te hanteren. Richting pensioendatum zijn er daarbij twee mogelijkheden: het opgebouwde kapitaal kan worden omgezet in een vaste nominale pensioenuitkering dan wel kan de deelnemer ervoor kiezen om na pensioneren door te beleggen bij een passend risicoprofiel. De uitkering wordt in dit laatste geval variabel. Hierbij bestaat er een mogelijkheid om de risico’s collectief te dragen. In het laatste geval treedt de deelnemer toe tot een collectieve uitkeringskring<sup>2</sup>. Via een variabel pensioen kunnen gepensioneerde deelnemers een meer reëel pensioen nastreven dat gericht is op koopkrachtbehoud. De flexibele premieregeling breidt de verbeterde premieregeling daarnaast uit met aanvullende solidariteitselementen: een risicodelingsreserve en het collectief delen van micro-langlevensrisico.

### 2.2 De verschillen en overeenkomsten tussen de SPR en de FPR

Onder het nieuwe pensioenstelsel wordt een tweetal nieuwe pensioencontracten in het leven geroepen. De solidaire premie regeling (SPR) en de FPR. Alhoewel de naam suggereert dat de SPR de meeste collectieve elementen bevat, is dit in de praktijk niet per se het geval. In de uitkeringsfase is onder de FPR in veel gevallen sprake van een collectief variabel pensioen (CVP). Hierin worden beleggingsrisico’s door alle participanten in het CVP gedeeld. Dit in tegenstelling tot de SPR waarbij beleggingsrisico’s afhankelijk van de keuze ten aanzien van de toedelingsregels voor rekening van specifieke leeftijdscohorten kunnen komen.

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 Premieregeling (SPR)	Flexibele Premieregeling (FPR)
Toetsing beleid	Haalbaarheidstoets	Toetsing risicohouding deelnemers in RPO	Toetsing risicohouding deelnemers in RPO / risicopreferentie bepalend voor keuze lifecycle
Restricties beleggingsbeleid	Vereist Eigen Vermogen beperkt beleggingsmogelijkheden bij lage dekkingsgraad	Collectief risicobudget afhankelijk van preferenties deelnemers	Individueel risicobudget
Risicohouding	Uniform (voor alle deelnemers gelijk)	Leeftijdsafhankelijk (differentiatie naar leeftijd)	Leeftijdsafhankelijk (differentiatie in leeftijd en beleggingsprofiel)
Invulling beleggingsbeleid	Een collectief beleggingsbeleid	Impliciete lifecycle: collectief belegd vermogen met individuele toedeling via toedelingsregels	Expliciete lifecycle: individueel belegd vermogen op basis van expliciete gestandaardiseerde lifecycles
Leenrestrictie opheffen	Leverage van risicovolle assets niet toegestaan op collectief niveau. Door de inzet van swaps kan er wel sprake zijn van leverage	Toegestaan, individuele bloostelling aan rendementsportefeuille mag pensioenvermogen overtreffen	Niet toegestaan

<sup>2</sup> In de praktijk lijkt er weinig meerwaarde te zitten in het individueel doorbeleggen. De collectieve variant verdient in de ogen van Achmea IM daarom de voorkeur. In deze notitie wordt er daarom vanuit gegaan dat het doorbeleggen altijd plaats vindt binnen een collectieve uitkeringskring.



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	Risicodelingsreserve. Keuzeoptie 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.	Mate is mede afhankelijk van de keuze tussen een berekend of behaald beschermingsrendement	Beperkttere mogelijkheden. Liquiditeit moet binnen de onderliggende fondsen / modules 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

Bron: Achmea IM

### 2.3 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;
- Beperkt perspectief op indexatie (afhankelijk van ingekochte uitkering).

#### Variabele uitkering:

- Uitkering fluctueert als gevolg van marktbewegingen;
- Mogelijkheid van een vaste daling of stijging van de uitkering op basis van (maximaal) 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>3</sup>;
- Perspectief op indexatie.

Het pensioenfonds kan ervoor kiezen één dan wel beide varianten aan te bieden. Indien het pensioenfonds de door een deelnemer gekozen uitkeringsvariant niet aanbiedt, mag deze 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.

Naast de keuze voor een type uitkering en mogelijk ook de vorm van de uitkering, hebben deelnemers ook de mogelijkheid om op pensioendatum een *lump sum* van 10% van het totale pensioenkapitaal op te nemen.

#### 2.4 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 is een (binnen de pensioenadministratie) afgescheiden vermogen met een eigen beleggingsbeleid. Een pensioenfonds dat een risicodelingsreserve gebruikt dient vooraf afspraken vast te leggen over onder andere de wijze waarop deze wordt gevuld en wordt ingezet. Deze regels dienen evenwichtig, transparant en onderling consistent te zijn en worden voor langere periode vastgelegd. Daarnaast geldt dat de reserve maximaal 15% van de som van de individuele pensioenvermogens mag beslaan<sup>4</sup>.

#### De financiering van de risicodelingsreserve

De risicodelingsreserve kan op verschillende manieren worden gevuld:

- Via een storting bij invaren in / opzetten van de pensioenregeling;
- Uit de premie (maximaal 10% van de premie mag hiervoor worden gebruikt);
- Uit de vrijval van kapitaal door oversterfte;
- Mogelijk bij inkoop in de collectieve uitkeringsfase (de mogelijkheden hieromtrent zijn nog niet bekend).

Een belangrijk verschil met de SPR 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 collectief overrendement en kan deze methode om de reserve te vullen dus niet worden benut.

#### De risicodelingsreserve kan voor verschillende doeleinden worden ingezet

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>5</sup>.

Wanneer sprake is van een FPR met individuele beleggingskeuzes mag de risicodelingsreserve niet worden aangewend om fluctuaties als gevolg van beleggingsrisico te dempen. Dit heeft met name betrekking op de situatie waarin mogelijkheid bestaat om tussen uiteenlopende risicoprofielen (lifecycles) te kiezen.

<sup>3</sup> Memorie van Toelichting, pagina 224: "In de flexibele premiereregeling kunnen de financiële schokken collectief gespreid worden in een van de individuele opbouwfasen gescheiden uitkeringsfase. Een dergelijke werking van het spreidingsmechanisme is niet mogelijk in de solidaire premiereregeling."

<sup>4</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>5</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.

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

De blootstelling naar het gevoerde beleggingsbeleid onder de FPR – en onder de SPR – is van een meer individuele aard dan onder het huidige FTK. Om ervoor te zorgen dat het beleggingsbeleid aansluit op de risicovoorkeuren van de verschillende deelnemersgroepen dient het pensioenfonds tenminste eens in de vijf jaar een risicopreferentieonderzoek uit te voeren<sup>6</sup>. Het bestuur stelt op basis van onder andere de gemeten risicopreferentie en meer algemeen geldende wetenschappelijke inzichten de risicohouding per leeftijdscohort vast. De risicohouding is op zijn beurt input voor de bepaling van de vorm en het aantal lifecycleprofielen dat wordt gehanteerd. 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 hanteert voor de uitvoering van dergelijke onderzoeken de FRAME-criteria:

- **Feasible (uitvoerbaar):** De gebruikte methode vraagt niet een te grote belasting van respondenten.
- **Rationalising (rationaliserend):** De gebruikte methode beperkt zo veel mogelijk de impact van zogeheten ‘irrationele’ gedragsaspecten.
- **Appropriate (passend):** De gebruikte methode gaat uit van scenario’s die passen bij de context
- **Measurable (meetbaar):** De gebruikte methode levert een uitkomst op die kan worden uitgedrukt in getallen (kwantitatief) en in een algemeen bekende en vergelijkbare maatstaf.
- **Errable (feilbaar):** De gebruikte methode staat ook inconsistente antwoorden toe. Daardoor kunnen respondenten worden herkend die de methode niet goed begrijpen.

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

Onder de FPR krijgt een deelnemer na pensioendatum niet automatisch een nominale pensioenuitkering, maar krijgt iedere deelnemer circa 10 jaar voor pensioendatum de (voorlopige) keuze tussen het ontvangen na pensionering van een vastgestelde uitkering of van een variabele uitkering. Op pensioendatum volgt de definitieve keuze waarbij het kapitaal wordt omgezet in een vastgestelde of variabele uitkering. Voor een deelnemer die een vastgestelde uitkering kiest, moet het beleggingsbeleid in de jaren voor pensionering langzaam worden gestuurd richting een nominale renteportefeuille. Hiermee wordt het risico rondom de te verwachten uitkeringshoogte in de aanloop naar het pensioen stapsgewijs verkleind. Omgekeerd wordt de lifecycle van een deelnemer die heeft gekozen voor een variabele uitkering langzaam gestuurd richting het beleggingsbeleid van het uitkeringscollectief waartoe hij toetreedt na pensionering. De *target*-portefeuille is in dit geval de portefeuille van de collectieve uitkeringsfase.

### Het pensioenfonds kiest de default voor de uitkeringsfase

Pensioenfondsen bepalen de default optie voor het type uitkering in 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 gepensioneerden worden gedeeld. De vormgeving van het beleggingsbeleid in deze collectieve fase lijkt in een aantal opzichten op het beleggen onder het huidige FTK. Er is immers sprake van een gedeelde portefeuille waarbij collectief behaalde beleggingsresultaten uniform worden verdeeld. 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).

---

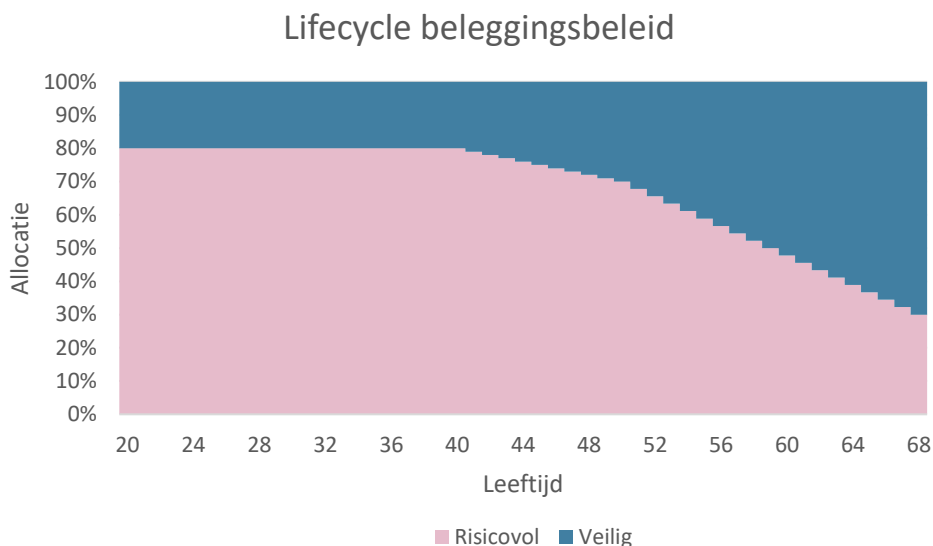
<sup>6</sup> Memorie van Toelichting, pagina 26: “Pensioenuitvoerders dienen voortaan periodiek, ten minste eenmaal in de vijf jaar, een dergelijk risicopreferentieonderzoek uit te voeren onder hun deelnemers. Het onderzoek wordt uitgevoerd onder de gehele deelnemerspopulatie of een representatieve weerspiegeling daarvan.”

## 3. De theorie van het lifecyclebeleggen

### 3.1 Het lifecycleprincipe staat centraal onder de FPR

Het beleggingsbeleid onder de FPR wordt leeftijdsafhankelijk: er dient rekening te worden gehouden met de risicohouding per leeftijdscohort. Hierdoor is het lifecycleprincipe een centraal uitgangspunt voor de vormgeving van het beleggingsbeleid in de opbouwfase van de FPR. Het lifecycleprincipe houdt in dat een jonge actieve deelnemer een hogere tolerantie voor risico heeft dan een gepensioneerde of een deelnemer die dicht tegen pensioenleeftijd aanzit. Door de lange periode tot de pensioendatum heeft een jonge deelnemer voldoende tijd om te herstellen van eventuele negatieve schokken. Daarentegen heeft een jonge deelnemer nog relatief weinig pensioenkapitaal opgebouwd. Om ervoor te zorgen dat dit kapitaal optimaal bijdraagt aan het uiteindelijke pensioen is het wenselijk dit over langere periode zo veel mogelijk rendement te laten genereren. Dit impliceert een hogere mate van risico voor jongere deelnemers. Een beleggingsbeleid dat hiermee rekening houdt door relatief veel risico te nemen voor jongere deelnemers en dit risico af te bouwen richting pensioenleeftijd wordt een lifecycle genoemd. Figuur 1 geeft een voorbeeld van het beleggingsbeleid onder een lifecycle.

Figuur 1 Voorbeeld van een lifecycle



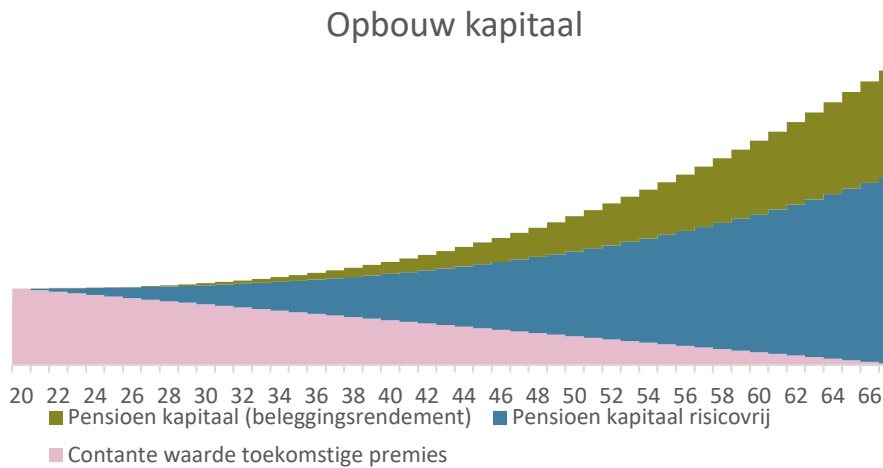
Bron: Achmea IM

#### Human capital als veilige asset

Een belangrijke overweging is dat de jonge deelnemer nog maar een klein opgebouwd pensioenkapitaal bezit, maar wel een groot *human capital* heeft, ofwel een hoge verwachte waarde van de toekomstige inkomsten uit arbeid gedurende zijn werkzame leven.

Uitgaande van een relatief stabiel carrièrepad kan de daaruit voortvloeiende toekomstige premie-inleg worden gezien als een relatief veilige (geïndexeerde) obligatiebelegging (Viceira, 2009). Gedurende het werkzame leven zal een jonge deelnemer dit *human capital* deels omzetten in pensioenkapitaal door pensioenpremie te betalen. Het 'veilige' *human capital* wordt zo omgezet in risicovoller belegd pensioenkapitaal. Het uiteindelijke doel is het pensioenkapitaal zo te laten groeien dat dit na pensioneren kan worden gebruikt om een levenslange uitkering uit te betalen die de deelnemer in het levensonderhoud moet voorzien. Dit wordt getoond in Figuur 2.

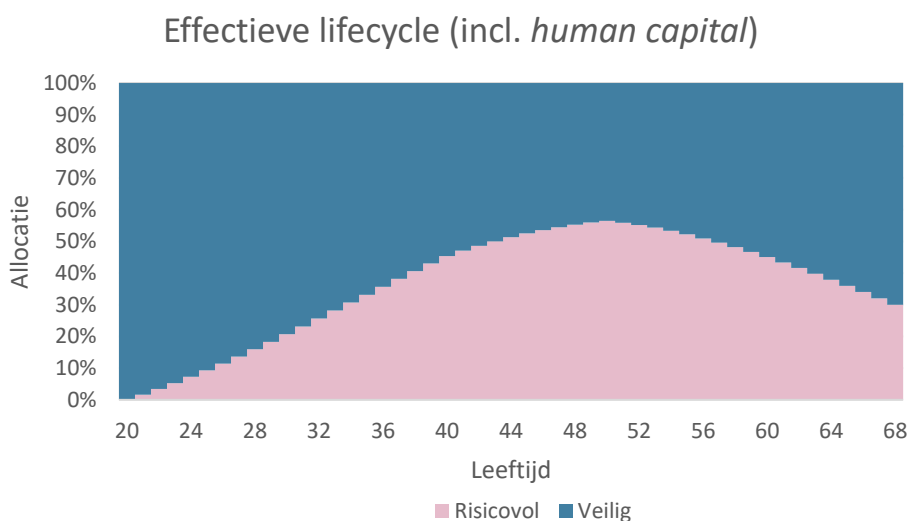
**Figuur 2 Een jonge deelnemer zet gedurende zijn leven human capital (toekomstige premie-inleg) om in pensioenkapitaal (getallen illustratief)**



Bron: Achmea IM

Bovenstaande figuur laat ook duidelijk zien dat voor een deelnemer die weinig reële salariscroei verwacht, het rendement op het pensioenkapitaal een belangrijke drijver is achter de opbouw van het kapitaal. Indien de ingelegde premie gedurende de actieve fase risicovrij wordt belegd, zal het pensioenkapitaal aanzienlijk lager uitvallen. Indien het human capital wordt meegewogen in de totale vermogensopbouw van deelnemers dan is aanvankelijk een groot deel van dat totale vermogen defensief belegd. Zodra meer financieel kapitaal is opgebouwd verschuift de totale balans echter langzaam richting een meer risicovolle beleggingsmix. Vanuit dit perspectief neemt een jonge deelnemer dus relatief weinig risico in de eerste periode van de opbouwfase<sup>7</sup>, terwijl deze vanwege de nog lange beleggingshorizon juist veel ruimte heeft om risicovol te beleggen. In theorie zou een jonge deelnemer die nog maar over weinig financieel kapitaal beschikt daarom geld moeten lenen om in risicovolle assets te beleggen (Bodie, Merton, & Samuelson, 1992). Onder de FPR is dit echter niet mogelijk vanwege de leenrestrictie. Onder de SPR heeft het pensioenfonds in dit opzicht meer flexibiliteit en kan er sprake zijn van een impliciete hefboom.

**Figuur 3 De effectieve lifecycle wanneer rekening wordt gehouden met human capital**



Bron: Achmea IM

<sup>7</sup> In theorie zou een jonge deelnemer om deze reden via leverage meer exposure naar risicovolle assets moeten creëren. Onder de FPR is het echter niet mogelijk de leenrestrictie op te heffen en is een deelnemer beperkt tot een exposure van 100% naar risicovolle assets.

## 3.2 Een perspectief op de risicopreferentie van deelnemers

### Koppeling aan de risicopreferentie van deelnemers

Zoals eerder genoemd is een belangrijk element van de WTP dat er rekening dient te worden gehouden met de risicopreferentie van deelnemers. In het risicopreferentieonderzoek dat minimaal eens in de vijf jaar moet worden uitgevoerd, dient deze te worden onderzocht. Deze risicopreferentie wordt vervolgens door het bestuur van het pensioenfonds vertaald in een risicohouding per leeftijdscohort. De wetgever schrijft voor dat deze risicohouding tot uitdrukking komt in een aantal maatstaven. Twee maatstaven voor de opbouw- en uitkeringsfase en één alleen voor de uitkeringsfase:

- Een maatstaf voor het maximaal aanvaardbare risico. Hierbij wordt gekeken naar de reële pensioenuitkomst in een pessimistisch scenario.
- Een maatstaf waarin de doelstelling tot uitdrukking komt. Hiervoor geldt een rendementsmaatstaf
- (Alleen voor de uitkeringsfase) een maatstaf die de afwijking van de pensioenuitkering gedurende de uitkeringsfase meet.

Het bestuur stelt de randvoorwaarden waar deze maatstaven aan moeten voldoen vast. Vervolgens zullen de gekozen lifecycleprofielen aan deze randvoorwaarden moeten worden getoetst. Dit gebeurt op basis van de door DNB gepubliceerde uniforme scenarioset.

