

# Huisvisie strategisch beleggingsbeleid onder de SPR



**Zeist, april 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 premieregeling (SPR) danwel de flexibele premieregeling (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 gericht 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. In deze *huisvisie op het strategisch beleggingsbeleid onder de SPR* wordt de visie van Achmea Investment Management op het strategisch beleggingsbeleid onder de SPR gegeven.

## Samenvatting

De huisvisie Strategisch beleggingsbeleid onder de SPR beschrijft de strategische visie van Achmea IM op een tweetal zaken: i) het ontwerp van de beleggingsportefeuille onder de SPR en ii) het beleggingsproces onder de SPR. De belangrijkste punten uit deze onderdelen worden hieronder genoemd:

### Belangrijke uitgangspunten bij het ontwerp van beleggingsportefeuilles onder de SPR:

- 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 keuze voor een berekend of behaald beschermingsrendement heeft belangrijke consequenties voor de wijze waarop risico's tussen leeftijdscohorten worden gedeeld en daarmee ook de beleggingsmogelijkheden.
- Het is voor de aansluiting op de toedelingsregels en de verantwoording over het gerealiseerde rendement van belang de portefeuille (administratief) op te delen in een rendements- en een beschermingsportefeuille. Voor een behaald beschermingsrendement is dit een vereiste en voor een berekend beschermingsrendement is dit sterk aan te raden.
- De systematiek van toedelen van een berekend beschermingsrendement resulteert potentieel in onwenselijke herverdelingseffecten van jongere leeftijdscohorten naar oudere leeftijdscohorten. Daarnaast biedt een todelingssystematiek op basis van een behaald beschermingsrendement meer flexibiliteit voor de inrichting van de beschermingsportefeuille. Het vormgeven van toedelingsregels op basis van een collectief behaald beschermingsrendement biedt mogelijk een manier om deze herverdelingseffecten te voorkomen en flexibiliteit in de invulling van de beschermingsportefeuille te behouden. Een kanttekening hierbij is dat DNB nog een uitspraak moet doen over de mogelijkheid om een SPR in te richten volgens deze toedelingsvariant. Wettelijk is dit mogelijk uit hoofde van het amendement Palland dat in december 2022 door de Tweede Kamer is aangenomen.
- De wijze waarop de vaststelling van de risicohouding per leeftijdscohort wettelijk is voorgeschreven, is zeer gestileerd en kijkt vooral op de lange termijn. Voor de kortetermijnrisico's bieden deze weinig houvast. Het verdient daarom de aanbeveling ook naar kortetermijnrisicomaatstaven te kijken zoals de volatiliteit en drawdown van de portefeuilles.
- Vanuit het perspectief van tijdsdiversificatie is het verstandig leeftijdscohorten in de toedelingsregels zo klein mogelijk te maken en grote sprongen in de impliciete lifecycleallocaties te vermijden.
- Door het opheffen van de leenrestrictie kunnen jongere leeftijdscohorten een blootstelling van meer dan 100% naar de rendementsportefeuille krijgen. Dit is begrensd door de eis dat de totale blootstelling naar zakelijke waarden niet hoger dan 150% mag zijn. Het pensioenfonds moet bij het opheffen van de leenrestrictie ook maatregelen treffen om te voorkomen dat de pensioenkapitalen negatief kunnen worden.
- Het is van belang dat de geaggregeerde impliciete blootstelling naar de rendements- en beschermingsportefeuille op basis van de individuele pensioenvermogens en de toedelingsregels en de feitelijke portefeuille op elkaar aansluiten. Indien dit niet het geval is kunnen hierdoor herverdelingseffecten ontstaan.

- Een 'berekend' beschermingsrendement is in theorie minder stringent in termen van de aansturing van de portefeuille. In de praktijk lijkt deze lossere aansluiting tussen toedelingsregels en portefeuille echter onwenselijk en legt een 'berekend' beschermingsrendement de risico's van het beschermingsrendement vooral bij de jongere generaties.
- Een 'behaald' beschermingsrendement kent twee varianten: individueel en collectief. De individuele variant lijkt sterk op de FPR, maar heeft minder flexibiliteit. Om deze reden is het advies om indien deze variant van toedelingsregels zou worden gekozen, te opteren voor de FPR.
- Een collectief 'behaald' beschermingsrendement biedt meer ruimte om de beschermingsportefeuille in te vullen met onder andere credits, hypotheke en ILB's. Daarmee geeft deze variant meer mogelijkheden om gepensioneerden een waardevast pensioen te bieden. Daarnaast voorkomt deze variant dat er onwenselijke herverdelingseffecten optreden door de implementatie van het beschermingsrendement.
- De rendementsportefeuille zou in de basis moeten worden ingevuld met een goed gespreide, efficiënte portefeuille. Via de toedelingsregels kan het rendement per leeftijdscohort naar het gewenste niveau worden gebracht. Indien er geen mogelijkheid is om de leenrestrictie op te heffen of als dit anderszins onwenselijk is kan de rendementsportefeuille een meer risicovol karakter krijgen. Mits passend binnen de risicohouding.
- De invulling van de beschermingsportefeuille is afhankelijk van het soort toedelingsregels. Voor een 'berekend' beschermingsrendement past een portefeuille die de swaprente genereert tegen een zo laag mogelijke tracking error. Er is in dit geval beperkt ruimte voor credits, hypotheke of staatsobligaties met een hogere risico-opslag. Voor een 'behaald' beschermingsrendement is er daarentegen meer ruimte om een invulling met meer risico te kiezen en op die manier een (deels) waardevast pensioen na te streven via de beschermingsportefeuille.
- De rendements- en beschermingsportefeuilles moeten voorzien in hun eigen liquiditeit. Dit is van belang voor de portefeuillesturing en is met name relevant voor toedelingsregels op basis van een behaald beschermingsrendement.
- Het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve wordt ook vormgegeven via de toedelingsregels en zou aan moeten sluiten op het beoogde gebruik van de solidariteitsreserve.