### Een integrale kijk op het pensioenvermogen lijkt wenselijk

Voor de gemiddelde deelnemer zal het pensioen uit het pensioenfonds echter niet het enige inkomen na pensioneren zijn. Om de 'juiste' hoeveelheid risico te bepalen zouden alle verwachte inkomsten na pensioneren in acht moeten worden gehouden. In het Nederlandse pensioenstelsel worden drie pijlers onderscheiden:

- 1<sup>e</sup> pijler: AOW (2% opbouw per jaar dat men in Nederland woonachtig/werkzaam is)
- 2<sup>e</sup> pijler: Pensioenopbouw via de werkgever (afhankelijk van het werkverleden kan dit pensioen bestaan uit één of meerdere pensioenpotten / -uitkeringen)
- 3<sup>e</sup> pijler Individuele aanvullende pensioenvoorzieningen (o.a. lijfrenten, koopsommen en levensverzekeringen)

Het bestaan van meerdere bronnen van inkomen na pensioneren betekent dat om een goede taxatie van het gewenste risicoprofiel te kunnen maken in principe alle bronnen van pensioen in ogenschouw moeten worden genomen. Wanneer een deelnemer bijvoorbeeld een hoog verwacht 3<sup>e</sup> pijler pensioen heeft, is de risicotolerantie van het 2<sup>e</sup> pijler pensioen mogelijk hoger dan wanneer het 2<sup>e</sup> pijler pensioen *stand alone* wordt bekeken. Een deelnemer zou daarnaast ook het vermogen in de eigen woning kunnen gebruiken om een deel van het pensioen te financieren (Been, van Ewijk, Knoef, Mehlkopf, & Muns, 2022). Omdat de FPR de mogelijkheid biedt om meerdere life cycles aan te bieden, past juist onder deze regeling een meer integrale kijk op het totale pensioenvermogen. Dit betekent dat er bij de bepaling van de risicopreferentie en -houding expliciet rekening wordt gehouden met de uiteenlopende individuele pensioensituaties van deelnemers. In het risicopreferentieonderzoek onder deelnemers zou dit aspect verder kunnen worden onderzocht.

## 3.3 De vrijheidsgraden van lifecyclebeleggen

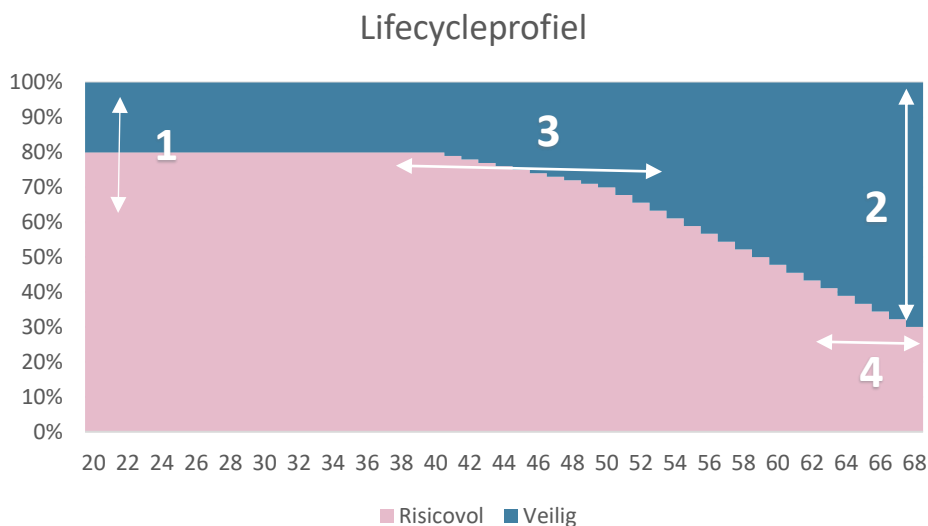
In een lifecycle is het beleggingsbeleid leeftijdsafhankelijk. Als wordt gestuurd op een nominale pensioenuitkering is dit in principe in te richten met een tweetal portefeuilles: een risicovolle rendementsportefeuille en een veilige nominale matchingportefeuille. Om de rentegevoeligheid aan de leeftijd aan te kunnen passen bestaat de matchingportefeuille uit twee deelportefeuilles: één met een lange duratie en één met een korte duratie. De portefeuilles waar op een leeftijdsafhankelijke blootstelling aan wordt gegeven, duiden we aan als de bouwstenen van de lifecycle. De belangrijkste inrichtingskeuze bij 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 geaccommodeerd.

Daarnaast impliceert de keuzevrijheid onder de FPR - waarbij kan worden gekozen tussen een vaste of variabele uitkering na pensioneren – dat de portefeuille na pensioneren bij de gekozen doelstelling moet passen. 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 sterk wordt gereduceerd. In het geval van een variabele uitkering wordt echter doorbelegd in een collectieve portefeuille na pensioneren. Binnen een lifecycle wordt het risico dan afgebouwd naar 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 maar het is niet noodzakelijk dit samen te laten vallen met het keuzemoment voor het type uitkering 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 4** Voorbeeld van een lifecycle en bovengenoemde vrijheidsgraden in de opbouwfase

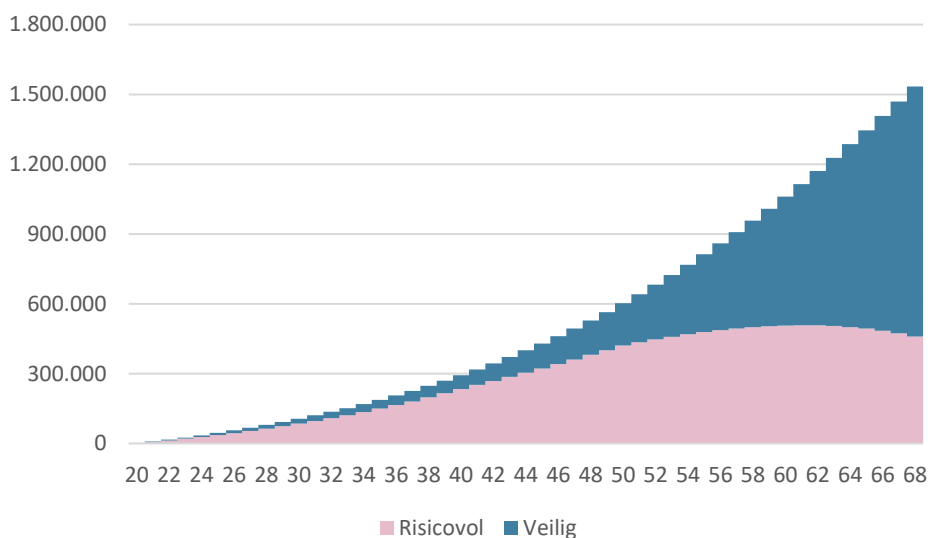


Bron: Achmea IM

### Tijdsgewogen rendement versus kapitaalgewogen rendement

Lifecycles worden meestal op een manier als in bovenstaande grafiek weergegeven. Dat is als een beleggingsmix die varieert als functie van de leeftijd. Dit is het perspectief van een tijdsgewogen rendement of allocatie. Deze weergave geeft een ietwat vertekend beeld van de wijze waarop beleggingsrisico en -rendementen bijdragen aan het uiteindelijke pensioenkapitaal. De omvang van het kapitaal is in de eerste deelnemersjaren namelijk relatief klein (zie Figuur 2). Ook al wordt veel beleggingsrisico genomen, het effect daarvan op het totale pensioenkapitaal is beperkt. Figuur 5 toont dezelfde lifecycle maar dan vanuit het perspectief van een kapitaalgewogen allocatie. Wat opvalt is dat de allocatie naar risicovolle beleggingen het hoogst is zo rond de leeftijd van 60 jaar. Op dat moment is het risico in het tijdsgewogen lifecycleprofiel al aanzienlijk afgebouwd. Hierbij moet worden opgemerkt dat de getoonde kapitaalopbouw past bij een relatief lage carrièregroei. Wanneer een deelnemer een sterke reële salarisgroei doormaakt gedurende zijn loopbaan zal het kapitaal en derhalve de kapitaalgewogen risicoallocatie nog meer richting de pensioendatum verschuiven.

**Figuur 5** Kapitaalgewogen risicoallocatie van een lifecycleportefeuille



Bron: Achmea IM

Het kapitaalgewogen perspectief laat zien dat kleine veranderingen in het lifecycleprofiel het eindresultaat op een andere manier beïnvloeden. Voor de lifecycle in Figuur 4 staat in Tabel 2 weergegeven wat het effect op het pensioenkapitaal is wanneer de getoonde vrijheidsgraden omhoog danwel omlaag worden aangepast.

**Tabel 2** Gevoeligheid eindkapitaal voor aanpassing van de verschillende parameters van een lifecycle

	<b>+1% allocatie</b>	<b>-1% allocatie</b>
Hoogte allocatie naar zakelijke waarden bij start (1)	0.26%	-0.25%
Hoogte allocatie naar zakelijke waarden op pensioendatum (2)	0.23%	-0.22%
	<b>1 jaar later afbouwen</b>	<b>1 jaar eerder afbouwen</b>
Moment van begin afbouw (3)	0.58%	-0.57%
Moment van bereiken eindallocatie (4)	0.48%	-0.53%

Bron: Achmea IM


Bovenstaande tabel toont dat met name de keuzes rondom het moment van de afbouw van risico naar verwachting een groot effect op het pensioenkapitaal op pensioendatum hebben. Kanttekening hierbij is dat dit vanuit een rendementsperspectief is bekeken en uiteindelijk sterk afhankelijk is van de gehanteerde aannames ten aanzien van de economische ontwikkelingen en deelnemerskarakteristieken.

### 3.4 De kwantificatie van de risicopreferentie met de nutsfunctie

Er is veel onderzoek gedaan naar de wijze waarop mensen risicovolle uitkomsten beoordelen en waarderen. De pioniers op dit vlak waren onder andere (Kahneman & Tversky, 1979). Uit deze onderzoeken komt naar voren dat mensen in de beoordeling van financiële winsten en verliezen een groter gewicht geven aan het verlies van een bepaald bedrag dan aan de winst van hetzelfde bedrag. Men ervaart dus een ander nut van het verliezen dan van het winnen van een bepaald bedrag. De mate waarin en bij welke bedragen dit geldt, komt tot uitdrukking in de nutsfunctie. Deze nutsfunctie drukt per individu of groep (leeftijdscohort) uit hoe de uitruil tussen positieve en negatieve uitkomsten wordt ervaren.

In lifecycle-analyses wordt met behulp van nutsfuncties voor verschillende deelnemersgroeperingen onderzocht welke combinatie van risico en rendement leidt tot het hoogste nut. De onzekere uitkomsten van verschillende lifecycleprofielen kunnen met de nutsfunctie worden vertaald in één maatstaf, de zogenoemde





zekerheidsequivalenten. Deze zijn als het ware de waarde die betreffende persoon of groep aan de uitkomsten van de lifecycle koppelt. Via deze zekerheidsequivalenten kunnen onzekere lifecycleuitkomsten (kardinaal) met elkaar worden vergeleken, en kan de lifecycle met de hoogste verwachte waarde worden geselecteerd.

### De vorm van de nutsfunctie

In de praktijk wordt veelal de nutsfunctie verondersteld te voldoen aan het *constant relative risk aversion (CRRA)* criterium. Dit houdt in dat winsten en verliezen relatief worden gewaardeerd en dat de absolute omvang hiervan hierbij geen zelfstandige bepalende factor is. Dit wordt doorgaans gekwantificeerd met een nutsfunctie in de vorm:

$$u(c) = \frac{c^{1-\gamma}}{1-\gamma}$$

Hierin is  $u(c)$  de nutsfunctie (*utility function*),  $c$  het pensioenkapitaal en  $\gamma$  de risico-aversie parameter. Een hoge  $\gamma$  betekent ook een relatief hoge risico-aversie. Met behulp van deze functie worden de uitkomsten van verschillende mogelijke lifecycleprofielen gewogen en opgeteld om tot een zekerheidsequivalent te komen. Een belangrijke doelstelling van het risicopreferentieonderzoek is vast te stellen wat de risicopreferentie is (hier in de vorm van de parameter  $\gamma$ ) voor verschillende deelnemers / leeftijdscohorten.

### 3.5 Keuze uit verschillende risicoprofielen

Het risicopreferentieonderzoek zou moeten worden aangegrepen om, naast het onderzoek naar een leeftijdsafhankelijk verband in de risicopreferentie van deelnemers, ook te onderzoeken hoe groot de spreiding in risicopreferentie voor verschillende leeftijdscohorten is. Is deze spreiding groot dan biedt de FPR de mogelijkheid om verschillende risicoprofielen te definiëren. Deelnemers kunnen dan de lifecycle kiezen die het best bij hun persoonlijke voorkeuren en situatie past. In de praktijk betekent dit dat deelnemers naast de 'neutrale' default lifecycle ook de mogelijkheid krijgen om te kiezen voor een meer offensief of meer defensief lifecycleprofiel.

### 3.6 De analyse van lifecycles onder de FPR

#### Een collectief beleggingsbeleid in de uitkeringsfase

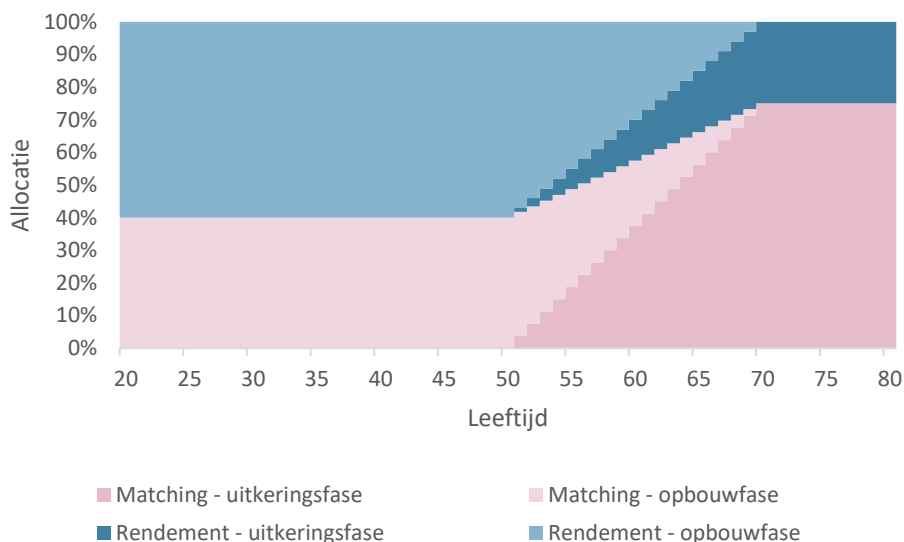
Na de pensioendatum zal een actieve deelnemer geen pensioenpremie meer inleggen, maar een pensioenuitkering ontvangen uit het opgebouwde pensioenvermogen. Zoals eerder gesteld, heeft de deelnemer hierbij de keuze uit twee varianten. Ofwel de deelnemer kiest voor een vaste nominale uitkering. In dit geval zal hoogstwaarschijnlijk met het pensioenkapitaal een levenslange uitkering bij een verzekeraar worden ingekocht. Ofwel blijft de deelnemer in het pensioenfonds<sup>8</sup> en neemt deel in een collectieve uitkeringsfase met een variabel pensioen. Deze collectieve fase lijkt qua beleggingsbeleid en onderliggende systematiek sterk op het beleggingsbeleid onder het huidige FTK. Een belangrijk verschil is echter dat de "dekkingsgraad" van het CVP steeds naar 100% moet worden gestuurd. Wanneer er te veel of te weinig in kas is, zal de uitkering aan gepensioneerden worden aangepast. Hierbij is wel enige spreiding mogelijk zodat gepensioneerden niet de gehele klap in één keer te verwerken krijgen. Uitgaande van een CVP in de pensioenfase is het richtpunt van de lifecycle (de *target*-portefeuille) gelijk aan de beleggingsportefeuille van dat collectief. De lifecycle dient dus af te bouwen naar de CVP-portefeuille. Dit betekent dat het beginpunt van een analyse van een lifecycle onder de FPR altijd de vaststelling van het beleggingsbeleid van de CVP zal zijn. Als duidelijk is waarnaartoe wordt afgebouwd kan vervolgens worden gekeken naar de exacte vorm van de lifecycle gedurende de opbouwfase. Figuur 6 geeft een voorbeeld van een lifecycle waarbinnen een portefeuille in de opbouwfase (lichte kleur, bestaande uit 60% rendementen 40% matching) langzaam wordt afgebouwd richting de portefeuille in de CVP uitkeringsfase (donkere kleuren, bestaande uit 25% rendement en 75% matching). Dit voorbeeld toont dat de exposure naar zakelijke waarden, wanneer naar een CVP-fase wordt afgebouwd gedurende de lifecycle, relatief langzaam wordt afgebouwd. In absolute zin zal de omvang van de zakelijke waarden mogelijk zelfs nog iets toenemen in de aanloop naar de pensioendatum. Dit in tegenstelling

---

<sup>8</sup> Ervan uitgaande dat het pensioenfonds de collectief variabel pensioen of CVP variant als default heeft gekozen. In theorie kan een pensioenfonds er ook voor kiezen om een vastgestelde uitkering aan te bieden. Het lijkt gegeven de aard van een dergelijke uitkering en het beleggingsbeleid van pensioenfonds echter niet voor de hand liggend dat deze optie veel zal worden gekozen.

tot een lifecycle die naar een vaste uitkering toestuurt waarbij zakelijke waarden voor de pensioendatum worden afgebouwd ten faveure van veilige vastrentende waarden.

**Figuur 6** Voorbeeld van een lifecycle waarbinnen wordt afgebouwd naar een CVP uitkeringsfase (de donkere kleuren betreffen de allocatie onder de CVP-fase)



Bron: Achmea IM

### Sturen op de risico-/rendementsmaatstaven

Een belangrijke vraag bij het vormgeven van het (beleggings-)beleid van een pensioenregeling is de keuze in risico- en rendementsmaatstaven waarnaar wordt gekeken om de beleidskeuzes te beoordelen. Bij het analyseren van lifecycles is het aantrekkelijk om voor actieve deelnemers vooral te kijken naar de verwachte (reële) waarde van het pensioenkapitaal en de pensioenuitkering op pensioendatum. De wetgever schrijft voor dat er voor de uitkeringsfase moet worden gekeken naar de verwachte reële pensioenuitkering en de reële pensioenuitkering in een slecht weer scenario. Voor de uitkeringsfase komt daar nog een maatstaf bij die kijkt naar de fluctuaties in de pensioenuitkering.

Alhoewel dit zeker nuttige maatstaven zijn bij het beoordelen van lifecycles, kijken deze maatstaven relatief eenzijdig naar de situatie op en na de pensioendatum. Met name voor jongere deelnemers betekent dit dat het nemen van veel beleggingsrisico vrijwel altijd goed uitpakt. Op een lange horizon domineert de aandelenrisicopremie namelijk ook in de slechtste scenario's zodanig dat de slechtste resultaten vaak beter zijn dan die van staatsobligaties in datzelfde scenario (7). Daarnaast leert de ervaring in het Verenigd Koninkrijk dat jongeren ondanks dat de periode tot pensioendatum nog lang is, huiverig zijn voor al te grote bewegingen in het pensioenkapitaal. Een ongunstige ontwikkeling in het opgebouwde pensioenvermogen die voor jaren aanhoudt kan het draagvlak bij deelnemers voor het gevoerde beleid sterk aantasten. Ook geldt dat op de moderne arbeidsmarkt deelnemers soms maar voor een aantal jaren deelnemen in een fonds en de facto een veel minder lange beleggingshorizon hebben. Het is in de ogen van Achmea IM daarom van belang ook een aantal meer kortetermijncriteria in ogenschouw te nemen. Hieronder worden enkele voorbeelden gegeven van mogelijk te hanteren maatstaven.