### **Belangrijkste conclusies en visie op het beleggingsproces onder de SPR**

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 toedelingsregels worden vastgesteld. Op basis daarvan worden de toedelingsregels bepaald. Deze cyclus moet wettelijk minimaal eenmaal in de vijf jaar worden doorlopen;
2. Een SAA-cyclus waarin op basis van kwantitatieve en kwalitatieve analyses het strategische beleggingsbeleid van de rendements- en beschermingsportefeuilles wordt bepaald. De frequentie van deze cyclus is minimaal gelijk aan de RPO-cyclus, maar kan afhankelijk van specifieke marktomstandigheden en macro-economische verwachtingen met een hogere frequentie worden doorlopen;
3. Een jaarlijkse beleggingscyclus waarin toetsing van de beoogde normportefeuilles voor het komende beleggingsjaar aan de beleggingsomgeving en aan de toedelingsregels 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>5</b>
<b>2.</b>	<b>De SPR in vogelvlucht</b>	<b>6</b>
2.1	De solidaire premiereregeling in kort bestek	6
2.2	De verschillen en overeenkomsten tussen de SPR en de FPR	6
2.3	De keuze in toedelingsregels is een bepalende factor in de uitkomsten van het beleid	7
2.4	De solidariteitsreserve	8
2.5	Het beleggingsproces rondom de SPR vraagt om onderzoek naar de voorkeuren van deelnemers	8
<b>3.</b>	<b>Visie op het beleggingsbeleid onder de SPR</b>	<b>10</b>
3.1	De beleggingsprincipes veranderen onder de SPR niet	10
3.2	De impliciete lifecycle: het toedelen van rendement	11
3.3	Vaststelling van de risicohouding per leeftijdscohort	13
3.4	De stappen in het vaststellen van de toedelingsregels	13
3.5	De verschillende vormen van toedelen van het beschermingsrendement	15
3.6	Het begrenzen van risico's onder de SPR	18
3.6.1	<i>Aansluiting beleggingsportefeuille op de toedelingsregels is essentieel</i>	18
3.6.2	<i>Beheersing van het mismatchrisico</i>	18
3.7	Reële sturing onder de SPR	19
3.8	De vormgeving van de beleggingsportefeuilles	19
3.8.1	<i>Randvoorwaarden beschermings- en rendementsportefeuilles</i>	20
3.8.2	<i>Diversificatie, risicosturing en risicohedging</i>	20
3.8.3	<i>Invulling rendementsportefeuille</i>	20
3.8.4	<i>Invulling beschermingsportefeuille</i>	22
3.9	Liquiditeit onder de SPR	23
3.10	Valutarisico onder de SPR	25
3.11	Het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve	25
<b>4.</b>	<b>Visie op het beleggingsproces onder de SPR</b>	<b>27</b>
4.1	Beschrijving proces	27
4.2	De betrokken partijen	27
4.3	De verschillende cycli onder de SPR	29
4.3.1	<i>De transitiefase</i>	29
4.3.2	<i>De RPO-cyclus</i>	30
4.3.3	<i>De SAA-cyclus</i>	31
4.3.4	<i>De beleggingscyclus</i>	32
4.3.5	<i>De monitoringscyclus</i>	33
<b>5.</b>	<b>Bibliografie</b>	<b>35</b>



# 1. Inleiding

## Randvoorwaarden huisvisie op het strategisch beleggingsbeleid onder de SPR

De SPR kent op een aantal gebieden 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. Hierbij worden rente- en andere beleggingsrisico's leeftijdsafhankelijk toebedeeld via van tevoren vastgelegde toedelingsregels. Dit betekent dat de randvoorwaarden en doelstellingen van het strategisch beleggingsbeleid onder de SPR 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 SPR. 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 SPR.

## Leeswijzer bij dit document

Deze huisvisie beoogt een helder perspectief te bieden op de beleggingsinhoudelijke inrichting van het beleggingsbeleid van een solidaire premieregeling. In hoofdstuk 2 wordt ingegaan op de belangrijkste karakteristieken van de SPR. In de hoofdstukken 3 en 4 wordt vervolgens een visie gegeven op respectievelijk het ontwerp van beleggingsportefeuilles onder de SPR en op het beleggingsproces onder de SPR. Dit tweetal hoofdstukken wordt telkens voorafgegaan door een korte samenvatting van de betreffende standpunten. Vervolgens worden deze punten in de rest van het hoofdstuk nader uitgewerkt.

---

<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 SPR in vogelvlucht

### 2.1 De solidaire premiereregeling in kort bestek

De solidaire premiereregeling (SPR) is in een nieuw type pensioencontract waarin elementen van solidariteit worden gecombineerd met een persoonlijk pensioenkapitaal. Dit pensioenkapitaal wordt net als onder de flexibele premiereregeling (FPR) belegd volgens het 'lifecycleprincipe'. Dit betekent dat het risico van het belegde kapitaal geleidelijk wordt afgebouwd naarmate de pensioendatum nadert. Onder de SPR wordt dit niet gerealiseerd door een expliciete, individuele allocatie naar verschillende beleggingsportefeuilles. In plaats daarvan worden de rendementen van één collectieve portefeuille via van tevoren vastgestelde toedelingsregels aan de individuele pensioenkapitalen toebedeeld. Door deze systematiek wordt in theorie optimaal gebruik gemaakt van de voordelen van een collectieve beleggingsportefeuille terwijl het beleggingsbeleid kan worden afgestemd op de risicohouding van individuele leeftijdscohorten. Daarnaast kent de SPR de mogelijkheid om een solidariteitsreserve te creëren. Met deze solidariteitsreserve kunnen eventueel de risico's op het gebied van (reële) pensioendalingen worden gecompenseerd.

### 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 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. Onder de SPR is de mate van solidariteit sterk afhankelijk van de keuze in toedelingsregels.

Tabel 1 toont de belangrijkste kenmerken van de FPR en vergelijking met de SPR en het huidige FTK.

**Tabel 1** Belangrijkste kenmerken van de verschillende pensioenregelingen

Eigenschap / kenmerk	Financieel Toetsingskader (FTK)	Solidaire Premiereregeling (SPR)	Flexibele Premiereregeling (FPR)
Toetsing beleid	Haalbaarheidstoets	Toetsing risicohouding deelnemers 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 blootstelling aan rendementsportefeuille mag pensioenvermogen overtreffen	Niet toegestaan
Afdekking renterisico	Op basis van totale kasstroom	Individueel via toedelingsregels. Afhankelijk van de keuzes rondom bescherming in de impliciete lifecycle.	Leeftijdsafhankelijk: verwachting is een toenemende afdekking bij toenemende leeftijd. In opbouwfase duratiegedreven

			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.	Liquiditeit wordt binnen de onderliggende beschermings-/rendementsportefeuilles gemanaged	Beperktere 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 keuze in toedelingsregels is een bepalende factor in de uitkomsten van het beleid


Het unieke, nieuwe element van de SPR ten opzichte van het FTK en de FPR is de toedeling van rendementen op basis van toedelingsregels. Onder deze toedelingsregels wordt het rendement van de totale beleggingsportefeuille gesplitst in een beschermings- en een overrendement. Vervolgens wordt dit rendement leeftijdsafhankelijk toegeëld. Oudere deelnemers ontvangen hierbij meer beschermingsrendement en jongere deelnemers meer overrendement. De toedelingsregels vormen zo een impliciete lifecycle waarmee deelnemers in principe afhankelijk van hun leeftijd een passende blootstelling naar rendement en risico hebben.

#### De opbouw van het rendement onder de SPR

Het toegeëelde rendement bestaat uit twee componenten: het *beschermingsrendement* en het *overrendement*. Voor de toedeling van de financiële risico's worden deze als volgt opgebouwd<sup>2</sup>:

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

<sup>2</sup> Naast de financiële risico's zullen ook het micro-langlevensrisico en het macro-langlevensrisico een impact hebben op de te verdelen rendementen. Omdat we ons in deze notitie richten op de consequenties voor het beleggingsbeleid gaan we er in de analyses vanuit dat deze risico's neutraal uitpakken (er wordt geen winst of verlies op geboekt). Bij de vormgeving van een solidaire premieregeling dient men zich ervan bewust te zijn dat het effect van deze posten – afhankelijk van de samenstelling van het deelnemersbestand en de wijze van toedeling van deze risico's – een significante impact op de verdeling van de financiële resultaten kan hebben.



fluctuaties van de rente. Hierdoor wordt dus de (verwachte) nominale pensioenuitkering (ten dele) gestabiliseerd. Voor oudere leeftijdscohorten zal deze bescherming naar verwachting hoger liggen dan bij jongere leeftijdscohorten.

- **Overrendement:**

- Het overrendement is het feitelijk behaalde collectieve rendement verminderd met de in totaal toegekende beschermingsrendementen. Omdat het overrendement bij een berekend beschermingsrendement de facto een restpost is, zullen effecten van zaken als rentemismatch, kosten, *cash-drag* (minder rendement doordat portefeuilles niet volledig belegd zijn), etc. ten laste of bate van het overrendement komen.

Rondom de vaststelling van de toedelingsregels is een groot aantal keuzes te maken. In hoofdstuk 3 wordt hierop nader ingegaan. Enkele belangrijke aandachtspunten zijn:

1. De keuze voor toedelingsregels op basis van een ‘berekend’ dan wel een ‘behaald’ beschermingsrendement.
2. De mate van toegestane afwijking tussen de feitelijke blootstelling van de totale portefeuille aan rendement en bescherming en de blootstelling die wordt geïmpliceerd door de onderliggende impliciete lifecycle-allocatie per cohort (de allocatiemismatch).
3. De mate van gebruik van leverage in de gehanteerde toedelingsregels en de bovenliggende collectieve portefeuille (zowel uit hoofde van opheffen leenrestrictie als meer dan 100% blootstelling aan bescherming en overrendement).

## 2.4 De solidariteitsreserve

Onderdeel van de SPR is een verplichte solidariteitsreserve die maximaal 15% van het totale vermogen mag omvatten. Deze solidariteitsreserve 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 risicopremies, macro-langlevensrisico of inflatierisico<sup>3</sup>.