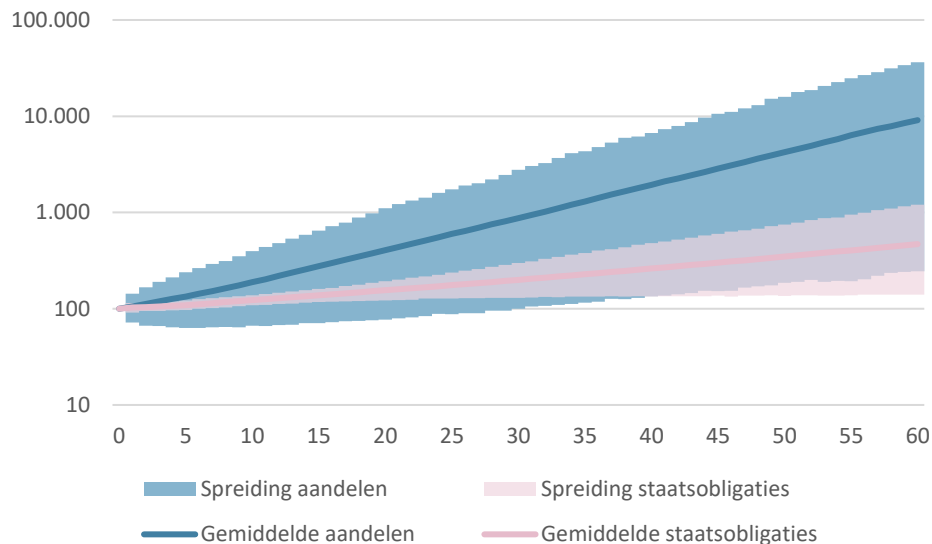
#### Lange termijn (15+ jaar):

- Zekerheidsequivalenten (maatstaf die rekening houdt met de risicohouding van de deelnemers)
- Reële pensioenuitkomsten in de vorm van een vervangingsratio (mediaan, gemiddelde, slecht weer uitkomst)
- Lange termijn drawdown van het pensioenkapitaal / de verwachte pensioenuitkering

#### Korte / middellange termijn (<15 jaar):

- Risicomaatstaven (drawdowns, volatiliteit, dalingen als % van ingelegde premie) / kans dat het vermogen lager ligt dan de ingelegde premie)
- Rendement (pensioenkapitaal als multiple van de ingelegde premie, gerealiseerd meetkundig rendement)

**Figuur 7 Op lange horizon domineert in analyses doorgaans de aandelenrisicopremie het kortetermijnrisico (logaritmische schaal)**



Bron: Ortec GLASS, Achmea IM


### 3.7 Lessen uit het buitenland

Buiten Nederland zijn er verschillende landen waarin al langere tijd met *defined contribution* pensioenregelingen en lifecycles wordt gewerkt en waar er in het verleden ook sprake is geweest van een wijziging van het pensioenstelsel. Van Popta & Steenbeek (2021) hebben gekeken naar welke lessen kunnen worden getrokken uit de ervaringen in het buitenland met pensioentransities. Op basis van de ervaringen in o.a. Canada, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk op het gebied van pensioenhervormingen komen zij tot de volgende conclusies:

- Transities zijn een traject van de lange adem. Zet een stip op de horizon en investeer in politieke en maatschappelijke support voor de hervormingen.
- Er zullen altijd winnaars en verliezers zijn in een transitie. Goede communicatie over de doelstelling is om die reden cruciaal.
- Een hervorming is in zekere zin nooit af maar een continu proces. Verwacht dat er komende jaren nog veel nieuwe inzichten zullen zijn en dat regels hierop zullen worden aangepast.
- Hervormingen komen in alle vormen en maten.
- Economische omstandigheden zijn van belang.

Deze lessen hebben met name betrekking op de pensioenhervormingen in algemene zin. De vraag in het kader van de FPR is welke specifieke ervaringen er zijn opgedaan met betrekking tot de eigenschappen van een DC regeling. Op basis hiervan kan een aantal aandachtspunten voor de transitie naar de FPR worden geïdentificeerd:

- Lump sum onttrekkingen zullen mogelijk populairder worden. In het Verenigd Koninkrijk bestaat momenteel de mogelijkheid om 25% van het gespaarde pensioenkapitaal bij pensioneren op te nemen. In nieuwe wetgeving wordt dit zelfs verder uitgebreid. Dit betekent dat er op pensioendatum sprake kan zijn van een significante outflow van kapitaal. De effecten hiervan op totaalniveau hangen af van de opbouw van het deelnemersbestand.
- Veruit de meeste deelnemers blijven in de *default* lifecycle. Het is dus van belang een passende default oplossing aan te bieden. De meerwaarde van het aanbieden van verschillende extra varianten



---

moet worden gezien tegen de operationele belasting van het vormgeven en beheren van meerdere lifecycleprofielen.

- Transparantie over kosten en rendementen is van belang. Deelnemers willen begrijpen waarom hun pensioenkapitaal verandert en welke kosten daarbij gemaakt worden.



## 4. Visie op het ontwerp van lifecycles

De overgang naar een FPR betekent dat de wijze waarop de beleggingsportefeuille tot stand komt op verschillende vlakken zal wijzigen. In plaats van een ALM-studie met ‘harde’ verplichtingen om tot één collectief strategisch beleggingsbeleid te komen, zullen één of meerdere lifecycleprofielen moeten worden vormgegeven. Het ontwerp van een lifecycle is in die zin uitdagender doordat er in plaats van een statisch beleggingsbeleid een beleggingsbeleid moet worden ontworpen dat afhankelijk is van tenminste de leeftijd van een deelnemer.

### Belangrijke uitgangspunten bij het ontwerp van lifecycles:

- Een aantal belangrijke beleggingsprincipes onder het pensioenbeleggen veranderen niet: goede spreiding over risicobronnen blijft belangrijk, evenals de inzet van illiquide beleggingen als potentiële rendementsbron.
- De eerste stap bij het vormgeven van de lifecycleprofielen is de identificatie van de beleggingsbouwstenen.
- Het beleggingsbeleid in de collectieve uitkeringsfase is het vertrekpunt en dient als eerste vast te worden gesteld. Vervolgens wordt de vormgeving van de lifecycle in de opbouwfase hierop aangesloten.
- De meest eenvoudige lifecycle bestaat uit twee bouwstenen: een rendementsbouwsteen en een rentebouwsteen.
- Meer complexe lifecycles kunnen bestaan uit meer dan twee bouwstenen. De bouwstenen zijn steeds ontworpen met een concrete doelstelling voor ogen: hoog rendement, gespreid rendement, nominale matching, inflatiebescherming, etc.
- Beleggingen in illiquide assets zijn mogelijk onder de FPR wanneer de illiquide assets (kern) in een bouwsteen worden samengevoegd met liquide tegenhangers (de schil).
- Valutarisico zou leeftijdsafhankelijk moeten worden afgedekt onder de FPR (zie huisvisie op het valutabeleid onder de WTP).
- Het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve zou moeten aansluiten op de gekozen vul- en verdeelregels. Een vertrekpunt hierbij is het beleggingsbeleid van de uitkeringsfase omdat dit *grasso modo* aansluit bij de doelstelling van de risicodelingsreserve en operationeel eenvoudig is te implementeren.

### 4.1 De beleggingsprincipes veranderen onder de FPR niet

Bij het vormgeven van een beleggingsportefeuille hanteren beleggers een aantal uitgangspunten en investment beliefs die richting geven bij de invulling van de portefeuille. Door de overgang naar de FPR zullen deze beleggingsprincipes in de basis niet veranderen. Dit betekent dat de huidige beleggingsprincipes nog steeds het uitgangspunt vormen<sup>9</sup>:

- De wereld is fundamenteel onzeker, goede spreiding is van groot belang.
- Op lange termijn is sprake van evenwichtswaardes waar risico-opslagen en risicopremies omheen bewegen.
- Rendementen worden op lange termijn vooral gedreven door de onderliggende waardering.
- Illiquide beleggingen kunnen een aantrekkelijke illiquiditeitspremie genereren.

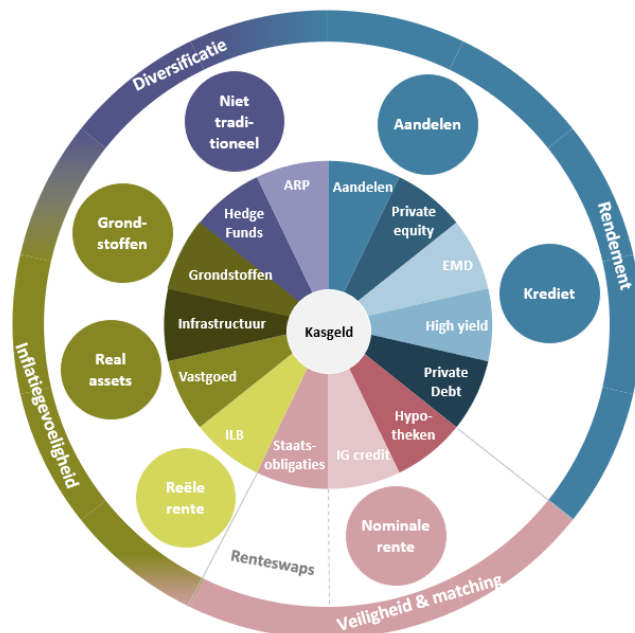
Daarbij vervullen beleggingscategorieën vanuit een portefeuilleconstructie-oogpunt nog steeds een vergelijkbare portefeuillerol. Dit betekent dat de huidige onderverdeling die Achmea IM hanteert en zoals geschetst in Figuur 8 een logisch vertrekpunt is in de vormgeving van lifecycleportefeuilles.

---

<sup>9</sup> De beleggingsprincipes van Achmea IM worden hier als voorbeeld genoemd.

**Figuur 8** Onderverdeling beleggingscategorieën naar portefeuillerol

Risicocategorieën voor een effectieve portefeuillediversificatie en beheersing van het renterisico



Bron: Achmea IM

#### De FPR vereist meer transparantie over effecten van beleggingskeuzes

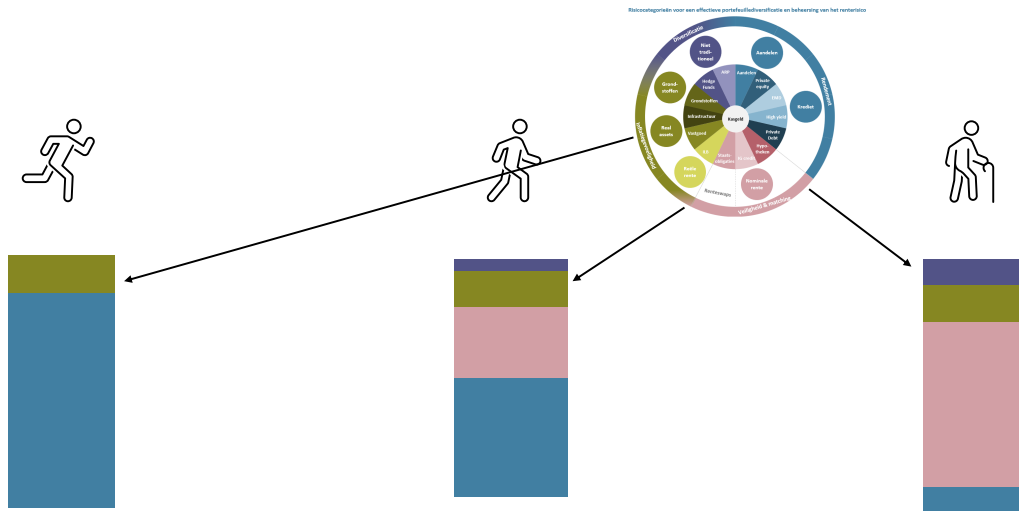
De randvoorwaarden waaraan beleggingsoplossingen onder de FPR moeten voldoen, wijzigen daarentegen wel. Onder het FTK is sprake van pensioenaanspraken en een collectief beheerde én geadmireerde beleggingsportefeuille. Dit betekent ten eerste dat er geen direct verband is tussen de hoogte van het pensioenkapitaal en de aanspraken van een deelnemer. Fluctuaties in het pensioenkapitaal zijn niet 1-op-1 verbonden aan een aanpassing van de pensioenuitkeringen. Daarnaast is het verband tussen het rendement en de hoogte van de pensioenaanspraken minder transparant. Verschillende vermogens-, rente- en actuariële technische effecten beïnvloeden de dekkingsgraad en daarmee de hoogte van de pensioenaanspraken. Het collectieve beheer van de portefeuille en het collectief delen van risico's via de dekkingsgraad van het fonds betekenen dat er onder het FTK geen directe noodzaak is om de keuzes in de context van het portefeuillebeheer te vertalen naar een impact op de individuele pensioenaanspraken. Onder de FPR is deze link wel expliciet: de (verwachte) pensioenuitkering is in de opbouwfase direct afhankelijk van het rendement op het individuele pensioenkapitaal. Dit betekent dat er in de beleggingskeuzes rekening moet worden gehouden met de consequenties daarvan voor het verwachte pensioenkapitaal en de verwachte hoogte van pensioenuitkeringen van de deelnemers.

#### 4.2 Portefeuilleconstructie onder het lifecycleprincipe

Het beleggingsbeleid onder de FPR wordt vormgegeven in de vorm van lifecycles. Binnen een lifecycle wordt het beleggingsrisico afgebouwd naarmate een deelnemer de pensioenleeftijd nadert. Daarbij wordt onder de FPR expliciet onderscheid gemaakt naar de opbouw- en uitkeringsfase. Binnen de opbouwfase geldt een leeftijds- en mogelijk ook deelnemerafhankelijk beleggingsbeleid dat beleggingsrisico afbouwt richting pensioendatum: het *glide path*. De uitkeringsfase kent daarentegen eenzelfde risicoprofiel voor alle gepensioneerde deelnemers. Wanneer we het over lifecycles hebben bedoelen we het totale beleggingsbeleid dat een deelnemer heeft tijdens zijn levensloop: gedurende de opbouwfase én gedurende de uitkeringsfase. Bij de vormgeving van lifecycles worden deze fases daarom afzonderlijk bekeken.

Figuur 9 geeft een voorbeeld van een drietal portefeuilles voor een jonge, middelbare en oude deelnemer. Naarmate de deelnemer dichterbij de pensioenleeftijd komt zal aandelenrisico worden ingeruild voor renterisico. Met het begrip lifecycle wordt de leeftijdsafhankelijke allocatie naar de verschillende beleggingsportefeuilles aangeduid.

**Figuur 9** Schematische weergave portefeuilleconstructie onder de FPR: in principe wordt per leeftijdscohort een aparte portefeuille geconstrueerd waarin verschillende beleggingscategorieën worden gecombineerd



Bron: Achmea IM

#### 4.3 De stappen in het ontwerp van lifecycles

Het lifecycleprofiel in de opbouwfase wordt vormgegeven met behulp van lifecyclebouwstenen. Dit zijn de portefeuilles waaruit de lifecycle wordt opgebouwd. Het is gezien het belang van een efficiënt ontwerpproces verstandig deze bouwstenen in grote lijnen vast te stellen voordat het lifecycleprofiel van de opbouwfase wordt onderzocht. Indien in een later stadium het risicoprofiel van de beleggingsportefeuilles significant zou worden aangepast, heeft dit in aanleg consequenties voor het *glide path* in de opbouwfase. Mogelijk was dan een andere verhouding tussen de rendements- en veilige beleggingsportefeuilles passender geweest.

In het proces rondom het ontwerp van lifecycles kunnen derhalve de volgende stappen worden onderscheiden:

1. Uitvoeren van risicopreferentieonderzoek (RPO) naar de risicopreferenties van deelnemers;
2. Vaststelling doelstelling, investment beliefs, randvoorwaarden & uitgangspunten;
3. Identificatie aantal lifecyclebouwstenen;
4. Vormgeving lifecyclebouwstenen, mapping beleggingscategorieën op bouwstenen;
5. Vaststelling beleggingsbeleid uitkeringsfase (CVP);
6. Ontwerp lifecycleprofiel in de opbouwfase. In deze analysestap wordt ook op basis van de uniforme scenarioset van DNB de risicohouding vastgesteld in de vorm van een verwacht pensioenresultaat, slechtweert pensioenresultaat en (voor de uitkeringsfase) een verwachte mate van spreiding van de pensioenuitkering. De risicohouding vormt een belangrijke randvoorwaarde voor de verdere aanscherping van de lifecycleprofielen;
7. Aanscherping lifecycleprofielen en beleggingsbouwstenen.

De visie op het proces rondom de vormgeving van het beleggingsbeleid wordt nader uiteengezet in hoofdstuk 6.

#### 4.4 De vormgeving van het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase

In de uitkeringsfase van de FPR zijn er twee typen pensioenuitkering en bijpassend beleggingsbeleid mogelijk:

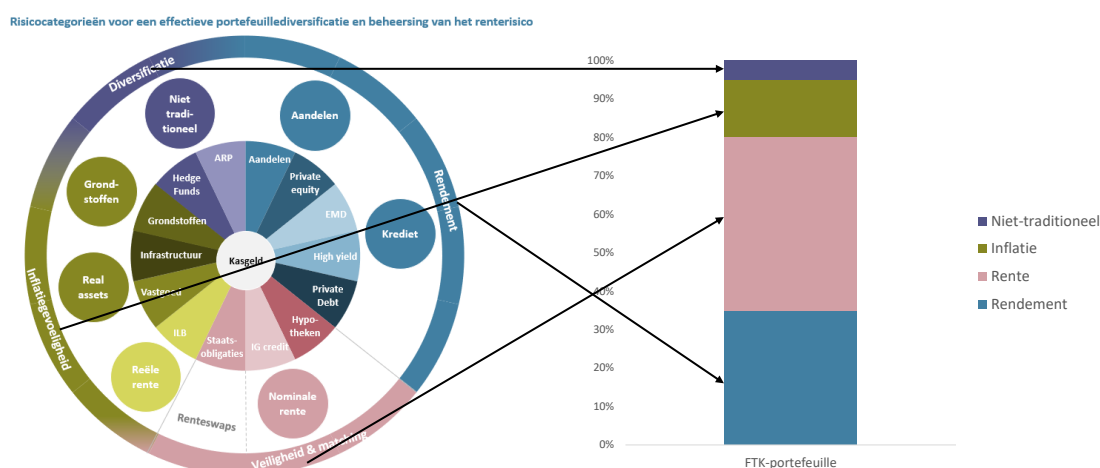
- Vaste uitkering: vereist veilige nominale obligaties en renteswaps
- Variabele uitkering: vereist collectieve gespreide portefeuille die aansluit op de (reële) risicohouding.

Het beleggingsbeleid zal dus afhankelijk zijn van het type uitkering dat als default wordt gekozen. Kiest het pensioenfonds voor de vaste uitkering als default, dan past een zeer defensief beleggingsbeleid dat stuurt op nominale zekerheid. Indien daarentegen een variabele uitkering de standaard is, bestaat er ruimte om door middel van het nemen van meer risico een (ten dele) waardevast pensioen te realiseren. Onder deze laatste

variant hebben deelnemers de facto een aanspraak in het collectief<sup>10</sup>. Het vermogen in deze collectieve portefeuille is precies voldoende om alle aanspraken te dekken, in de huidige FTK-context correspondeert dit met een dekingsgraad van 100%. Indien de collectieve portefeuille en/of de contante waarde van de pensioenuitkeringen als gevolg van marktbevingen krimpt of groeit worden alle aanspraken met eenzelfde percentage aangepast zodat de dekingsgraad weer op 100% uitkomt. De daling of stijging van de pensioenuitkering is voor alle gepensioneerde deelnemers in deze variant gelijk.

Deze collectieve uitkeringsfase onder de FPR lijkt sterk op het collectieve doorbeleggen onder de huidige wet verbeterde premiereregeling en daarmee heeft het ook sterke parallellen met het beleid onder het FTK. Hierdoor is de portefeuilleconstructie voor de uitkeringsfase in wezen niet anders dan onder het FTK. Hierbij moet uiteraard wel rekening worden gehouden met voor de FPR specifieke risico- en resultaatmaatstaven en geldt ook het FTK-toezichtsregime niet. Aan de hand van genoemde maatstaven moet in de portefeuilleconstructie worden onderzocht welke combinatie van beleggingscategorieën het beste recht doet aan de risicohouding van de deelnemers in de uitkeringsfase.

**Figuur 10** Schematische weergave portefeuilleconstructie onder het FTK: verschillende beleggingscategorieën worden gecombineerd tot één portefeuille



Bron: Achmea IM

#### 4.5 Risicodiversificatie, risicosturing en risicohedging

Bij de vormgeving van lifecycles staat de vraag hoeveel risico moet worden genomen om de doelstellingen te verwezenlijken centraal. Het is daarbij zinvol om onderscheid te maken naar een drietal wijzen waarop het risico van het lifecycleprofiel wordt beheerst:


- **Risicodiversificatie:** dit is – binnen (het rendementsdeel van) de portefeuille van de deelnemer - de spreiding over verschillende risicobronnen om tot een relatief efficiënte en robuuste (rendements)portefeuille te komen.
- **Risicosturing:** dit is sturing van de verhouding tussen de rendementsportefeuille (of –bouwsteen) en de risicovrije asset (kasgeld of rentegevoelige vermogenstitels met korte duratie) om het risicoprofiel naar het gewenste niveau te sturen.
- **Risicohedging:** de inzet van matchende beleggingscategorieën om het nominale of reële renterisico van een (toekomstige) pensioenuitkering te beperken.

#### 4.6 De beleggingsbouwstenen als fundament in het ontwerp van lifecycles in de opbouwfase

Een lifecycles bestaat in principe uit een portefeuille per leeftijdscohort, zoals beschreven in paragraaf 4.2. In de praktijk is het operationeel niet praktisch om te werken met aparte leeftijdsafhankelijke portefeuilles

<sup>10</sup> In principe kan de uitkeringsfase ook individueel worden vormgegeven. In de praktijk zitten hier vanuit het oogpunt van de deelnemers en het pensioenfonds weinig voordelen aan. In deze notitie wordt er daarom vanuit gegaan dat de uitkeringsfase collectief wordt vormgegeven.





binnen de FPR. Dit zou aanzienlijke transactiekosten met zich meebrengen iedere keer dat een deelnemer van leeftijdscohort verwisselt. Het is praktischer om voor de individuele / deelnemer portefeuilles op te bouwen uit een beperkt aantal multi-assetportefeuilles - de zogenoemde lifecyclebouwstenen. De lifecycle bestaat dan uit een leeftijdsafhankelijke allocatie naar deze lifecyclebouwstenen zoals in het vorige hoofdstuk geschetst. Een belangrijke aanvullende randvoorwaarde onder de FPR is dat deze portefeuilles moeten zijn ge-unitiseerd: de portefeuilles moeten te zijn onderverdelen in units die aan individuele deelnemers zijn toe te schrijven.

#### 4.6.1 Randvoorwaarden lifecyclebouwstenen

De lifecyclebouwstenen dienen te worden ontworpen met een expliciete doelstelling voor ogen. Door binnen deze bouwstenen diversificatie toe te passen en ze vervolgens te combineren, kan op een efficiënte wijze invulling worden gegeven aan de risicosturing van het lifecycleprofiel en de hedging van nominale en reële pensioenrisico's.

Bij het ontwerp van lifecyclebouwstenen dient rekening te worden gehouden met een aantal belangrijke randvoorwaarden:

- **Liquiditeit:** lifecyclebouwstenen moeten voldoende liquide zijn om het mogelijk te maken om periodiek te verhandelen (dagelijks, wekelijks of maandelijks, afhankelijk van de vereiste handelsfrequentie). Bij de inzet van illiquide beleggingscategorieën moet worden bekeken in hoeverre deze passen binnen de randvoorwaarde van een voldoende liquide lifecyclebouwsteen.
- **Onderpand:** de inzet van derivaten in bouwstenen leidt automatisch tot de vraag hoe het benodigde onderpand moet worden ingeregeld. Een belangrijk principe is dat de rendementseffecten van de derivaten en (mutaties in) het onderpand neer moeten slaan in de bouwsteen waarvoor deze bedoeld is. Hierbij geldt een drietal belangrijke uitgangspunten die niet altijd even eenvoudig met elkaar te verenigen zijn: i) onderpand wordt juridisch bij voorkeur op totaalportefeuilleniveau ingeregeld. Het regelen van de benodigde contracten om onderpand op bouwsteen-niveau te regelen is onnodig complex en daarmee kostbaar; ii) onderpandvereisten in de ene bouwsteen zouden geen materiele impact op de allocatie binnen een andere bouwsteen moeten hebben (een hogere valuta-afdekking binnen de rendementsbouwsteen zou bijvoorbeeld niet moeten leiden tot een hogere allocatie naar staatsobligaties binnen de CVP-portefeuille); iii) een bouwsteen zou in principe in zijn eigen liquiditeit moeten voorzien. Het afrekenen van derivaten gebeurt door het verkopen van stukken uit de corresponderende bouwsteen.
- **Kosten:** eventuele kosten uit hoofde van het beheer van de beleggingscategorieën in de bouwstenen alsmede de kosten van het beheer van de bouwsteen zelf, zouden in principe ook binnen de bouwsteen moeten worden verrekend. Indien dit niet het geval is, zouden deelnemers zonder exposure naar betreffende bouwsteen mogelijk opdraaien voor de kosten van het beheer daarvan.

#### 4.6.2 Inzet lifecyclebouwstenen

De vraag is vervolgens hoeveel bouwstenen nodig zijn om een lifecycleprofiel vorm te geven. Hierbij moet een afweging worden gemaakt ten aanzien van de mate waarin additionele bouwstenen helpen om het lifecycleprofiel beter toe te spitsen op de risicohouding en doelstelling per leeftijdscohort versus de operationele complexiteit en de kosten die het vormgeven en beheren van een groter aantal bouwstenen met zich brengt.

#### Drie basisbouwstenen

In de basis kan een lifecycle vorm worden gegeven met twee bouwstenen: een rendements- en rente-/matchingbouwsteen. We gaan er echter vanuit dat een derde bouwsteen in de praktijk gewenst is om ook vorm te kunnen geven aan de doelstelling 'risicobeheersing'. Daarmee zien wij onderstaande drie bouwstenen als goed vertrekpunt voor de vormgeving van de lifecycle:

- i) een *gespreide rendements* bouwsteen met als doelstelling het genereren van een relatief robuust en voldoende hoog rendement;
- ii) een stabiele rentebouwsteen met als doelstelling risicosturing en het bieden van diversificatie ten opzichte van het rendementsblok;
- iii) een matchingbouwsteen met als doelstelling het beheersen van het renterisico (hedging) en daarmee ook het inkooprisico te beperken.

Deze drie bouwstenen stellen de belegger in staat op het cohort-afhankelijke gewenste risicoprofiel te sturen door te alloceren naar de *gespreid rendementsbouwsteen* en de stabiele rentebouwsteen. Met behulp van de matchingbouwsteen kan daarnaast het inkooprisico op pensioendatum worden gehedged.

### Twee optionele bouwstenen

Naast de hierboven beschreven basisbouwstenen zijn er optioneel twee aanvullende bouwstenen die kunnen worden ingezet om de lifecycle (nog) beter aan te laten sluiten op de risicohouding en doelstelling per leeftijdscohort:

- i) een *high return* bouwsteen met als doelstelling het genereren van een zo hoog mogelijk rendement;
- ii) een reële rente bouwsteen met als doelstelling het beheersen van het reële inkooprisico.

Zoals eerder gezegd, moet bij de inzet van deze optionele bouwstenen de meerwaarde van het *finetunen* van de lifecycleprofielen met behulp van deze bouwstenen worden afgewogen tegen de operationele consequenties en kosten van de inzet van meer dan drie bouwstenen.

### Liquiditeit als zesde aanvullende bouwsteen

Een laatste aanvullende bouwsteen is een liquiditeit bouwsteen die kan worden ingezet in het beheer van de lifecycle profielen en als instrument om risicosturing op korte duratie vorm te geven, alsook om het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserves vorm te geven.

### Het gebruik van meer dan zes bouwstenen lijkt uit praktisch oogpunt niet zinvol

In theorie kunnen er meer dan de bovengenoemde bouwstenen worden vormgegeven. In een extreem geval zouden zelfs individuele beleggingscategorieën als bouwstenen kunnen worden gebruikt. Het lifecycleprofiel op hoofdlijnen bestaat dan uit allocaties naar deze beleggingscategorieën. Dit heeft echter de belangrijke keerzijde dat het portefeuillebeheer minder efficiënt kan worden vormgegeven. De allocatie op hoofdlijnen staat dan immers al vast. Daarnaast moet de (il)liquiditeit binnen alle afzonderlijke beleggingscategorieën worden gemanaged. Bij meerdere bouwstenen met een kleinere omvang zal dit minder efficiënt kunnen worden gedaan.

De meerwaarde van meer dan de eerder genoemde zes bouwstenen voor de karakteristieken van de lifecycles lijkt daarom niet op te wegen tegen de extra operationele belasting en kosten. Zes bouwstenen is daarom vanuit praktisch oogpunt een maximum aan het te hanteren aantal bouwstenen. Ook hoeft, net als in het FTK, niet elke beleggingscategorie een plek te krijgen in een robuuste portefeuille.

**Tabel 3 Maximaal 6 lifecycle- bouwstenen: doelstellingen en maatstaven**

Bouwsteen	Lifecycle-rol	Doelstelling	Maatstaf	Rol in LC-constructie
<i>High return</i>	Maximaal rendement op lange termijn	Verslaan aandelenportefeuille op 5-jaars horizon	Aandelenbenchmark	Optioneel
<i>Diversified return</i>	Optimaal voor risico gecorrigeerd rendement	Hoog voor risico gecorrigeerd rendement	Sharpe-ratio	Basis
<i>Stabiel vastrentend</i>	Risicosturing & diversificatie	Hoger rendement dan de swaprente (ca 7,5 jaar)	samengestelde vastrentende waarden benchmark	Basis
<i>Matching</i>	Veiligheid & nominale rentegevoeligheid	Rendement in lijn met 40-jaars swaprente	+/-40-jaars swaprente	Basis
<i>Reële matching</i>	Risicosturing & beheersing reëel inkooprisico	Beheersing reële rente	Reële rente	Optioneel
<i>Liquiditeit</i>	Liquiditeit in alle marktomstandigheden + genereren kasrendement	Liquiditeit en genereren 1-jaarsswaprente	1-jaarsswaprente	Optioneel

## 4.7 De constructie van de lifecyclebouwstenen

In deze paragraaf wordt ingegaan op de nadere vormgeving van de eerder beschreven bouwstenen. Een vraag bij het toewijzen van beleggingscategorieën aan de verschillende bouwstenen is in hoeverre het noodzakelijk is om beleggingscategorieën aan één enkele bouwsteen toe te wijzen of dat beleggingscategorieën in meerdere bouwstenen terug kunnen komen. Ook hier geldt dat een afweging moet worden gemaakt tussen de theorie (beleggingscategorieën kunnen theoretisch in meerdere bouwstenen een rol spelen) en een gewenste, zo efficiënt mogelijke praktijk (beleggingscategorieën worden aan één bouwsteen toegewezen). Dit laatste is wellicht meer praktisch, om te voorkomen dat een aandelenmandaat gesplitst dient te worden om het onderdeel uit te laten maken van 2 bouwstenen. In het volgende gaan we daarom van het laatste perspectief uit.

### 4.7.1 Diversified return bouwsteen

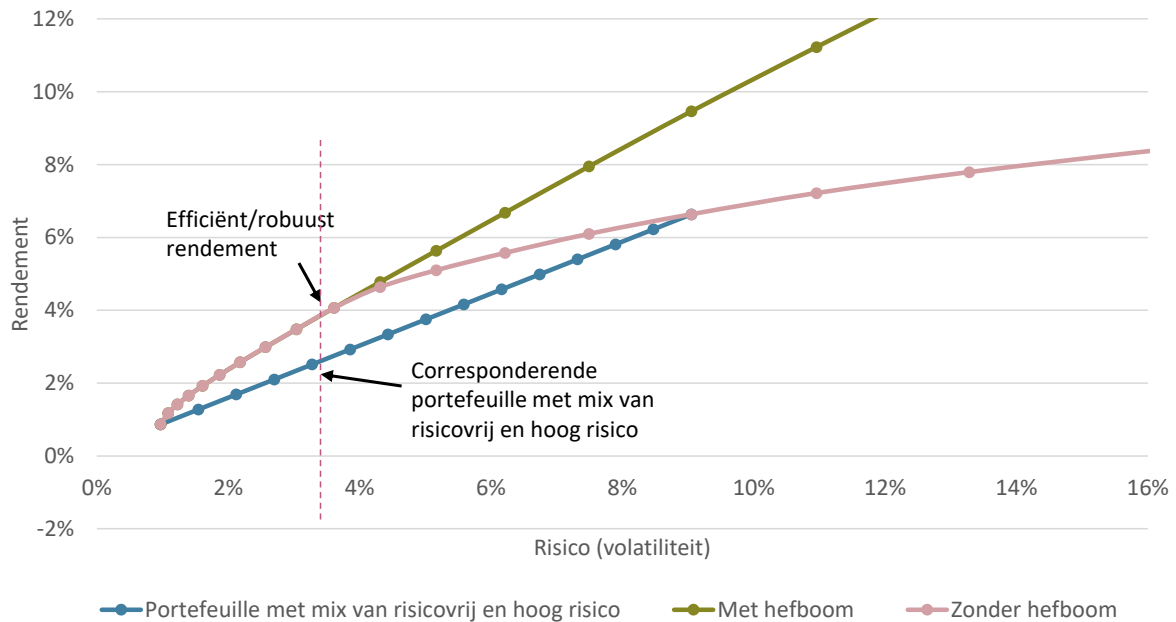
Het rendement in een lifecycle wordt in de basis gegenereerd met een goed gespreide rendementsportefeuille. Hiermee wordt voor jonge en oudere deelnemers op lange termijn op een relatief efficiënte en robuuste wijze rendement gegenereerd. In een dergelijke portefeuille kunnen in beginsel alle beleggingscategorieën een rol spelen – afhankelijk van de economische vooruitzichten dragen alle beleggingscategorieën bij aan het creëren van een robuuste portefeuille. Vanwege de aanwezigheid van nominaal renterisico in de stabiele rentebouwsteen en de matchingbouwsteen laten we de beleggingscategorieën met vooral deze portefeuillerol buiten de *diversified return* bouwsteen. Dit betekent dat in principe de beleggingscategorieën onder de risicocategorieën rendement, inflatie en niet-traditioneel (zie Figuur 8) in aanmerking komen voor deze bouwsteen.

### 4.7.2 High return bouwsteen

Alhoewel een goed gespreide rendementsportefeuille in termen van risico efficiënt is, biedt deze voor jonge FPR-deelnemers in theorie niet altijd het meest optimale beleggingsbeleid. Dit geldt specifiek indien die portefeuille zó goed gediversifieerd is dat deze – zelfs bij een 100% allocatie binnen een lifecycle – in verwachting te weinig rendement genereert voor jonge deelnemers. Zoals in hoofdstuk 3 geschetst, kan een jonge deelnemer door zijn lange beleggingshorizon en groot *human capital* een hoge risicotolerantie hebben. Daardoor is het vanuit het oogpunt van een jonge deelnemer potentieel wenselijk gedurende een periode te beleggen in een portefeuille met een zo hoog mogelijk rendement dat op lange termijn zorgt voor een zo groot mogelijke groei van het pensioenkapitaal.

De standaard portefeuilleleer (Sharpe, 1964) stelt dat als de financiële markt zich in een evenwichtssituatie bevindt, een belegger de optimale beleggingsportefeuille voor een gegeven hoeveelheid risico kan creëren door twee assets te combineren: de (optimal Sharpe) marktportefeuille en een veilige kasgeld asset. Door te lenen tegen het kasgeld kan een belegger een portefeuille met een betere risico-rendementsverhouding creëren dan wanneer – zonder hefboom – sec in assets met een hoger rendement zou worden belegd. Dit wordt ook wel het *two fund separation theorem* genoemd. Onder de FPR is het echter niet mogelijk om met een hefboom te beleggen (tenzij deze hefboom in de beleggingsoplossing zelf wordt vormgegeven). Een jonge deelnemer is daarom aangewezen op een portefeuille met veel beleggingen met een hoog verwacht rendement en ook een hoog risico. Dit wordt geïllustreerd in Figuur 11. Onder de SPR kunnen deelnemers met een hefboom langs de groene lijn hun risicoprofiel verhogen. Onder de FPR is het gebruik van een hefboom niet mogelijk en moeten deelnemers langs de *efficient frontier* (roze lijn) het risicoprofiel verhogen.

**Figuur 11** Efficiënte grenslijn van optimale portefeuilles met en zonder gebruik van een hefboom



Bron: Ortec GLASS, Achmea IM


Een *high return* bouwsteen ligt op een punt op de *efficient frontier* waarbij de risico-rendementsverhouding niet optimaal is (rechter snijpunt blauwe en roze lijn), maar welke door de lange beleggingshorizon naar verwachting op lange termijn een hoger kapitaal geeft. Deze bouwsteen bestaat daarom uitsluitend uit beleggingscategorieën met een zeer hoog rendement (aandelen, private equity). Door de eenzijdige blootstelling naar groei-assets is deze beleggingscategorie minder geschikt voor deelnemers met een kortere beleggingshorizon. Figuur 11 toont ook dat het combineren van de *high return* bouwsteen en een risicovrije matching asset (de portefeuilles op de blauwe lijn) in theorie leidt tot een portefeuille met een beduidend slechter risico-rendementsprofiel dan de 'optimale rendementsportefeuille'. Een kanttekening bij dit voorbeeld is dat in de portefeuilleconstructie kan worden gezocht naar portefeuilles met een risico-rendementsprofiel tussen de blauwe en roze lijn.

#### 4.7.3 Stabiel vastrentende rentebouwsteen

Als deelnemers de pensioenleeftijd naderen wordt de beleggingshorizon korter waardoor ook de risicotolerantie slinkt. Het past dan niet langer om het grootste deel van het pensioenkapitaal naar de rendementsbouwstenen te alloceren. Binnen de lifecycle wordt het risico afgebouwd met behulp van een bouwsteen met een defensief risicoprofiel: een stabiele rentebouwsteen met kredietwaardige vastrentende waarden. Deze bouwsteen heeft een drietal functies: i) risicosturing door kapitaal van de risicovolle bouwstenen naar de stabiele rentebouwsteen te alloceren; ii) diversificatie door blootstelling aan duratie en risico-opslagen met hoge kredietwaardigheid iii) de bouwsteen biedt een aangrijpingspunt om samen met de matchingbouwsteen de duratie van de portefeuille te sturen. Voor de stabiele rentebouwsteen komen met name veilige nominale vastrentende beleggingscategorieën in aanmerking: staatsobligaties, investment grade credits en hypotheek. Eventueel kunnen ook ILB's in de bouwsteen worden opgenomen om de blootstelling aan het reële renterisico te verhogen.