### De financiering van de solidariteitsreserve

De solidariteitsreserve 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;
- Een deel van het overrendement mag hiervoor worden gereserveerd.

Het vermogen in de solidariteitsreserve wordt op eenzelfde manier geadmistreerd als een leeftijdscohort en deelt via blootstelling vergelijkbaar met de toedelingsregels in de twee rendementscomponenten van de portefeuille.

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


De blootstelling naar het gevoerde beleggingsbeleid onder de SPR – en onder de FPR – 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>4</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 toedelingsregels. Daarnaast zijn de

---

<sup>3</sup> Inflatierisico wordt in de memorie van toelichting expliciet genoemd als een niet-verhandelbaar risico. Voor inflatierisico zijn in de markt echter wel instrumenten beschikbaar die (als proxy) de Europese inflatie uitbetalen.

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





uitkomsten van het risicopreferentieonderzoek van belang bij de bepaling op welke manier de solidariteitsreserve zal worden ingezet. 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.

# 3. Visie op beleggingsbeleid onder SPR

Onder de SPR is er sprake van een collectief beleggingsbeleid maar individueel geadmireerde pensioenvermogens. Op basis van toedelingsregels worden rendementen toebedeeld aan verschillende leeftijdscohorten. In dit hoofdstuk wordt de visie van Achmea IM gegeven op de consequenties van deze nieuwe manier van rendementen toedelen voor het beleggingsbeleid.

## 3.1 De beleggingsprincipes veranderen onder de SPR niet

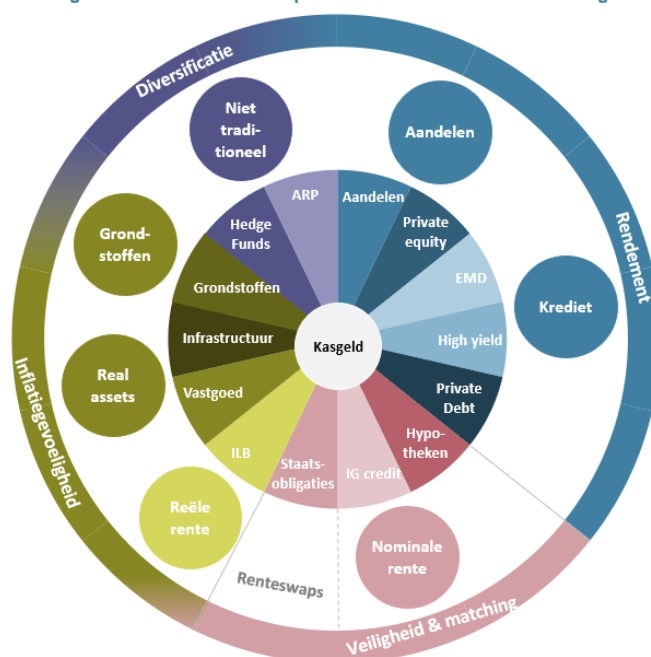
Bij het vormgeven van een beleggingsportefeuille hanteren beleggers een aantal uitgangspunten en investment beliefs die richting geven bij de invulling van de portefeuille. Door de overgang naar de SPR zullen deze beleggingsprincipes in de basis niet veranderen. Dit betekent dat de huidige beleggingsprincipes nog steeds het uitgangspunt vormen<sup>5</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 specifieke portefeuillerol. Dit betekent dat de huidige onderverdeling die Achmea IM hanteert en zoals geschetst in Figuur 1 een logisch vertrekpunt is in de vormgeving van het beleggingsbeleid en de bijbehorende toedelingsregels. Een kanttekening hierbij is dat door de wijziging van een uniform naar een leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid de randvoorwaarden van het beleggingsbeleid wel wijzigen. Het is van belang dat de uitgangspunten van pensioenfondsen met dit gegeven in het achterhoofd opnieuw tegen het licht worden gehouden.

**Figuur 1** Onderverdeling beleggingscategorieën naar portefeuillerol

Risicocategorieën voor een effectieve portefeuillediversificatie en beheersing van het renterisico



Bron: Achmea IM

<sup>5</sup> De beleggingsprincipes van Achmea IM worden hier als voorbeeld genoemd.



## De SPR vereist meer transparantie over effecten van beleggingskeuzes

De randvoorwaarden waaraan beleggingsoplossingen onder de SPR moeten voldoen, wijzigen. 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 via die geaggregeerde grootte 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 SPR hebben deelnemers een individueel pensioenvermogen, maar is er sprake van één of twee collectieve beleggingsportefeuilles. Via vooraf vastgestelde toedelingsregels wordt op basis van de gerealiseerde rendementen van de collectieve portefeuille(s) rendement toebedeeld aan de individuele pensioenvermogens van deelnemers.

### 3.2 De impliciete lifecycle: het toedelen van rendement

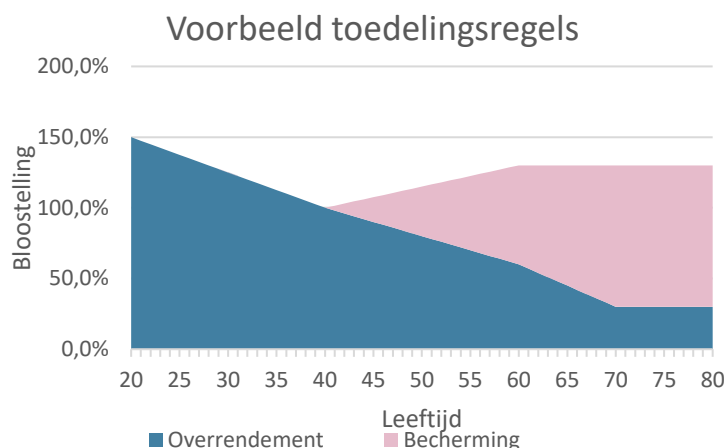
Het unieke, nieuwe element van de SPR ten opzichte van het FTK en de FPR is de toedeling van rendementen op basis van toedelingsregels. Onder deze toedelingsregels wordt het rendement van de totale beleggingsportefeuille gesplitst in twee typen rendement: het beschermingsrendement en het overrendement. Het beschermingsrendement is bedoeld voor het beschermen (afdekken) van pensioenuitkeringen tegen veranderingen in het niveau van de rente. Het overrendement is bedoeld om bij te dragen aan de opbouw van pensioenkapitaal.

#### De impliciete lifecycle

In de vaststelling van de toedelingsregels moet het lifecycleprincipe worden gehanteerd. Dit houdt in dat jongeren – met nog een lange horizon tot pensioendatum – meer risico kunnen dragen en daarmee potentieel meer rendement kunnen verdienen dan een deelnemer vlak voor pensioendatum of een reeds gepensioneerde deelnemer. De toedelingsregels worden in principe op een gelijksoortige manier vastgesteld: jongere leeftijdscohorten krijgen meer blootstelling naar het overrendement terwijl oudere leeftijdscohorten vooral beschermingsrendement ontvangen.

Het is van belang op te merken dat in tegenstelling tot de expliciete lifecycle onder de FPR de blootstelling naar rendementen in de toedelingsregels onder de SPR niet per se op te hoeven tellen tot 100%. Door het opheffen van de leenrestrictie is het mogelijk dat deelnemers tot 150% blootstelling hebben naar zakelijke waarden (zie paragraaf hieronder). Daarnaast is het mogelijk het deelnemerscohorten tot 100% beschermingsrendement te geven en daarnaast ook nog een zekere blootstelling aan overrendement. Het beschermingsrendement kan in dezen worden gezien als vergelijkbaar met de renteafdekking onder het huidige FTK. Gepensioneerden zouden 100% van het nominale renterisico af kunnen dekken en daarnaast nog (een beperkte) blootstelling kunnen krijgen naar het overrendement om te voorzien in een stuk koopkrachtbehoud. Een voorbeeld van de toedelingsregels per leeftijd wordt in onderstaande grafiek gegeven. Bij deze toedelingsregels is de blootstelling naar de rendementsportefeuille voor een aantal leeftijdscohorten groter dan 100%: de leenrestrictie wordt in dit voorbeeld dus opgeheven. Bovendien is voor een aantal cohorten de exposure naar beschermingsrendement plus overrendement groter dan 100%. Beide aspecten introduceren leverage in de portefeuille.

Figuur 2 Voorbeeld impliciete lifecycle o.b.v. toedelingsregels



Bron: Achmea IM

### De praktijk van het toedelen van rendement: een voorbeeld


Om een idee te krijgen van de wijze waarop de toedelingsregels in theorie werken, laten we in onderstaand voorbeeld voor een eenvoudige situatie zien wat de toedelingsregels betekenen voor een gerealiseerd portefeuillerendement (5%) en een mutatie van de rente (-1%). Het voorbeeld toont dat uit het gerealiseerde rendement op de totale portefeuille eerst een kasrendement (de premie voor het verstrijken van de tijd) wordt betaald. Vervolgens wordt het beschermingsrendement cohort-specifiek bepaald (stap 2) en wordt het rendement dat overblijft vervolgens in stap 3 als overrendement verdeeld op basis van de blootstelling per cohort naar overrendement. Vervolgens wordt in stap 4 het nieuwe vermogen per leeftijdscohort bepaald als de som van het vermogen primo, het kasrendement en het benodigde beschermingsrendement en het overrendement.

Een kanttekening bij dit voorbeeld is dat dit toont hoe de toedelingsregels voor het theoretische beschermingsrendement werken. In de praktijk is er een keuze tussen een berekend of theoretisch beschermingsrendement (de indirecte methode) en een behaald of werkelijk beschermingsrendement (de directe methode). Op de verschillen van deze methodes gaan we in paragraaf 3.5 nader in.

Tabel 2 Gestileerd voorbeeld van werking theoretische toedelingsregels

	Toedelingsregels						
	Leeftijdsc cohort	Vermogen (A)	Duratie (D)	Beschermingsrendement (B)	Overrendement (O)	Totaal	
Primo	Jong	20,000	0	0%	120%	120%	
	Midden	150,000	25	35%	70%	105%	
	Oud	100,000	10	100%	25%	125%	
	Blootstelling Jong			-	24,000	24,000	
	Blootstelling Midden			52,500	105,000	157,500	
	Blootstelling Oud			100,000	25,000	125,000	
	Totale Portefeuille (Exposure)			152,500	154,000	306,500	113.5%
Totale Portefeuille (Vermogen)	270,000	18	116,000	154,000	270,000	100.0%	
Target Strategische Asset Allocatie			43.0%	57.0%		100.0%	
Rendement	Totaal Rendement (TR)	5.0%	13,500				
	Kasgeld Rendement (K)	2.0%	5,400				
	Delta rente (I) / Bescherming Renterisico (BRR)	-1.0%	23,125				
	Beschermingsrendement (BR = K + BRR)		28,525				
	Overrendement (OR = TR - BR)		-15,025				
		Stap 1	Stap 2	Stap 3		Stap 4	
	Leeftijdsc cohort	Toebedeeld Rendement Verstryken Tijd (RT=K*A)	Toebedeeld Bescherming Renterisico (BRR=-B*D*I*A)	Relatieve Blootstelling Overrendement (RBO)	Toebedeeld overrendement (TOR=RBO*OR)	Vermogen ultimo (A+RT+BBR+TOR)	Procentuele verandering vermogen
Ultimo	Jong	400	-	16%	-2,342	18,058	-9.7%
	Midden	3,000	13,125	68%	-10,244	155,881	3.9%
	Oud	2,000	10,000	16%	-2,439	109,561	9.6%
	Totaal vermogen ultimo	5,400	23,125	100%	-15,025	283,500	5.0%