#### 4.7.4 Matchingbouwsteen

Ondanks dat er onder de FPR geen sprake meer is van expliciete verplichtingen, zal er na pensioneren wel sprake zijn van een verwachte pensioenkasstroom. Deelnemers kiezen bij pensioneren de vorm van de uitkering na pensioendatum: gelijkblijvend, dalend of stijgend. Vervolgens wordt – in principe – jaarlijks, volgens het gekozen uitkeringsprofiel, pensioen uitgekeerd. Fluctuaties in de mate waarin het collectieve vermogen de uitkeringsprofielen van de deelnemers dekt worden verrekend in het kasstroomprofiel. In



principe is er dus nog steeds sprake van een fictieve verplichting met een nominale pensioenkasstroom en bij gevolg zijn deelnemers voor en na pensioendatum blootgesteld aan renterisico. Om dit renterisico te hedgen kan gebruik worden gemaakt van de matchingbouwsteen. Deze dient een (uitgestelde) nominale pensioenuitkering na te bootsen en bestaat derhalve uit veilige en liquide beleggingen met een lange duratie. Door de matching bouwsteen en de stabiel vastrentendebouwsteen of de liquiditeitsbouwsteen te combineren kan de duratie van het risicomijdende deel van de portefeuille naar de gewenste duratie worden gestuurd. Daarbij geldt dat de maximale duratie begrensd wordt door de duratie van de matchingbouwsteen. Idealiter wordt deze dus met een relatief lange duratie ingestoken. Dit betekent dat de duratie van de matchingbouwsteen waarschijnlijk met renteswaps naar de gewenste lengte moet worden gestuurd. De onderpandsvereisten van deze renteswaps betekenen dat de matchingbouwsteen voornamelijk uit zeer liquide beleggingen moet bestaan: cash, staatsobligaties en renteswaps.

#### 4.7.5 *Reëlematchingbouwsteen*

Naast het afdekken van het nominale renterisico, is het eventueel ook wenselijk deelnemers te beschermen tegen reëel renterisico en de portefeuille tegelijk bestand te maken tegen inflatieschokken. De reëlematchingbouwsteen die hiervoor kan worden gebruikt bestaat daarom volledig uit inflation-linked bonds. Dit zijn instrumenten die direct gekoppeld zijn aan de reële rente en een positieve gevoeligheid hebben voor inflatieschokken. Alternatief kan de inflatiebouwsteen ook (deels) worden ingevuld met cash en inflatieswaps.

#### 4.7.6 *Liquiditeitsbouwsteen*

De liquiditeitsbouwsteen is met name bedoeld om tijdelijk geld onder te brengen dat niet direct kan worden belegd. En ook om – mocht dat nodig zijn – de duratie van de lifecycle te verkorten. In de basis is dit een bouwsteen waar niet of nauwelijks strategisch naar wordt gealloceerd en die vooral een rol heeft in efficiënt portefeuillebeheer en/of een tijdelijke onderweging van de rentegevoeligheid van de portefeuille. Mogelijk kan de liquiditeitsbouwsteen een strategische rol spelen in de portefeuille van de risicodelingsreserve en/of overige reserves indien hierbinnen niet op (lange) duratie wordt gestuurd. In de praktijk voorziet elke bouwsteen al in de eigen liquiditeit, waardoor een separate liquiditeitsbouwsteen niet meteen voor de hand ligt. Dit is ook de reden om deze bouwsteen niet expliciet te tonen in Tabel 4.

#### 4.7.7 *Mapping beleggingscategorieën naar bouwstenen*

Bij de vormgeving van de bouwstenen is van belang dat deze op robuuste wijze aan de doelstelling voldoen. Niet alleen in het centrale scenario, maar ook onder verschillende alternatieve scenario's. Daarbij zal afhankelijk van de doelstelling ook meer gewicht aan bepaalde aanvullende maatstaven worden gehangen (bijvoorbeeld kort termijn volatiliteit voor bouwstenen die vooral de laatste jaren van de lifecycle worden gebruikt). In Tabel 4 is een logische mapping van de asset classes onder de drie basisbouwstenen en de twee optionele bouwstenen weergegeven. Het is echter van belang dat ieder pensioenfonds op basis van de eigen investment beliefs en beleggingsuitgangspunten een passende mapping maakt.

**Tabel 4 Mapping beleggingscategorieën naar de drie basis lifecyclebouwstenen en twee optionele lifecyclebouwstenen (de optionele liquiditeitsbouwsteen is hier buiten beschouwing gelaten)**

		Lifecycle-bouwstenen					
	Naam bouwsteen	High return	Diversified return	Stabiel vastrentend	Matching	Reële matching	
	Lifecycle-rol	Maximaal rendement	Efficiënt rendement	Risicosturing & diversificatie	Risicosturing & inkooprisico beheersen	Risicosturing & reëel inkooprisico beheersen	
	Rol in LC-constructie	Optioneel	Basis	Basis	Basis / Optioneel	Optioneel	
Beleggingscategorieën	Rendement	Aandelen DM	✓	✓**			
		Aandelen EM	✓	✓**			
		High Yield / Bank Loans		✓			
		EMD LC		✓			
		EMD HC		✓			
		Private Equity	✓	✓**			
	Inflatie	Vastgoed		✓			
		Infrastructuur		✓			
		ILB's		✓	?		✓
		Grondstoffen		✓			
	Niet-traditioneel	Hedge Funds		✓			
		ARP		✓			
	Rente	Credits			✓*		
		Hypotheke			✓*		
		Staatsobligaties			✓	✓	✓
		Cash	✓	✓	✓	✓	✓
		Renteswaps				✓	✓
		Inflatieswaps					✓
		Valuta-fowards	✓	✓	✓		✓

\*de ruimte om kredietrisico in de matchingbouwstenen te nemen is mede afhankelijk van de vormgeving van het LDI-beleid onder de FPR.

\*\*indien een *high return* bouwsteen wordt ingezet zouden deze beleggingscategorieën mogelijk niet meer worden ingezet in de *diversified return* bouwsteen.

Bron: Achmea IM

## 4.8 Liquiditeit onder de FPR

Liquiditeit verdient bijzondere aandacht onder de FPR. Doordat er sprake is van individuele pensioenvermogens kunnen de neveneffecten van illiquide beleggingen minder eenvoudig in het collectief worden gedeeld. Onder de FPR is namelijk sprake van impliciet of expliciet gescheiden portefeuilles. Wanneer een tekort aan liquide middelen binnen een portefeuille ontstaat kan het beheer van de portefeuille onder druk komen te staan.

### Passendheid illiquide beleggingen onder de FPR

De term illiquide beleggingen is een containerbegrip voor beleggingen waarvoor geen of een beperkte secundaire markt bestaat. Hierdoor is het niet of slechts in beperkte mate mogelijk de prijs van deze beleggingen te bepalen en hierop te handelen. Hierbij moet worden opgemerkt dat er binnen de illiquide beleggingen grote verschillen zijn in de mate van illiquiditeit. Aan de ene kant van het spectrum staan beleggingen als bank loans en hypotheeklen waarop doorgaans een redelijke transparante prijsvorming mogelijk is en waarin er derhalve ook binnen het tijdsbestek van enkele weken of maanden transacties kunnen worden verricht. Aan de andere kant staan beleggingen als infrastructuur en private equity waarbij de prijsvorming een sterk idiosyncratisch karakter heeft en het lastig zo niet onmogelijk is om op korte termijn transacties tegen een acceptabele koers te verrichten. Deze beleggingen worden daarom doorgaans aangehouden tot het einde van de looptijd van het fonds.

### Voor- en nadelen van meer illiquiditeit onder de FPR

Er zijn verschillende argumenten voor meer illiquide beleggingen:

- Rendement illiquide beleggingen blijft aantrekkelijk
- Spreiding over meerdere beleggingscategorieën en demping hoge volatiliteit door *stale pricing*
- Lange beleggingshorizon jongeren is bij uitstek geschikt om te profiteren van illiquiditeitspremie.


De argumenten tegen meer illiquide beleggingen zijn daarentegen:

- Gedachte achter pensioenhervorming: meer flexibiliteit vanwege kortere dienstverbanden (mogelijk meer waardeoverdrachten)
- Kleinere portefeuilles (meerdere bouwstenen) betekent ook minder ruimte om illiquide beleggingen te accommoderen.
- Mogelijkheid tot opnemen van *lump sum* van 10% van het pensioenkapitaal bij pensioneren. Dit kan de liquiditeit in enige mate onder druk zetten.
- Keuzemogelijkheid tussen vaste en variabele uitkering. Wanneer CVP de default is, betekent de keuze van een deelnemer voor een vaste uitkering een netto *outflow*.
- De mogelijkheid om te switchen tussen verschillende lifecycleprofielen kan voor extra druk op liquiditeit zorgen.

### Verschillende liquiditeitssituaties

Wanneer wordt nagedacht over liquiditeit is het zinvol onderscheid te maken naar de verschillende situaties waarbinnen het beleggen in illiquide categorieën negatieve effecten met zich mee kan brengen. Grosso modo kunnen er drie situaties worden onderscheiden waarbij illiquide beleggingen een belemmering kunnen vormen:

- **Zeer urgent:** situaties waarbij op zeer korte termijn liquiditeit moet kunnen worden vrijgemaakt. Een voorbeeld is het storten van onderpand bij renteswaps of valutatermijncontracten. Indien dit niet binnen de gestelde termijn gebeurt is er sprake van een default met vervelende negatieve consequenties.
- **Urgent, maar met hoge voorspelbaarheid:** een tweede soort situatie waarbij liquiditeit nodig is om aan verplichtingen te voldoen, is het doen van betalingen aan deelnemers. Dit is enerzijds uit hoofde van de pensioenuitkering die gepensioneerden ontvangen. Anderzijds kan er sprake zijn van een onttrekking uit hoofde van een waardeoverdracht of een *lump sum* betaling bij pensioneren. In het geval van pensioenuitkeringen is de benodigde liquiditeit van tevoren relatief goed te voorspellen en daarmee goed beheersbaar. Waardeoverdrachten of *lump sum* onttrekkingen zijn qua timing minder goed te voorspellen, maar zullen qua omvang zich wel goed laten schatten.

- 
- **Beperkte urgentie:** een laatste liquiditeits situatie doet zich voor wanneer door hevige marktbevingen de portefeuille zal afwijken van de strategische gewichten. In een dergelijk geval is een herbalancering gewenst.

#### Aandachtspunten voor liquiditeit onder de FPR

Onder de FPR kunnen de beleggingsbouwstenen in principe niet van elkaar lenen. Het betreft expliciet gescheiden portefeuilles. Dit betekent dat het liquiditeitsrisico in de opbouw fase moet worden beheerst binnen de bouwstenen. Bij het ontwerp van een FPR zouden de volgende aandachtspunten daarom moeten worden meegenomen:

- **Voldoende liquide bouwstenen.** Het beheersen van liquiditeitsrisico's gebeurt onder de FPR in de opbouw fase in de afzonderlijke beleggingsbouwstenen. Het moet altijd mogelijk zijn om in/uit de bouwstenen te stappen tegen NAV (zie hoofdstuk 5). Dit betekent dat deze beleggingsbouwstenen nooit volledig uit illiquide categorieën kunnen bestaan. Indien dit wel het geval zou zijn, zouden er problemen kunnen ontstaan in de aansluiting tussen het beleggingsbeleid en de gewenste allocatie uit hoofde van het lifecycleprofiel. De bouwstenen dienen dus voldoende liquiditeit te kunnen genereren om te voldoen aan alle verplichtingen. Hierbij zouden de volgende principes als leidraad fungeren:
  - o Stem de combinatie van illiquide assets en derivaten in een portefeuille op elkaar af. Eventuele renteswaps zouden alleen in bouwstenen met voldoende liquide assets (staats, cash, etc.) moeten worden ingezet.
  - o Wanneer belegd wordt in illiquide assets zou dit bij voorkeur worden gedaan in een portefeuille met een illiquide kern en daaromheen een schil van liquide beleggingen. Eventueel benodigde liquiditeit kan dan worden onttrokken aan de liquide beleggingen. De verhouding van liquide en illiquide beleggingen hangt af van de tolerantie voor tijdelijke afwijkingen in het risicoprofiel. En de mate waarin de illiquide belegging kan worden uitgeruild met een liquide equivalent.
- **De FPR vraagt om een uitgebreidere liquiditeitsprognose dan onder het ftk.** Onder het ftk is er sprake van een set van kasstromen die in principe inzicht geven in de totale liquiditeitsbehoefte van het pensioenfonds uit hoofde van pensioenbetalingen. Dit is de verwachte kasstroom in jaar 1. Onder de FPR kunnen o.a. lifecycle profiel aanpassingen, lump sum onttrekkingen en keuze voor een vaste uitkering tot extra outflows leiden. Dergelijke effecten zouden idealiter in de liquiditeitsprognose mee moeten worden genomen.
- **Herbalancering binnen bouwstenen.** Wanneer in illiquide categorieën wordt belegd is het na marktbevingen niet altijd mogelijk om terug te sturen naar de strategische gewichten van de portefeuille. Binnen een bouwsteen zouden de bandbreedtes rondom de illiquide beleggingen zo moeten worden gekozen dat dit na marktschokken niet tot onwenselijke geforceerde transacties in deze beleggingen leidt. Daarbij is het zinvol om de bandbreedte rondom illiquide beleggingen als signaleringswaarde(n) te zien in plaats van 'harde' bijsturingsgrenzen.
- **Bijsturen van bouwstenen.** Bouwstenen moeten zoals eerder gesteld voldoende liquide zijn om de periodieke bijsturing van bouwstenen zonder problemen plaats te laten vinden. Is dit niet het geval dan kan dit leiden tot herverdelingen tussen deelnemers. Dit is iets dat onder de FPR juist zou moeten worden uitgesloten.
- **Aandacht voor de waardering van illiquide beleggingen.** Voor illiquide beleggingen is in veel gevallen geen recente marktprijs voorhanden en zal in vaststelling van het vermogen en het verrichten van periodieke transacties uit moeten worden gegaan van geschatte waarden. De mate waarin deze schattingen de daadwerkelijke waarde van de beleggingen reflecteren zullen van invloed zijn op de individuele pensioenvermogens van deelnemers. Pensioenfondsen dienen zicht te hebben op de mogelijke neveneffecten van deze mismatch.





#### 4.9 Valutarisico onder de FPR

Uit analyses van Achmea IM blijkt dat de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel, en dan in het bijzonder het leeftijdsafhankelijke beleggingsbeleid onder de FPR en SPR, geen directe consequenties dient te hebben voor het valutabeleid. In andere woorden: de vraag hoeveel valutarisico moet worden afgedekt, is afhankelijk van het type beleggingen en niet in directe zin van de leeftijd van de deelnemers. Het heeft de voorkeur van Achmea IM om voor beleggingen 100% van het valutarisico van vastrentende waarden en 50% van het valutarisico van aandelen af te dekken. De argumentatie is dat de vastrentende waarden met een 100% afdekking de facto worden omgezet in euro obligaties. Dit past bij de doelstelling van vastrentende waarden als stabielere rendementsgenerator, uitgaande van de doelstelling om vermogen op te bouwen voor een pensioenuitkering in EUR. Voor aandelen wordt een *least regret* insteek gekozen. Door 50% van het valutarisico af te dekken is het effect van een achteraf “verkeerde” beslissing om meer of minder valutarisico af te dekken ex-ante minimaal. De vormgeving van een dergelijk beleid zal in de context van een FPR-regeling nog wel op z'n operationele lasten en onderpandconsequenties moeten worden getoetst.

Het is van belang op te merken dat een 50% afdekking van het valutarisico van zakelijke waarden niet betekent dat jongeren en oudere in absolute zin eenzelfde blootstelling hebben aan valutarisico. De risicohouding van de verschillende leeftijdscategorieën is hierin een bepalende factor:

- Jongeren zijn gegeven hun doorgaans grotere allocatie naar risicovolle beleggingen en daarmee meestal ook vreemde valuta's, meer blootgesteld aan geopolitieke risico's en de daarmee gepaard gaande valutarisico's.
- De blootstelling van ouderen naar valutarisico is gegeven hun defensievere beleggingsbeleid ook kleiner.

De visie op het valutabeleid onder de FPR (en de SPR) is beschreven in het document Valutarisico in de WTP.

#### 4.10 Het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve

De optionele risicodelingsreserve bestaat uit een afgescheiden vermogen dat kan worden ingezet voor de eerder genoemde doelstellingen:

- 1) Intergenerationele risicodeling (micro-langlevensrisico);
- 2) Demping van schommeling in pensioenuitkomsten;
- 3) Collectieve deling van niet-verhandelbare risico's zoals macro-langlevensrisico of inflatierisico<sup>11</sup>.

De insteek van het beleggingsbeleid zou aan moeten sluiten bij de wijze waarop het pensioenfonds de risicodelingsreserve denkt in te zullen gaan zetten. Bij het delen van micro- en macro-langlevensrisico zal het effect hiervan zeer waarschijnlijk worden vastgesteld op basis van de geldende prognosetafels en de risicovrije rente. Dat is in dit geval de door DNB gepubliceerde swapcurve. Indien het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve hierop zou worden geënt, zou het logisch zijn om de portefeuille vooral uit nominaal matchende beleggingen (staatsobligaties, renteswaps, etc.) op te bouwen. Op deze manier wordt voorkomen dat de risicodelingsreserve precies leeg is als de contante waarde van het micro-/macro-langlevens-effect het grootst is.


Indien de risicodelingsreserve vooral gaat worden ingezet om schommelingen in de pensioenuitkomsten te dempen, past een beleggingsbeleid dat marktschokken dempt. Dit zou in meeste gevallen eveneens een zeer defensief, nominaal beleggingsbeleid betekenen.

Een keerzijde van een dergelijk defensief beleggingsbeleid is dat wanneer een groot deel van het totale pensioenvermogen (maximaal 15% van de som van de individuele pensioenvermogens) zeer defensief wordt belegd, dit ook negatief uitpakt voor de verwachte reële pensioenuitkeringen. De meeste analyses zullen op lange termijn wijzen naar een meer risicovolle invulling van het beleggingsbeleid. Dit past ook beter bij de doelstelling van het delen van inflatierisico.

Omgekeerd bestaat het risico dat de risicodelingsreserve dan precies minder goed gevuld is, als deze nodig is. Daarbij is een aanvullende randvoorwaarde dat de beleggingen in de risicodelingsreserve voldoende liquide

---

<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.



moeten zijn. Een verstandig generiek uitgangspunt lijkt daarom om het beleggingsbeleid van de risicodelingsreserve aan te laten sluiten op het beleggingsbeleid van de uitkeringsfase. Hiermee wordt aangesloten op de doelstellingen van dit beleid. Daarbij wordt optimaal geprofiteerd van de collectieve invulling van het beleid.



## 5. Visie op de beleggingsinrichting onder de FPR

Na het ontwerp van de lifecycleprofielen is een vervolgvraag hoe de beleggingsinrichting precies wordt vormgegeven onder de FPR. In dit hoofdstuk wordt de visie gegeven op een aantal zaken met betrekking tot de beleggingsinrichting onder de FPR.

### 5.1 Beleggingsinrichting in de uitkeringsfase: aansturing van de CVP-portefeuille

De collectieve uitkeringsfase lijkt in veel facetten op het beleggingsbeleid onder de huidige ftk. Dit betekent dat in het geval dat de collectieve portefeuille volledig op zichzelf staat, ook in grote lijnen de huidige wijze van beleggen kan worden gevolgd. Aansturing van de portefeuille (rebalancing, cash-allocaties, etc.) geschiedt dan net als onder de huidige situatie. De exacte manier waarop de renteafdekking wordt vormgegeven zal in de huisvisie LDI onder de FPR verder worden onderzocht.