Bron: Achmea IM



Een manier om de werking van de toedelingsregels met berekend beschermingsrendement te interpreteren is door een parallel te trekken met een gesecuritiseerde lening. Het beschermingsrendement is hierbij gelijk aan de veilige senior tranche en wordt beschermd door de junior tranche: het overrendement. Dit betekent dat eventuele verliezen eerst worden geabsorbeerd door het overrendement en het beschermingsrendement pas wordt geraakt in het (theoretische) geval dat de overrendementsportefeuille qua omvang tot nul is gereduceerd.

### 3.3 Vaststelling van de risicohouding per leeftijdscohort

De risicohouding per leeftijdscohort komt onder de SPR tot uitdrukking in een drietal maatstaven:

- **de risicomaatstaf:** de maximaal aanvaardbare afwijking van de reële pensioenuitkering in een pessimistisch scenario ten opzichte van de uitkomst in een mediaan scenario.
- **de verwachtingsmaatstaf:** de minimale verwachting voor de reële pensioenuitkeringen in een mediaan scenario bij een hypothetisch geheel risicomijdend beleggingsbeleid.
- **de langetermijnrisicomaatstaf in de uitkeringsfase:** de maximaal aanvaardbare afwijking van de verwachte resterende pensioenuitkeringen in een pessimistisch scenario ten opzichte van dezelfde uitkomsten in een mediaan scenario.

De vaststelling van deze risicomaatstaven geschiedt op basis van de door DNB gepubliceerde scenarioset en kent daarmee een hoog abstractieniveau (o.a. vergaande aggregatie van beleggingen). In de praktijk zullen deze maatstaven daarom vooral dienen om voorgenomen wijzigingen van het beleid te toetsen en niet per se om de portefeuillemonitoring mee vorm te geven.

Een belangrijk aandachtspunt bij deze maatstaven is dat zij alle drie in feite langetermijnmaatstaven zijn: er wordt gekeken naar reële pensioenuitkomsten die voor veel deelnemers nog tientallen jaren in de toekomst liggen. Het is naar onze overtuiging aan te bevelen ook te kijken naar meer korte termijn maatstaven als de volatiliteit en drawdown van het risicokapitaal. In de praktijk kan dit worden ingevuld door voor de portefeuilles die op de grens van de langetermijnmaatstaven liggen te bepalen wat passende niveaus zijn voor de corresponderende kortetermijnmaatstaven. Bijvoorbeeld de volatiliteit en drawdown van de corresponderende portefeuilles op de middellange termijn (5 tot 15 jaar).

### 3.4 De stappen in het vaststellen van de toedelingsregels

De toedelingsregels dienen door pensioenfondsen voor langere tijd vast te worden gelegd. Wanneer de toedelingsregels te vaak worden aangepast kan dit immers zorgen voor onwenselijke herverdelingen van het risico en - afhankelijk van marktontwikkeling - het kapitaal. De Wet Toekomst Pensioenen eist dat pensioenfondsen minimaal eenmaal in de vijf jaar een risicopreferentieonderzoek (RPO) onder deelnemers uitvoeren. Mede op basis van de uitkomsten van dit RPO wordt de risicohouding vastgesteld<sup>6</sup>.

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

1. Uitvoeren van risicopreferentieonderzoek (RPO) naar de risicopreferenties van deelnemers;
2. Vaststelling risicohouding per leeftijdscohort
3. Vaststelling doelstelling, investment beliefs, randvoorwaarden & uitgangspunten;
4. Vormgeving rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille op hoofdlijnen;
5. Vaststelling toedelingsregels (incl. keuze berekend of behaald beschermingsrendement en eventueel gebruik hefboom);
6. Vaststelling ex-ante begrenzing van mismatch allocatie en beschermingsrendement (in geval van berekend beschermingsrendement);
7. Nadere detaillering van omvang en samenstelling van de rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille.
8. Monitoring van realisatie op basis van implementatie rendements- en beschermingsportefeuille en gekozen toedelingsregels.

---

<sup>6</sup> Besluit toekomst pensioenen (6-10-2022): "Het vaststellen van de risicohouding wordt gebaseerd op in ieder geval de uitkomsten van het risicopreferentie-onderzoek, deelnemerskenmerken en wetenschappelijke inzichten. De uitvoerder onderbouwt hoe en in welke mate deze elementen hebben bijgedragen aan de risicohouding."

9. Bijsturing van de portefeuilles op basis van de monitoringsinformatie
10. Verantwoording over de gerealiseerde resultaten van de beschermingsportefeuille

De visie op het proces rondom de vormgeving van het beleggingsbeleid wordt nader uiteengezet in hoofdstuk 4.