Indien in de uitkeringsfase echter (deels) wordt doorbelegd in de bouwstenen waarin ook in de opbouwfase wordt belegd, verandert dit. De keuzes die voor de opbouwfase worden gemaakt zijn dan ook (deels) relevant voor de uitkeringsfase. Dit betekent dat wanneer bijvoorbeeld in de opbouwfase de aansturing op het niveau van de bouwstenen plaatsvindt, de kenmerken en vereisten van de uitkeringsfase hierin mee moet worden genomen. Wanneer de CVP-portefeuille ook in een rendementsbouwsteen belegt, moet bijvoorbeeld ook de benodigde liquiditeit in de uitkeringsfase in het liquiditeitsbeleid van die bouwsteen mee worden genomen.

### 5.2 Beleggingsinrichting in de opbouwfase: lifecyclemanagement

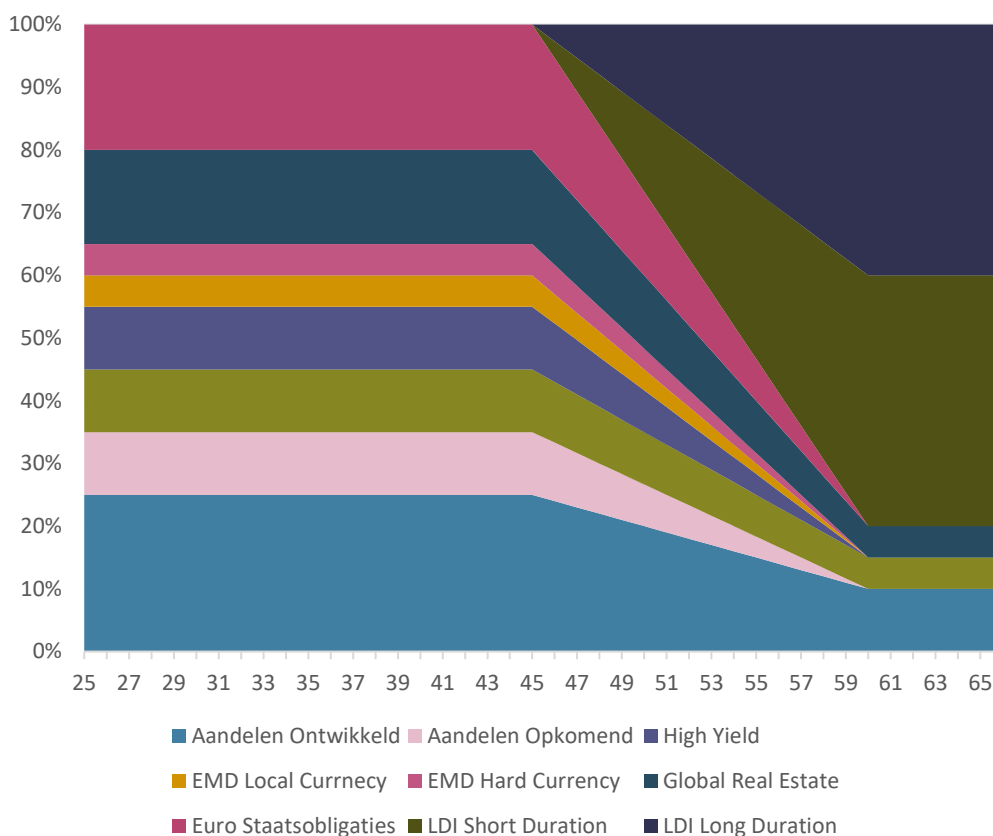
In hoofdstuk 4 is beschreven hoe het ontwerp van een lifecycle er in de visie van Achmea IM uit ziet. Hierin spelen de bouwstenen een grote rol. Het lijkt dan voor de hand te liggen dat ook de aansturing van de portefeuille op dit niveau gebeurt. Dat wil zeggen dat de multi-asset bouwstenen als individuele portefeuilles worden aangestuurd en dat de allocatie tussen deze bouwstenen mechanisch volgt uit de pensioenadministratie. Deze inrichting heeft in de ogen van Achmea IM de voorkeur. Er zijn echter twee andere vormen van het beheer van de lifecycles mogelijk met ieder hun eigen voor- en nadelen. In het eerste geval vindt de aansturing plaats op de individuele beleggingsfondsen waar de bouwstenen uit bestaan. Aan de andere kant is er de mogelijkheid om de aansturing op lifecycleniveau vorm te geven. Er wordt dan niet meer vanuit één lifecycleprofiel gestuurd, maar telkens – afhankelijk van de financiële situatie van de deelnemer – gekozen voor een passende lifecycle-mix. Dit laatste wordt ook wel ‘automatisch sturen’ genoemd. Voor deze laatste aansturingsvorm is daarom bij voorkeur meer zicht nodig op de financiële situatie en preferenties van de deelnemer. In oplopende mate van flexibiliteit in de aansturing en operationele complexiteit gaat het qua inrichting van de lifecycle(s) dan om:

1. Aansturing op niveau individuele fondsen / beleggingscategorieën
2. Aansturing op niveau bouwstenen zijnde multi-asset fondsen / modules (voorkeursvariant)
3. Aansturing op lifecycleniveau (automatisch sturen)

#### 5.2.1 Aansturing op individuele 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 12** Voorbeeld van een lifecycleprofiel opgebouwd uit verschillende fondsen



Bron: Achmea IM

**Voordelen:**

- Een lifecycle kan worden opgebouwd uit bestaande fondsen, eenvoudige beleggingsarchitectuur
- Een dergelijke lifecycle is relatief kostenefficiënt doordat de aansturing een relatief mechanische exercitie is.
- Doordat het een mechanische strategie betreft is deze relatief eenvoudig te implementeren en vergt deze weinig aanvullende keuzes.

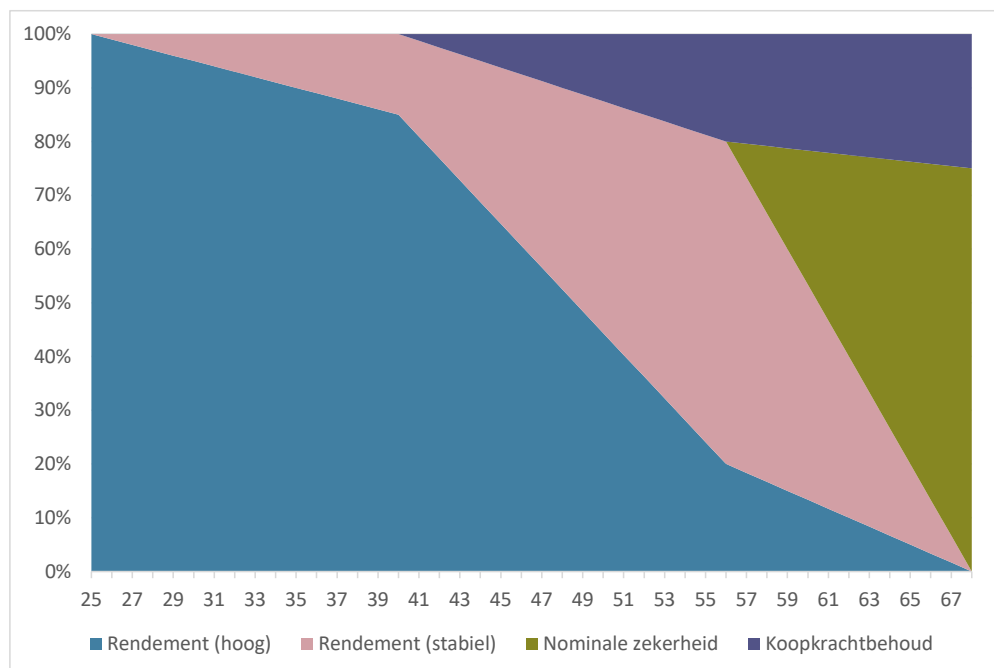
**Nadelen:**

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

**5.2.2 Aansturing op bouwstenen bestaande uit multi-asset fondsen / modules**

In een lifecycle met bouwstenen 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 13** Voorbeeld van een lifecycleprofiel opgebouwd uit verschillende multi-asset fondsen /modules



Bron: Achmea IM

#### Voordelen:

- Illiquide beleggingen zijn beter te implementeren doordat liquiditeit in het multi-asset fonds / module kan worden ingeregeld.
- Risicomanagement over beleggingscategorieën heen binnen (een beperkt aantal) modules (liquiditeit, valutahedging, renteafdekking, etc.).
- Mogelijkheid om tijdelijke afwijking toe te staan (er kan dynamisch worden afgeweken van het beleggingsbeleid). Tijdelijke over-/onderwegingen door marktbevingen zijn mogelijk.
- Mogelijkheid om de bestaande ftk portefeuille d.m.v. unitisering in eigen modules/bouwstenen onder te verdelen. Hierdoor is de transitie naar een FPR relatief kostenefficiënt in te regelen.


#### Nadelen:

- De allocatie naar multi-asset fondsen blijft mechanisch van aard, geen afwijkingen tussen modules
- De mogelijkheden om illiquide te beleggen zijn beperkter dan onder het huidige FTK en dan in de beheersvorm die in de paragraaf hieronder is beschreven doordat dit binnen de modules moet worden gefaciliteerd.
- Risicomanagement is minder eenvoudig te implementeren dan bij een geïntegreerde aanpak.

#### 5.2.3 Aansturing op lifecycleniveau (automatisch sturen)

De meest vergaande vorm van lifecycle management is het volledig geïntegreerd aansturen van de lifecycleprofielen. Onder deze variant zou een deelnemer het gewenste risicoprofiel opgeven. Vervolgens zal de PUO/beheerder de vertaalslag maken naar feitelijke passende allocatie en deze ook periodiek bijsturen. 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.

In de praktijk kan een dergelijke manier van integrale sturing worden vormgegeven door ‘automatisch sturen’ zoals dat nu al door verschillende pensioenuitvoerders wordt aangeboden of door het opzetten van ‘target date funds’. In het eerste geval wordt een groot aantal lifecycles gedefinieerd en wordt telkens gekeken welke lifecycle gegeven de economische en de persoonlijke omstandigheden van de deelnemer het meest passend zou zijn. In het laatste geval wordt het beleggingsbeleid van de portefeuille van de deelnemer dynamisch



aangepast naar het gewenste risico-rendementsprofiel door de gewichten van de beleggingscategorieën te variëren. In wezen komen deze twee methoden min of meer op hetzelfde neer.

**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 gegeven de persoonlijke financiële situatie en de omstandigheden op financiële markten.

**Nadelen:**

- Een dergelijke insteek van lifecyclemanagement leunt zwaarder op expertise Achmea en vereist bij het pensioenfonds een hoge mate van fiduciair daarin.
- Operationeel meer vrijheden, maar daardoor complexer

### 5.3 De inrichting van beleggingsbouwstenen

In de visie van Achmea IM zal de vormgeving en aansturing van lifecycles bij voorkeur gebeuren op het niveau van de beleggingsbouwstenen. Deze beleggingsbouwstenen fungeren als individuele portefeuilles en kennen daarmee hun eigen separate aansturing.

#### 5.3.1 Unitisering van beleggingsbouwstenen

De individuele portefeuilles van deelnemers hebben in de opbouwfase onder de FPR ieder een eigen allocatie naar verschillende beleggingsbouwstenen. Dit betekent dat deelnemers ieder een eigen aandeel in de verschillende beleggingsportefeuille hebben. De meest voor de hand liggende manier om dit te bewerkstelligen is door beleggingsbouwstenen te unitiseren. Dit is een methodiek die bij open-end fondsen wordt gebruikt. Het unitiseren van een portefeuille behelst het verdelen van de multi-asset beleggingsbouwstenen in verschillende units met een bepaalde koers. Alle waarderings-effecten, dividenden, kosten, etc. worden meegenomen om periodiek (dagelijks, wekelijks of maandelijks afhankelijk van de gewenste frequentie) een nieuwe koers vast te stellen. Deelnemers kunnen hun allocatie naar de specifieke bouwsteen dan aanpassen door units te kopen of te verkopen. Unitiseren voorkomt dat er voor deelnemers in alle onderliggende beleggingen / fondsen moet worden gehandeld wat operationeel complex is en meer kosten met zich mee brengt.

#### 5.3.2 Aansturing van beleggingsbouwstenen

De beleggingsbouwstenen zijn onder de FPR de facto op zich staande portefeuilles met o.a. een eigen herbalancerings- en liquiditeitsbeleid. De aansturing van de beleggingsbouwstenen moet op een manier worden vormgegeven die aansluit op de karakteristieken van de beleggingsbouwsteen. De aansturing betreft:

- Jaarlijkse vaststelling strategisch beleggingsbeleid
- Herbalancering: de frequentie en doelstelling van herbalanceren zullen afhankelijk zijn van de doelstelling en aard van de beleggingsbouwsteen. Een beleggingsbouwsteen met meer illiquide beleggingen zou ook een ruimere bandbreedte rondom de strategische gewichten moeten gebruiken om de resulterende grotere fluctuaties in allocatiegewichten te kunnen accommoderen.
- Liquiditeitsbeleid: cashallocatie, liquiditeitsprognose
- Dynamisch sturen: er bestaat een mogelijkheid om binnen de beleggingsbouwsteen de allocatie afhankelijk van de marktomstandigheden dynamisch te sturen.

### 5.4 Het beleggingsbeleid onder de CVP

Het beleggingsbeleid onder de CVP is collectief. Dit betekent dat de portefeuille in de uitkeringsfase in wezen eenzelfde karakter heeft als onder het huidige ftk. Het beleggingsbeleid voor de collectieve fase zou dus als een apart collectief beleid kunnen worden uitgevoerd. Hierbij is het zinvol om net als onder het ftk te denken in een rendementsportefeuille en een matchingportefeuille.

#### 5.4.1 De rendementsportefeuille – invulling met rendementsbouwstenen

Het collectieve karakter van de uitkeringsfase maakt het mogelijk om bijvoorbeeld te beleggen in een volledig aparte portefeuille waarin CVP-specifieke mandaten zijn opgenomen. Het verdient echter de voorkeur om het CVP-beleggingsbeleid qua rendementsbouwstenen zo veel mogelijk aan te laten op de opbouwfase en de collectieve portefeuille deel te laten nemen in de verschillende beleggingsbouwstenen. De argumenten hiervoor zijn:

- De inkoop van de opbouwfase in de CVP-fase is eenvoudiger als in dezelfde bouwstenen wordt belegd. Er hoeven dan in principe geen transacties te worden verricht. De units van de deelnemer kunnen dan eenvoudig gelijktijdig worden verkocht / aangekocht door het collectief in ruil waarvoor de deelnemer dan een aanspraak krijgt op het collectief. Dit kan administratief tegen de geldende unit price (eventueel inclusief een op- of afslag om tot een handelsprijs te komen) worden geregeld waardoor er geen kosten hoeven te worden gemaakt.
- Doordat jong en oud in dezelfde onderliggende portefeuille beleggen blijft blootstelling naar illiquide assets mogelijk.
- Door de beleggingen zo veel mogelijk collectief te beheren wordt optimaal gebruik gemaakt van de collectiviteit. Dit zal de kosten drukken.

Een argument tegen doorbeleggen in de beleggingsbouwstenen is dat het beleggingsbeleid van de collectieve uitkeringsfase minder goed kan worden afgestemd op de specifieke randvoorwaarden van het collectief. Dit wordt voor een groot deel ondervangen door te werken met twee rendementsbouwstenen (zie hoofdstuk 4). In deze zin kan de *hoog rendementsbouwsteen* worden gezien als de rendementsportefeuille voor de deelnemers aan het begin van hun carrière. De *stabiel rendementsbouwsteen* is dan de rendementsportefeuille in de uitkeringsfase.

#### 5.4.2 De matchingportefeuille – een aparte portefeuille


Voor de matchingbouwstenen geldt dat deze in de opbouwfase vrij rudimentair zijn, in de zin dat deze zich richten op een beperkt aantal duraties. Hiermee kan in de opbouwfase worden aangesloten op de duratie van een pensioenaanspraak. In de collectieve uitkeringsfase is waarschijnlijk een preciezere invulling van de matchingportefeuille gewenst. Omdat er in deze fase sprake is van een collectieve portefeuille en een concreet uitkeringsprofiel is het mogelijk de renteafdekking voor een deel in te richten door middel van een renteoverlaymandaat. Hiermee zou de renteswapportefeuille nauwkeuriger kunnen aansluiten op de rentegevoeligheden van het uitkeringsprofiel van de collectieve fase. Daarnaast wordt de uitkering in collectieve uitkeringsfase – wanneer de beleggingsresultaten tegen vallen – uniform aangepast voor iedere gepensioneerde. Dit maakt het mogelijk om de renteafdekking collectief vorm te geven.

Doordat de matchingbouwstenen in de opbouwfase zeer liquide zijn is het relatief eenvoudig en kosteneffectief deze over te zetten naar collectieve matchingportefeuille. Deze collectieve matchingportefeuille zou in de meest eenvoudige vorm kunnen worden ingevuld met cash en staatsobligaties aangevuld met swaps. Eventueel zou deze portefeuille ook kunnen worden uitgebreid met meer spread assets om zodoende extra rendement te verdienen.

#### 5.5 Het gebruik van derivaten onder de FPR

Derivaten dienen uit hoofde van het prudent person beginsel bij te dragen aan de risicobeheersing en/of een efficiënter portefeuillebeheer. In de praktijk worden hiertoe een op portefeuilleniveau voornamelijk de volgende derivaten ingezet: renteswaps en valutatermijncontracten<sup>12</sup>. Voor beide derivatensoorten geldt dat koersontwikkelingen van de onderliggende waarde ertoe kunnen leiden dat onderpand moet worden gestort. Hiertoe dient cash vrijgemaakt te kunnen worden of in het geval van een bilateraal contract andere geaccepteerde liquide assets (doorgaans staatsobligaties) als onderpand te kunnen worden gestort. Beide type derivaten kunnen derhalve alleen worden ingezet in portefeuilles met daarbinnen voldoende liquiditeit. In de collectieve uitkeringsfase lijken er in beginsel geen belemmeringen om derivaten op eenzelfde manier in te zetten als nu onder het FTK. Het beheer van de collectieve uitkeringsfase lijkt immer sterk op het beheer van een FTK-portefeuille. In de opbouwfase is het vermogen verdeeld over meerdere, afzonderlijke bouwstenen

<sup>12</sup> Onder het FTK worden door sommige pensioen ook inflatieswaps ingezet om het inflatierisico af te dekken. De ruimte om deze in te zetten lijkt onder de FPR beperkter vanwege de beperktere omvang van de af te dekken kasstromen.



die ieder in hun eigen benodigde liquiditeit moeten kunnen voorzien. Daarom kunnen bijvoorbeeld renteswaps in de opbouwfase alleen worden gebruikt in de context van een matchingbouwsteen met zeer liquide beleggingen. En door valutatermijncontracten alleen te gebruiken voor de afdekking van liquide beleggingen. In de uitkeringsfase kunnen zoals hierboven beschreven renteswaps breder worden ingezet omdat sprake is van een collectieve portefeuille met in principe een ruimere beschikbaarheid van liquide assets en (vrij te maken) onderpand.

## 5.6 Relatie tussen fondskenmerken en beleggingsinrichting

De mate waarin zaken zoals meerdere bouwstenen, complexere illiquide beleggingscategorieën en de inzet van een renteswapoverlay in de uitkeringsfase kunnen worden gebruikt, hangt nauw samen met de kenmerken van het fonds. In grote lijnen zullen de volgende elementen bij de keuze tussen de verschillende opties een rol spelen:

- **Investment beliefs:** de gekozen oplossingen en instrumenten moeten passen bij de investment beliefs. Indien er geen overtuiging is dat er tegenover illiquiditeit een extra risicopremie te verdienen is, past het bijvoorbeeld niet om zeer illiquide te beleggen.
- **De omvang van de allocatie:** voor veel beleggingscategorieën geldt dat een minimaal te investeren bedrag nodig is om de beleggingsallocatie zinnig te laten zijn in termen van kosten en complexiteit.

Bij de overgang van het ftk naar de FPR is het zinvol om in eerste aanleg de bouwstenen op te bouwen uit de bestaande beleggingen van het pensioenfonds. Hierdoor worden onnodige transactiekosten vermeden. In de vormgeving van de beleggingsbouwstenen zou dan ook moeten worden aangesloten bij de bestaande allocaties. Dit kan geschieden door eerst op totaal niveau een inschatting te maken van de allocatie naar de verschillende typen bouwstenen. Vervolgens kunnen de bestaande beleggingen aan één van de bouwstenen worden toegewezen. Indien sprake is van overlap kan een beleggingscategorie over twee verschillende twee bouwstenen worden gealloceerd<sup>13</sup>. Deze manier van het bouwen van legacy-bouwstenen vormt dan het vertrekpunt voor de implementatie na transitie.

Naast het vormgeven van deze legacy bouwstenen is het van belang ook een ‘*unconstrained*’ analyse te doen van de ideale invulling van de bouwstenen. Dit kan dan als de stip op de horizon worden gebruikt, waarbij in de periode na invaren naar de ideale situatie wordt toebevoegen. De snelheid waarmee dit gebeurt is o.a. afhankelijk van de kasstromen tussen de verschillende portefeuilles en het verschil tussen de bestaande portefeuille op het moment van invaren ende ideale portefeuille.

## 5.7 ESG onder de FPR

ESG-beleid verandert in de basis niet door de overgang naar de FPR. In de basis blijven dezelfde instrumenten beschikbaar voor de vormgeving van het ESG-beleid. Dit zijn de strategische ESG-instrumenten (ESG-indices, normatieve uitsluitingen en impactbeleggen) en de implementatie ESG-instrumenten (stemmen, engagement en ESG-integratie). Met behulp van deze instrumenten kunnen de ESG-doelstellingen per bouwsteen worden nagestreefd.

Waar de FPR wel in verschilt, is de onderbouwing van het beleid door middel van een deelnemersonderzoek. Het ligt voor de hand dit onderzoek aan te grijpen om de voorkeuren van deelnemers ook op het gebied van ESG te peilen. Een studie naar het peilen van de deelnemersvoorkeuren op dit vlak onder verschillende pensioenfondsen (Bauer, Veldpaus, & Tuyll, van, 2022) wijst uit dat een dergelijk onderzoek helpt om begrip te kweken voor het duurzame beleid en de daarin gemaakte keuzes. Hierbij is het van belang dat deelnemers ook echt het idee hebben dat zij invloed kunnen uitoefenen.


## 5.8 Aansluiting tussen bottom-up en feitelijke allocatie is van groot belang

Onder de FPR kennen deelnemers eigen pensioenvermogen met een leeftijdsafhankelijk en eventueel risicohouding-afhankelijk beleggingsbeleid. Dit betekent dat de totale geaggregeerde beleggingsportefeuille niet wordt gekenmerkt door een top-down strategische mix, maar resultante is van de aggregatie van de

---

<sup>13</sup> Vanuit de theorie van de portefeuilleconstructie is het mogelijk om in de constructie van verschillende bouwstenen, ten dele overlappende beleggingscategorieën te gebruiken. Dit dient echter wel te worden gewogen tegen de operationele kosten en complexiteit die dit mogelijk met zich meebrengt.





allocaties van alle individuele deelnemers. In de praktijk zal deze aggregatie worden gedaan door de pensioenadministrateur. Deze is verantwoordelijk voor de administratie van de individuele pensioenvermogens en berekent – gegeven de vastgelegde herbalanceringsregels voor de individuele pensioenvermogens - de benodigde allocatie naar de bouwstenen.

In de praktijk zullen onder andere portefeuillefluctuaties en de *lag* in waarderingen er voor zorgen dat de feitelijke allocaties niet precies aansluiten op de bottom-up geïndiceerde allocaties. Het is voor de effectiviteit en soliditeit van de uitvoering van belang dat dergelijke afwijkingen beperkt blijven en gemonitord worden. Daarnaast is het wenselijk van tevoren na te denken over de wijze waarop eventuele correcties op afwijkingen groter dan de geldende bandbreedtes kunnen worden doorgevoerd.

## 6. Visie op het beleggingsproces onder de FPR

In dit hoofdstuk wordt gedefinieerd welke rollen en verantwoordelijkheden er zijn bij het opzetten van een FPR en welke processtappen zouden moeten worden doorlopen om tot een goede invulling van een FPR te komen. Het uiteindelijke doel is om pensioenfondsen met dit document een vertrekpunt te geven voor het maken van afspraken over de transitie naar en het beheer van een flexibele premiereregeling.

### 6.1 Beschrijving proces

Het proces bestaat op hoofdlijnen uit een viertal cycli. Deze cycli kennen allemaal een eigen frequentie. De cycli betreffen:

1. Een RPO-cyclus (Risicopreferentieonderzoek-cyclus) waarin onder andere aan de hand van de uitkomsten van het risicopreferentieonderzoek onder de deelnemers de uitgangspunten en randvoorwaarden voor de lifecycle-analyses worden vastgesteld. Op basis hiervan wordt vervolgens een lifecycleprofiel op hoofdlijnen vastgesteld. Deze cyclus moet wettelijk minimaal eenmaal in de vijf jaar worden doorlopen;
2. Een Lifecycle-ontwerpcyclus waarin op basis van kwantitatieve en kwalitatieve analyses het strategische beleggingsbeleid van de lifecycles wordt bepaald. De frequentie van deze cyclus is minimaal gelijk aan de RPO-cyclus, maar kan afhankelijk van specifieke marktomstandigheden met een hogere frequentie worden doorlopen;
3. Een jaarlijkse beleggingscyclus waarin toetsing van de beoogde normportefeuille voor het komende beleggingsjaar aan de lifecycle(s) en de daarin verwerkte risicohouding plaatsvindt.
4. Een continue uitvoeringscyclus van monitoring van de uitvoering en maandelijkse bijsturing.

Vanwege de transitie naar een nieuw pensioenstelsel zal voorafgaand aan deze cycli ook eenmalig een transitiefase moeten worden doorlopen. Hierin zullen sociale partners onder andere een keuze maken over de contractsvorm en het wel of niet invaren van bestaande aanspraken. Daarnaast zal het pensioenfondsbestuur een keuze moeten maken ten aanzien van het beleggingsbeleid dat zal worden gevoerd in de transitie naar het nieuwe pensioencontract.

### 6.2 De betrokken partijen

Bij de opzet en uitvoering van een flexibele premiereregeling is een groot aantal partijen betrokken met ieder een eigen rol en daarbij horende verantwoordelijkheden. In onderstaande tabel zijn de belangrijkste rollen en verantwoordelijkheden weergegeven. Deze functies hoeven niet per se altijd door afzonderlijke partijen te worden ingevuld. Het kan zijn dat de Actuarieel adviseur bijvoorbeeld ook de functie van ALM-provider vervult.

**Tabel 5** Beknopte weergave belangrijkste functies & verantwoordelijkheden in het proces rondom de FPR

Actor	Verantwoordelijkheden
Sociale partners	Kiezen de contractsvorm en leggen de contouren van de pensioenregeling vast. Tevens nemen zij een besluit over de vraag wel of niet in te varen.
Bestuur pensioenfonds	Eindverantwoordelijke voor de uitvoering van de pensioenregeling.
Actuarieel adviseur	Voert risicopreferentieonderzoek onder deelnemers uit. Adviseert het bestuur over o.a. aantal lifecycleprofielen, doelstelling en premiestelling.
ALM-provider	Voert de studie uit waarin lifecycleprofielen op hoofdlijnen worden geconstrueerd.
Investment Consultant / Fiduciair adviseur	Doet een voorzet voor de beleggingsbouwstenen waaruit lifecycles op hoofdlijnen worden geconstrueerd. Voert na het lifecycleontwerp een portefeuilleconstructiestudie uit waarin deze bouwstenen verder worden <i>gefinetuned</i> . Adviseert het bestuur over de invulling van de beleggingsportefeuilles en de te hanteren afdekkingsstrategieën. Adviseert tevens over de rebalancing.

PUO	Voert de pensioenadministratie uit. Rapporteert aan deelnemers over hun opgebouwde en te verwachten pensioen. Monitort lifecycleprofielen en stemt met vermogensbeheerder de allocaties naar de fondsen af.
Vermogensbeheerder	Beheert de lifecyclefondsen waaruit de lifecycleprofielen zijn opgebouwd. Rapporteert over de gerealiseerde rendementen. Voert cash-allocaties en rebalancing uit.

De in bovenstaande tabel beschreven actoren kennen in de verschillende processtappen een andere rol. Deze rol is weergegeven in onderstaande RACI-tabel. RACI staat voor Responsible, Accountable, Consulted en Informed. Onder deze rollen wordt het volgende verstaan:

- **Responsible** = Degene die het werk uitvoert. Dit is per stap één partij.
- **Accountable** = Degene die de eindverantwoordelijkheid draagt voor de processtap.
- **Consulted** = Iedereen die geconsulteerd moet worden om de processtap op een goede manier af te kunnen ronden.
- **Informed** = Iedereen die geïnformeerd moet worden over de processtap.

De invulling van de processtappen is in de hierop volgende paragrafen verder uitgewerkt. Tabel 6 beschrijft de verschillende rollen en verantwoordelijkheden in de verschillende processtappen. De roze gekleurde cellen betreffen verantwoordelijkheden die vooral van toepassing zijn op Achmea IM.

**Tabel 6 RACI-tabel betrokken actoren voor de verschillende processtappen**

		Sociale partners	Pensioenfondsbestuur	Actuarieel adviseur	ALM-provider / Fiduciair adviseur	Fiduciair adviseur	PUO	Vermogensbeheerder
Transitiefase	Keuze contract	A/R	C	C	I	I	I	
	Keuze invaren	A/R	C	C	C			
	Transitie-beleggingsbeleid		A	I	I	R		C
RPO-cyclus	Risicopreferentie onderzoek	I	A	R	I	I	I	
	Vaststelling uitgangpunten	I	A/R	C	C	C		
	Constructie lifecycleprofielen op hoofdlijnen		A	C	R/C	C/R	I	
Lifecycle-ontwerpcyclus	Voorstel beleggingsbouwstenen		A	C	C	R	I	C
	Constructie lifecycles in detail		A	C	C	R	I	C
Beleggingscyclus	Strategische bijsturing / Rebalancing		C			C	I	A/R
	Jaarlijkse toetsing lifecycleprofielen		A	R		C		C

Monitorings- cyclus	Bijsturing beleggingsbouwsten en		I			A/C	I	R
	Monitoring & Rapportage vermogensbeheer		I			R/C	I	A/R
	Rapportage deelnemers		I	C/I		C/I	A/R	I

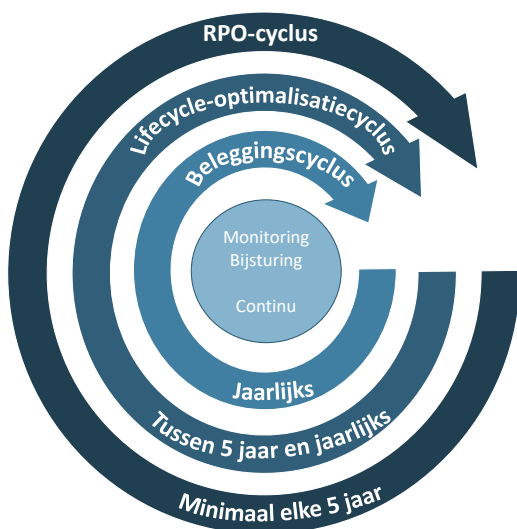
#### De samenwerking tussen Actuarieel adviseur, ALM-provider, PUO en Achmea IM

Voor een goede transitie en implementatie van een SPR is een goede coördinatie tussen Pensioenfonds, Actuarieel adviseur, ALM-provider, PUO en Achmea IM van belang. Om deze samenwerking optimaal te laten verlopen is het van belang een duidelijk beeld te hebben van de beoogde wijze van samenwerken tussen verschillende partijen. In het vormgeven van een FPR is het daarom zinvol na te denken over de beoogde invulling van de diverse rollen. Wat betreft de implementatie is er al geruime tijd overleg tussen verschillende PUO's en Achmea IM over welke informatie er over en weer moet worden uitgewisseld om tot een effectieve uitvoering te komen. Per cyclus moet worden bekeken welke data er nodig is om

### 6.3 De verschillende cycli onder de FPR

De totstandkoming van het beleggingsbeleid onder de FPR kent verschillende cycli voorafgegaan door een eenmalige transitiefase in de aanloop naar het van kracht worden van de nieuwe pensioenwet. De cycli variëren in frequentie en worden schematisch weergegeven in onderstaande figuur.

**Figuur 14** schematische weergave verschillende cycli onder de FPR



Bron: Achmea IM

#### 6.3.1 De transitiefase

Voorafgaand aan de verschillende cycli moet bij de start van het nieuwe contract eenmalig de transitiefase worden doorlopen. In de transitiefase wordt door sociale partners onder andere de keuze voor de contractsvorm en de keuze om al of niet in te varen vastgelegd. Daarnaast zal het pensioenfonds moeten besluiten over het te voeren beleggingsbeleid in de periode tot het daadwerkelijke transitiemoment. Ook dient voorafgaand aan de transitiefase na te worden gedacht over de precieze invulling van de regeling en de wijze waarop de lifecycles worden beheerd. Afhankelijk van deze keuze zal de samenwerking tussen de betrokken partijen een andere vorm krijgen. Belangrijke keuzes die in deze fase moeten worden gemaakt zijn de volgende:

- [Keuze contract<sup>14</sup>]
- Financiering van de regeling
- Wel of niet in te varen
- De rol van een eventuele risicodelingsreserve
- De *default* in de uitkeringsfase
- Keuze voor stijgende, dalende of gelijkblijvende uitkeringen
- De beheervorm van de op te zetten lifecycle(s)

### Keuze aansturing lifecycles

Wat betreft de beheervormen voor lifecyclebeleggen in de opbouwfase zijn er grofweg drie vormen:

1. Een lifecycle bestaande uit individuele fondsen. De lifecycle preciseert dan per fonds hoeveel naar het betreffende fonds wordt gealloceerd.
2. Een lifecycle bestaande uit modules / multi-assetfondsen. De lifecycle preciseert de allocatie naar de verschillende modules. De allocatie binnen de modules kan binnen bandbreedtes veranderen.
3. De minst ingekaderde beheersvorm is dynamisch lifecyclemanagement. Hieronder wordt een allocatie verstaan die alleen wordt begrensd door de vastgestelde doelstelling en risicogrenzen. Daarbinnen kan dynamisch worden gestuurd op een verhouding tussen risico en rendement die past bij de betreffende leeftijd.

We verwachten dat voor meeste pensioenfondsen de tweede variant – een lifecycle bestaande uit modules – het meest passend zal zijn. Deze vorm biedt een goede combinatie van flexibiliteit en efficiëntie. Bestaande beleggingen kunnen in de transitie worden opgenomen in verschillende modules. Door liquide en illiquide beleggingen in modules te combineren kan ook de liquiditeit worden beheerst.

In de uitkeringsfase ligt het voor de hand dat het beheer van de collectieve portefeuille ook collectief wordt vormgegeven. Onder een collectieve beheersvorm zou de renteafdekking in de vorm van een mandaat kunnen worden beheerd waardoor deze exacter kan worden aangestuurd. De portefeuille in de uitkeringsfase kan bestaan uit een aantal van dezelfde bouwblokken waarmee de lifecycle in de opbouwfase is vormgegeven, maar zou ook een eigen – niet unitized – invulling kunnen krijgen.

#### Rol Achmea IM in de transitiefase

De fiduciaire rol van Achmea IM richt zich in de transitiefase met name op:

- Adviseren over te voeren beleid in aanloop naar transitie (o.a. 'no regret'-beleidskeuzes en beheersing risico's in de aanloop naar het invaarmoment).
- Vastleggen procesafspraken in een transitieplan.
- Meedenken en adviseren over de consequenties van keuzes rondom de nieuwe pensioenregeling. In het bijzonder kan Achmea IM hierbij adviseren over de beheersvorm van de FPR.

De vermogensbeheer rol van Achmea IM beperkt zich in de transitiefase tot het uitvoeren van het gekozen transitiebeleid

### 6.3.2 De RPO-cyclus

De cyclus met de laagste frequentie is de RPO-cyclus. Deze cyclus sluit aan op de wettelijke vereiste om (tenminste) elke 5 jaar een risicopreferentieonderzoek onder deelnemers uit te voeren.

#### Kenmerken RPO-cyclus

**Frequentie:** minimaal eens in de vijf jaar

**Scope:** vaststelling risicohouding per leeftijdscohort en bijbehorende lifecycleprofielen.

**Uitgangspunten:** uniforme scenarioset, eventueel aangevuld met andere economische scenario's

**Uitkomsten:** risicohouding per leeftijdscohort, rudimentaire lifecycleprofielen op basis van globale beleggingsbouwstenen

<sup>14</sup> We gaan in deze notitie uit van een keuze voor de FPR.



## Risicopreferentieonderzoek

De wet toekomst pensioen schrijft voor dat er minimaal eens in de vijf jaar een risicopreferentieonderzoek onder deelnemers moet worden uitgevoerd. In dit onderzoek wordt voor de hele deelnemerspopulatie of een representatief deel daarvan onderzocht wat de mate is waarin deelnemers risico willen accepteren om de pensioendoelstellingen te behalen. Dit onderzoek vormt de basis voor de invulling van de risicohouding per leeftijdscohort. Dit is de mate waarin leeftijdscohorten risico willen én kunnen accepteren. Naast de uitkomsten van het onderzoek dienen in de vaststelling van de risicohouding ook wetenschappelijke inzichten mee te worden genomen. Hierbij moet in ieder geval rekening worden gehouden met de verhouding tussen het reeds opgebouwde pensioenkapitaal en het nog op te bouwen kapitaal. Dit is het zogeheten lifecycleprincipe.

Het ligt voor de hand in het risicopreferentieonderzoek zoveel mogelijk te abstraheren van de huidige marktomstandigheden en economische verwachtingen. De focus zou moeten liggen op het onderzoeken van risicopreferentie die ook onder veranderende marktomstandigheden bruikbare inzichten geeft. Daarbij zouden in het risicopreferentieonderzoek gedetailleerde lifecyclebouwstenen geen rol moeten spelen om de risicopreferentie niet te afhankelijk te maken van de keuze voor bepaalde beleggingsoplossingen later in het proces.

## Vaststelling risicohouding

De risicohouding per leeftijdscohort komt tot uitdrukking in een drietal maatstaven (1 t/m 3) voor de uitkeringsfase en een tweetal maatstaven voor de opbouwfase (1 & 2). Uit de memorie van toelichting:

*“1. een maatstaf waarin het maximaal aanvaardbare risico tot uitdrukking komt, namelijk het risico dat deelnemers maximaal willen en kunnen nemen met oog op het (resterende) pensioen in een pessimistisch scenario ten opzichte van het (resterende) pensioen in een verwacht scenario. In de uitkeringsfase gaat het daarbij om de afwijking van het pensioen van jaar op jaar.*

*2. een maatstaf waarin de doelstelling tot uitdrukking komt, dat wil zeggen het (over)rendement dat deelnemers tenminste willen behalen met oog op een adequaat pensioen in een verwacht scenario. In deze verwachtingsmaatstaf zijn gerealiseerde resultaten uit het verleden niet materieel van invloed bij de beoordeling op grond van deze maatstaf.*

*3. een maatstaf voor de uitkeringsfase, die ingeval van spreiding wordt voorgeschreven, is gericht op het risico op de lange termijn. Deze is gerelateerd aan de afwijking van het verwachte pensioen gedurende de gehele uitkeringsperiode ten opzichte van het pensioen in een pessimistisch scenario gedurende de gehele uitkering.”*

## Vaststelling beleggingsuitgangspunten en -principes

Naast de risicopreferentie van deelnemers lijkt een deelnemersonderzoek ook een uitgelezen moment om deelnemers te ondervragen over hun beleggingsvoorkeuren ten aanzien van o.a. kosten, transparantie en ESG. Deze informatie kan een bestuur dan meewegen in de vaststelling van de beleggingsuitgangspunten en -principes.