**De toedelingsregels dienen vast te worden gesteld zodat er geen ex-ante herverdeling plaatsvindt.**

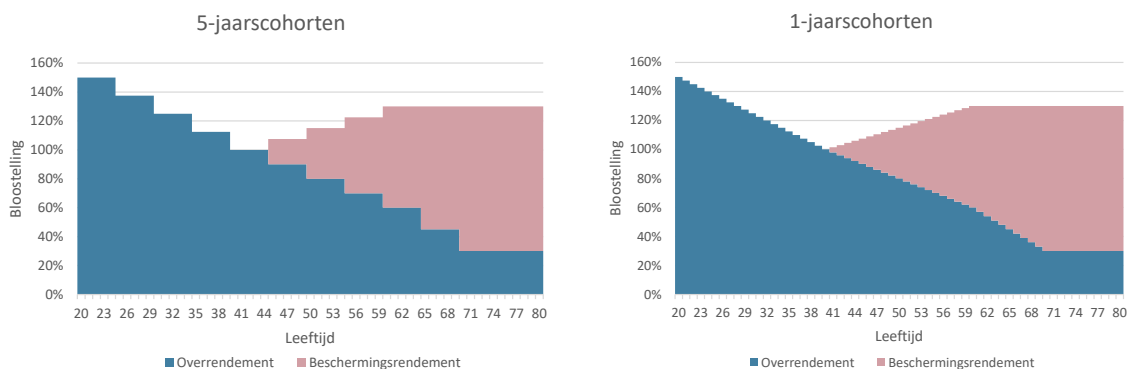
Wanneer is sprake van ex-ante herverdeling? (Antwoord uit concept Q&A DNB)

Van ex-ante herverdeling is sprake als de toedelingsregels of het projectierendement in de solidaire premieregeling zodanig zijn vormgegeven dat deze een rendement toedelen dat lager of hoger is dan het marktconsistente rendement dat de deelnemer had gekregen voor hetzelfde risico. Op deze wijze ontstaan verschuivingen in marktwaarde tussen vermogens/kapitalen van deelnemers als gevolg van de financiële

### Omvang leeftijdscohorten

De toedelingsregels moeten per leeftijdscohort beschrijven wat de blootstelling naar beschermings- en overrendement is. De wet schrijft voor dat deze cohorten maximaal vijf geboortejaren mogen bestrijken<sup>7</sup>. Het heeft echter de voorkeur om de leeftijdscohorten in zo klein mogelijke stappen te definiëren. Dit zorgt ervoor dat het risicoprofiel meer geleidelijk wordt afgebouwd en er derhalve meer sprake is van tijdsdiversificatie. Hierdoor wordt voorkomen dat deelnemers met een blootstelling naar risicovolle beleggingen in het ene jaar een grote klap op de financiële markten te verwerken krijgen en het jaar daarop niet kunnen profiteren van het herstel omdat de allocatie sterk is gewijzigd. De kans op “pech” en “geluk”-generaties zou hierdoor minder groot moeten zijn.

**Figuur 3 Voorbeeld toedelingsregels o.b.v. 5-jaars- en 1-jaarscohorten**




Bron: Achmea IM

Bovenstaande grafieken geeft een voorbeeld van de toedelingsregels voor 5-jaars- en 1-jaarscohorten. De variant met 1-jaarscohorten heeft hierbij de voorkeur.

### De opheffing van de leenrestricties

Onder de SPR is het toegestaan om de leenrestrictie voor een aantal leeftijdscohorten op te heffen. Deze leeftijdscohorten hebben hierdoor dan impliciet een grotere blootstelling naar beleggingen met een rendementsdoelstelling dan op basis van hun opgebouwde kapitaal mogelijk zou zijn. In de praktijk betekent

<sup>7</sup> Besluit toekomst pensioenen, art. 14t, lid 5: “Een leeftijdscohort heeft een maximale omvang van vijf geboortejaren. In afwijking hiervan kan een leeftijdscohort betrekking hebben op een groter aantal geboortejaren indien de uitvoerder op basis van het risicopreferentie-onderzoek, de deelnemerskenmerken en wetenschappelijke inzichten onderbouwt dat dit in het belang is van de deelnemers, gewezen deelnemers, andere aanspraakgerechtigden of pensioengerechtigden”



dit dat de jongere leeftijdscohorten via de toedelingsregels tot 150%<sup>8</sup> blootstelling krijgen naar zakelijke waarden. Op totaalniveau wordt er – indien van deze optie gebruik wordt gemaakt – dan meer gealloceerd naar zakelijke waarden. Er zijn dan minder beleggingen beschikbaar voor het genereren van beschermingsrendement. Om dit verschil te compenseren zullen daarom in veel gevallen rentederivaten moeten worden gebruikt.

Het is van belang op te merken dat er op totaalniveau geen sprake mag zijn van een blootstelling van meer dan 100% naar zakelijke waarden. Een pensioenfonds mag (als dit überhaupt al zou passen binnen de risicohouding) dus niet in de markt lenen om de blootstelling naar zakelijke waarden te verhogen tot meer dan 100% van het vermogen. Het opheffen van de leenrestrictie kan dus alleen gebeuren als de jongere leeftijdscohorten impliciet kunnen lenen van de oudere leeftijdscohorten. Dit betekent ook dat een zeer jong fonds met alleen vermogen in de jonge leeftijdscohorten de blootstelling van deelnemers naar zakelijke waarden in de praktijk niet of slechts in beperkte mate kan opheffen.