## Aantal lifecycleprofielen

Op basis van de vastgestelde risicohouding en de kenmerken van het deelnemersbestand wordt vastgesteld hoeveel lifecycleprofielen er worden gevoerd. In de praktijk zal het gaan om de keuze tussen één, twee of drie lifecycleprofielen (defensief, neutraal en offensief) waartussen deelnemers kunnen kiezen. Meer dan drie lifecycleprofielen lijkt alleen voor zeer grote deelnemersbestanden met een sterke heterogene samenstelling van toegevoegde waarde. De praktijk tot nu toe leert dat het grootste deel van de deelnemers wanneer zij de keuze krijgen in de default lifecycle blijft. Een groot aantal aanvullende lifecycles heeft dan beperkte meerwaarde. Een uitzondering hierop is wanneer voor de beheersvorm dynamisch lifecyclemanagement wordt gekozen. De lifecycles worden dan automatisch bijgestuurd. Een mogelijkheid is dit vorm te geven door vooraf een groot aantal lifecycles te definiëren en periodiek voor iedere deelnemer de meest passende lifecycle te kiezen.

### Rol Achmea IM in de RPO-cyclus

De fiduciaire rol van Achmea IM richt zich in de RPO-cyclus op:

- Adviseren over de te hanteren beleggingsbouwstenen en economische uitgangspunten.
- Adviseren over de te hanteren kaders waarbinnen de opeenvolgende cycli binnen het beleid vorm krijgen.
- In het deelnemersonderzoek kan ook worden onderzocht wat de voorkeuren van deelnemers op het gebied van beleggen en ESG zijn. Hierin kan Achmea IM ook een rol spelen.

De rol van Achmea IM op het gebied van vermogensbeheer is beperkt in de RPO-cyclus.

### 6.3.3 De lifecycle-ontwerpcyclus

In de ALM-fase wordt het beleggingsbeleid van de lifecycle(s) vastgesteld. De mate van detail van deze vaststelling hangt af van de gekozen beheersvorm van de lifecycles. In de variant waarin lifecycles worden opgebouwd uit modules/multi-assetfondsen worden de lifecycles idealiter ook op moduleniveau geanalyseerd. Indien lifecycles worden opgebouwd uit fondsen is het van belang de lifecycles op fondsniveau te analyseren en vast te leggen.

#### Kenmerken Lifecycle-ontwerpcyclus

**Frequentie:** minimaal gelijk aan de RPO-cyclus maximaal eens per jaar

**Scope:** vaststelling beleggingsbeleid per lifecycleprofiel

**Uitgangspunten:** investment beliefs, *real world* economische scenario's

**Uitkomsten:** lifecyclebeleggingsbeleid per lifecycleprofiel, risicoruimte binnen lifecyclebeheersvorm

#### Het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase als startpunt

Het richtpunt van iedere lifecycle is het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase. Indien een vaste uitkering als *default* is gekozen door sociale partners zal het beleggingsbeleid zich in de uitkeringsfase vooral richten op het bieden van nominale zekerheid. De andere optie behelst doorbeleggen in een Collectief Variabel Pensioen (CVP). Onder deze variant zal het beleggingsbeleid meer gelijkenis tonen met het beleggingsbeleid onder het huidige FTK<sup>15</sup> aangezien sprake is van een collectief beleggingsbeleid waarbinnen in principe *ge-pooled* kan worden belegd. We verwachten dat de meeste pensioenfondsen een CVP als default zullen kiezen. In de analyse is het zinvol eerst het beleggingsbeleid onder de uitkeringsfase te onderzoeken. Het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase vormt namelijk het eindpunt van de lifecycle en is dus het beleid waar de lifecycles in de laatste jaren van de opbouwfase naar toe zullen sturen. Vervolgens kan worden bepaald hoe het beleggingsbeleid in de opbouwfase er precies uit komt te zien.


#### Identificatie bouwstenen

In de opbouwfase zal een lifecycle bestaan uit verschillende beleggingsbouwstenen (deelportefeuilles). Deze portefeuilles hebben ieder een eigen doelstelling. Afhankelijk van de doelstelling en ambitie achter de lifecycles zullen deze een rol spelen in de verdere verfijning van de lifecycle. Er kan bijvoorbeeld gedacht worden aan de volgende bouwstenen:

1. 2 bouwstenen om de nominale duratie van de portefeuille te sturen en de inkoop van nominaal pensioen veilig te stellen (een met korte en een met lange duratie);
2. 1 rendementsbouwsteen gericht op de opbouw van kapitaal (focus op hoog langetermijnrendement);
3. Optioneel 1 aanvullende rendementsbouwsteen om het risicoprofiel van de lifecycle nauwkeuriger te kunnen sturen (bijv. focus op aantrekkelijke *Sharpe* en relatief lage *drawdowns*);
4. Optioneel 1 inflatiebouwsteen waarmee inflatierisico nauwkeuriger kan worden gestuurd.

Het is van belang dat eerst wordt vastgesteld hoeveel bouwstenen moeten worden onderzocht en hoe deze bouwstenen er precies uit komen te zien. De invulling van de bouwstenen is dan input voor het recursieve

<sup>15</sup> Alhoewel met een korte beleggingshorizon en duratie.



proces waarlangs de lifecycles voor een steeds jonger cohort wordt vormgegeven totdat deze voor alle leeftijden is gespecificeerd.

### Recursief proces

De analysefase bestaat uit een recursief proces waarbij een lifecycle wordt *ge-reverse engineered*. Dit betekent dat eerst het beleggingsbeleid in de uitkeringsfase wordt onderzocht op basis van de vooraf geïdentificeerde bouwstenen. Hiervoor worden de bouwstenen gebundeld in twee blokken: rendement en matching. Het recursieve proces richt zich op de globale verdeling tussen rendement en matching blokken: het lifecycleprofiel op hoofdlijnen. Dit lifecycleprofiel wordt vastgesteld door de zogenoemde 'zekerheidsequivalenten'<sup>16</sup> van verschillende lifecycles met elkaar te vergelijken. Hierbij is de doelstelling een lifecycle te bouwen die steeds leidt tot het hoogste zekerheidsequivalent op cohortniveau. In het recursieve proces wordt voor het leeftijdscohort dat zich vlak voor de pensioendatum bevindt, bepaald hoe het lifecyclebeleid er precies uit dient te zien. Daarna wordt ditzelfde proces gevolgd voor het daaraan voorafgaande leeftijdscohort waarbij de lifecycle voor het iets oudere leeftijdscohort als input wordt meegenomen. Het proces wordt op eenzelfde manier herhaald voor alle leeftijdscohorten totdat ook voor het jongste leeftijdscohort de lifecycle is bepaald. De uitkomst van het recursieve proces resulteert in een lifecycle op hoofdlijnen die voor alle cohorten een leeftijdsafhankelijke allocatie tussen de rendement- en matchingblokken beschrijft.

### ALM in de transitie: de rol van de *legacy*-portefeuille

Op dit moment hebben pensioenfondsen een beleggingsportefeuille die is vormgegeven onder het FTK. In de transitie naar de FPR lijkt het verstandig deze portefeuille als startpunt te nemen en de verschillende bouwstenen onder de FPR op te bouwen uit de beleggingen in de bestaande portefeuille. Als het collectief van de lifecycles vervolgens aansluit op de totale portefeuille zouden er vrijwel geen transacties nodig zijn in de transitie en de bijbehorende transactiekosten kunnen worden bespaard. De keerzijde van deze manier van denken is dat teveel vanuit de kaders van de bestaande portefeuille wordt geredeneerd. Dit kan restrictief zijn en leiden tot suboptimale oplossingen. Bijvoorbeeld zou een pensioenfonds momenteel een defensiever beleggingsbeleid kunnen hebben dan passend is voor de som van de risicohoudingen van alle deelnemers tezamen. Door de lifecycles vervolgens alleen uit de bestaande beleggingsportefeuille op te bouwen zouden de lifecycles te defensief zijn. Het is daarom wenselijk naast de analyse vanuit de bestaande FTK-portefeuille ook een *unconstrained* analyse wordt gedaan. De uitkomsten van deze laatste analyse zouden dan kunnen worden gebruikt om een 'stip op de horizon'-portefeuille te identificeren waar in de loop van enkele jaren naar toe kan worden gestuurd.

### Vaststelling risicoruimte beleggingscyclus

Een belangrijk aspect van de Lifecycle-ontwerpcyclus is het vaststellen van de risicoruimte (risicokaders) voor de kortere beleggingscyclus. In deze jaarlijkse cyclus kunnen binnen de bouwstenen van de lifecycles accentverschuivingen plaatsvinden waarmee wordt ingespeeld op (significant) gewijzigde marktomstandigheden. In de Lifecycle-ontwerpcyclus dient na te worden gedacht over de ruimte die men aan dergelijke aanpassingen zou willen geven en de wijze waarop de ruimte wordt begrensd.

---

<sup>16</sup> Het zekerheidsequivalent is een maatstaf voor de relatieve aantrekkelijkheid van de lifecycle gegeven de risicohouding van het betreffende leeftijdscohort / de betreffende maatmens.



### Rol Achmea IM in de lifecycle-ontwerpcyclus

De fiduciaire adviesrol van Achmea IM richt zich in de lifecycle-ontwerpcyclus op:

- Analyse van en advies over de exacte invulling van de bouwblokken van de lifecycle en het beleggingsbeleid.
- Indien sprake is van dynamisch lifecyclemanagement: advies over de invulling van het dynamisch sturen.
- Adviseren over de inzet van derivaten om risico's te beheersen.
- Vastlegging strategische beleggingsbeleid en de risicokaders t.b.v. de rebalancing en monitoring van het beleggingsbeleid.
- Opstellen Investment Cases voor de verschillende onderliggende fondsen / mandaten.

De vermogensbeheerrol van Achmea IM richt zich in de lifecycle-ontwerpcyclus op:

- Input t.a.v. mogelijke beleggingsoplossingen
- Opstellen mandaatrichtlijnen
- Vormgeving mogelijke standaardoplossingen

#### 6.3.4 De beleggingscyclus

Onder de FPR zal net als onder het huidige FTK een jaarlijkse beleggingscyclus plaatsvinden. Binnen deze cyclus zal de wettelijk voorgeschreven toetsing van de lifecycles aan de risicohouding plaatsvinden. Op basis hiervan en op basis van veranderende marktomstandigheden kunnen de strategische gewichten van de bouwstenen (de normportefeuilles van de bouwstenen) van de lifecycles worden aangepast zodat deze naar verwachting beter in staat zijn hun doelstelling te vervullen. Omgekeerd zou ook de risicohouding kunnen worden aangepast indien de financiële en economische omstandigheden hierom vragen Dit zou moeten worden onderbouwd via een nieuwe toetsing van de risicopreferenties van deelnemers (RPO-cyclus).

#### Kenmerken beleggingscyclus

**Frequentie:** jaarlijks

**Scope:** toetsing en bijsturing normportefeuille

**Uitgangspunten:** uniforme scenario'set, *real world scenarios*

**Uitkomsten:** toetsing lifecycles op uniforme scenario'set, normportefeuille per bouwsteen

#### Jaarlijkse toetsing op basis van uniforme scenario'set

In het kader van het prudent person principe wordt jaarlijks de aansluiting van beleggingsbeleid op de risicohouding getoetst. De uitkomsten die volgen uit een doorrekening op basis van de URM-projectiemethode met een uniforme scenario'set worden getoetst aan de vastgestelde risicohouding per leeftijdscohort. Het vastgestelde beleggingsbeleid wordt aangepast, indien de toetsing hier aanleiding toe geeft. Omdat de uniforme scenario'set een zeer beperkte mate van detail kent is deze exercitie bovenal bedoeld om het beleid te toetsen en niet als input voor beleggingsbeslissingen.

#### Bijstelling normportefeuille binnen de in de Lifecycle-ontwerpcyclus gestelde kaders

Zoals eerder geschetst biedt de jaarlijkse beleggingscyclus ruimte om binnen de gestelde kaders accentverschuivingen in de normportefeuille van de bouwstenen te verwerken. Deze verschuivingen zijn bedoeld als een vorm van 'onderhoud' in reactie op marktontwikkelingen en beogen niet de portefeuillekarakteristieken fundamenteel te veranderen.

#### IJking kaders voor monitoring en bijsturing

Naast de vaststelling van de normportefeuilles voor de verschillende bouwstenen zullen ook de kaders waarbinnen bijsturing in de portefeuilles / bouwstenen plaatsvindt, moeten worden getoetst en eventueel bijgesteld. Dit kan in de vorm van een bandbreedte, maar zou ook kunnen worden ingevuld door andere – lifecycle-specifieke – risicomaatstaven. Hierbij is het van belang de consequenties van te ruime bandbreedtes

of andere risicomaten te wegen tegen de transactiekosten die krappere bandbreedtes of een andere risicomaten met zich mee zouden brengen.

#### **Rol Achmea IM in de beleggingscyclus**

De fiduciaire adviesrol van Achmea IM richt zich in de beleggingscyclus op:

- Advisering over de herijking van de risicokaders n.a.v. jaarlijkse toetsing en portefeuille-analyse
- Advisering over de jaarlijkse rebalancing van het beleggingsbeleid
- Bij de advisering over het beleggingsbeleid zou Achmea IM moeten (laten) toetsen of de beleggingsportefeuille zich nog binnen de gestelde risicohouding per leeftijdscohort bevindt.

De vermogensbeheer rol van Achmea IM richt zich in de beleggingscyclus op:

- Beheer van de multi-asset portefeuilles / modules (o.a. bijsturing, liquiditeitsmanagement, inzet derivaten op moduleniveau).
- Beheer van de onderliggende fondsen en mandaten.

#### **6.3.5 De monitoringscyclus**

De laatste cyclus omvat het doorlopende wekelijkse en/of maandelijkse monitoringsproces. Hierin worden de resultaten van de lifecycles en de onderliggende bouwstenen gemonitord en mogelijk bijgestuurd indien deze buiten de hiervoor vastgestelde kaders valt. Deze kaders dienen in de beleggingscyclus of lifecycleontwerpcyclus vast te worden gesteld.

##### Kenmerken Monitoringscyclus

**Frequentie:** doorlopend

**Scope:** monitoring risicokaders / rapportage / bijsturing indien nodig

**Uitgangspunten:** risicokaders uit ALM- en beleggingscyclus

**Uitkomsten:** risicorapportage / bijsturing portefeuille(s)

##### **Bijsturing afhankelijk van gekozen lifecyclebeheersvorm.**

De precieze invulling van de bijsturing is afhankelijk van de gekozen beheersvorm:

1. Bij een lifecycle bestaande uit individuele fondsen zal de bijsturing zich vooral richten op het sturen van de allocatie naar de vastgestelde strategische gewichten voor de lifecycle. Hierbij is het zinvol om met bandbreedtes de maximale afwijking van de onderliggende fondsen te bepalen.
2. Bij een lifecycle bestaande uit modules / multi-assetfondsen vindt de sturing enerzijds plaats binnen de modules. Afhankelijk van de gestelde risicokaders ligt hier meer ruimte voor tijdelijke afwijkingen tussen onderliggende beleggingscategorieën. De lifecycle preciseert de allocatie naar de verschillende modules. De allocatie binnen de modules kan binnen bandbreedtes veranderen.
3. Bij dynamisch lifecyclemanagement zal de monitoring en sturing zich vooral richten op de doelstelling van de betreffende lifecycle. Indien deze teveel afwijkt zal het lifecycleprofiel worden aangepast om weer te kunnen voldoen aan de pensioendoelstelling.

Een aandachtspunt bij de monitoring is de wijze waarop de monitoring van individuele lifecycles (door de PUO) en de bouwstenen van de lifecycles (door de vermogensbeheerder) elkaar raken. In het rebalancingproces zal er ruimte moeten zijn om afwijkingen tussen de theoretische allocatie volgende uit de lifecycleprofielen van de deelnemers, vastgesteld door de PUO, en de daadwerkelijke allocatie naar de bouwstenen te accommoderen.

### Rol Achmea IM in de monitoringscyclus

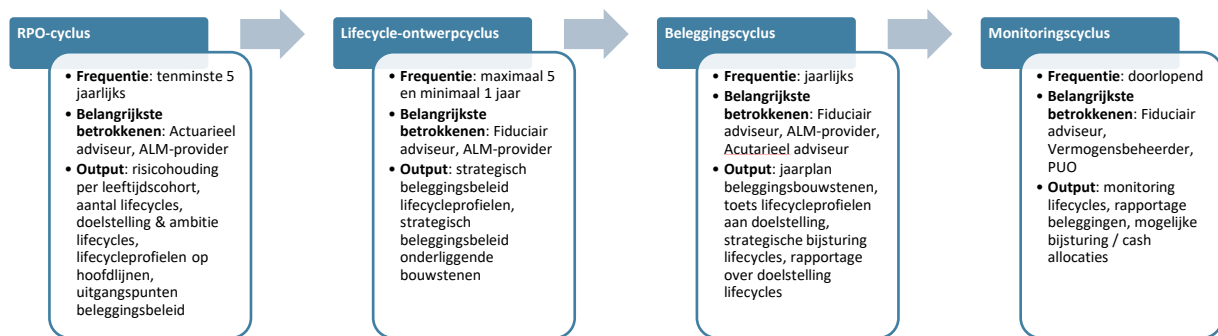
De fiduciaire rol van Achmea IM richt zich in de monitoringscyclus op:

- Advisering over mogelijke risico's en monitoring van de beleggingsomgeving
- Mogelijk in samenwerking met PUO: monitoring van en rapportage over langetermijndoelstelling en risico's van de lifecycles.

De vermogensbeheerrol van Achmea IM richt zich in de monitoringscyclus op:

- Bijsturing van de beleggingsallocatie (cashallocatie)
- Monitoring van risico's (o.a. markt, liquiditeit, ESG)
- Rapportage over de fondsperformance

**Figuur 15** schematische weergave Beleggingsproces onder de FPR



Bron: Achmea IM

**Meer informatie?:** <https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel/onze-dienstverlening/nieuw-pensioencontract>

## 7. Bibliografie

- Bauer, R., Veldpaus, E., & Tuyll, van, R. (2022). Hoe betrekken pensioenfondsen deelnemers bij hun maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid? *Netspar Occasional Paper*.
- Been, J., van Ewijk, C., Knoef, M., Mehlkopf, R., & Muns, S. (2022, 06). Households' heterogeneous welfare effects of using home equity for life cycle consumption. *Netspar Academic Series*.
- Blake, D., Wright, D., & Zhang, Y. (2011). Target-Driven Investing: Optimal Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans under Loss Aversion. *Pensions Institute*, PI-1112.
- Bodie, Z., Merton, R. C., & Samuelson, W. F. (1992, January). *Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life-Cycle Model*. NBER Working Papers Series No. 3954.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979, March). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, Vol. 47, pp. 263-292.
- Koijen, R. S., Nijman, T., & Werker, B. J. (2009). When Can Life-cycle Investors Benefit from Time-varying Bond Risk Premia? *Review of Financial Studies*, Vol. 23, Issue 2, 741-780.
- Merton, R. C. (1969). Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 51, No. 3, 247-257.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 425-442.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1992). Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 297-323.
- van Popta, B., & Steenbeek, O. (2021-03). Transition to a new pensioen contract in the Netherlands: lessons from abroad. *Netspar Occasional Paper*.
- Viceira, L. M. (2009). Overcoming the saving slump: How to increase the effectiveness of financial education and saving programs. In *Life-Cycle Funds* (pp. 140-177).



## 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.