Bij het gebruik van de hefboom geldt ook een expliciete eis vanuit de wetgever dat de individuele pensioenvermogens niet negatief mogen zijn. Het pensioenfonds zal regels moeten opstellen waarmee dit wordt voorkomen.

### 3.5 De verschillende vormen van toedelen van het beschermingsrendement

De Wet Toekomst Pensioenen (WTP) voorziet in twee varianten van het toedelen van beschermingsrendement: de indirecte en de directe methode. Deze varianten worden ook aangeduid als respectievelijk de berekende methode (ook wel aangeduid als de theoretische of indirecte methode) of de behaalde methode (ook wel aangeduid als de werkelijke of directe methode). In deze notitie duiden we deze methodieken aan als een berekend beschermingsrendement en een behaald beschermingsrendement. Het belangrijkste verschil tussen deze methoden is de plaats waar de risico's en kosten voor het behalen van het beschermingsrendement worden neergelegd. Bij een berekend beschermingsrendement slaan deze effecten neer in het overrendement en staan jongeren dus garant voor alle eventuele mismatches (conform het rekenvoorbeeld in paragraaf 3.2). Onder de behaalde methode is er sprake van een expliciet gescheiden rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille en blijven eventuele mismatches en kosten die voor het beschermingsrendement worden gemaakt in de beschermingsportefeuille. De keerzijde hiervan is dat de bescherming van pensioenen minder zeker is: als er een tekort is aan behaald beschermingsrendement zullen lopende pensioenuitkeringen mee moeten bewegen. De voor- en nadelen van beide methodieken worden hieronder besproken.

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

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


- Het beschermingsrendement sluit volledig aan bij de actuariële waardeontwikkeling. Dit betekent dat er bij 100% bescherming (en geen blootstelling naar het overrendement) zekerheid is dat de nominale pensioenuitkering niet hoeft te worden verlaagd;
- De aansluiting tussen het beschermingsdeel van de collectieve portefeuille en de impliciete toedeling van beschermingsrendement hoeft niet perfect te zijn, maar mag binnen grenzen afwijken;
- Het is in principe mogelijk om het beleggingsbeleid vorm te geven via één ongedeelde beleggingsportefeuille. Dit biedt relatief veel ruimte voor leverage en illiquiditeit (het is eenvoudiger om onderpand vrij te maken);
- Meer flexibiliteit bij de aansturing van de beleggingsportefeuille omdat er geen absolute noodzaak is om expliciet op de onderliggende toedelingsregels aan te sluiten (een significante mismatch tussen portefeuille en toedelingsregels lijkt wel onwenselijk), .

Enkele nadelen zijn:

- Onder deze systematiek komt alle ruis (basisrisico, mismatch door convexiteit, kosten, allocatie, etc.) ten laste van het overrendement. Onder de veronderstelling dat dit zich op langere termijn uitmiddelt,

---

<sup>8</sup> 150% blootstelling naar zakelijke waarden geldt als wettelijk maximum voor het opheffen van de leenrestrictie.



hoeft dit niet nadelig te zijn voor de hoogte van het gemiddeld op termijn behaalde overrendement. Het maakt het overrendement wel volatieler;

- Doordat veel effecten (basisrisico, convexiteit, kosten, allocatie-effecten, etc.) op één hoop worden geveegd is de ‘berekende’ methodiek minder transparant en moeilijker uitlegbaar richting deelnemers en besturen;
- Er is geen mogelijkheid om een aparte beschermingsportefeuille in te richten met hoger renderende assets dan wel inflatie-gerelateerde assets<sup>9</sup> en zodoende oudere leeftijdscohorten gericht meer zicht op koopkrachtbehoud te geven. Het opnemen van hogere renderende assets / inflatiegevoelige assets zal alleen van invloed zijn op het vermogen dat bloot is gesteld aan overrendement en niet op het vermogen blootgesteld aan beschermingsrendement.

### Een ‘behaald’ beschermingsrendement is meer transparant en voorkomt dat ruis in de renteafdekking het overrendement nadelig beïnvloedt

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

- Duidelijke scheiding tussen bescherming en rendement. Ruis in de renteafdekking komt niet ten laste van het overrendement maar wordt verdeeld onder de ontvangers van beschermingsrendement.
- Transparanter in de communicatie richting deelnemers.
- Eventueel de mogelijkheid om assets als ILB’s, hypotheke, credits en private debt aan de beschermingsportefeuille toe te voegen en de rendementen hiervan toe te delen aan de ontvangers van beschermingsrendement. De mate waarin deze portefeuille het beoogde beschermingsrendement (gedefinieerd zonder kredietrisico) afdekt moet daarbij op basis van ALM-analyses / portefeuilleconstructiestudies worden onderbouwd en gemonitord.

Enkele nadelen zijn:

- Minder flexibiliteit ten aanzien van leverage en illiquiditeit. De collectieve portefeuille wordt immers in 2 of meer deelportefeuilles opgedeeld.
- Goede berekening van het rendement van beschermings- en rendementsportefeuille is essentieel. Dit vergt o.a. een duidelijke attributie van de resultaten van derivaten en de plaats waar kosten neerslaan.
- Er moeten expliciete regels worden opgesteld hoe om wordt gegaan met leverage (kosten, storten onderpand, etc).
- De bescherming van nominale pensioenuitkeringen is minder zeker. De gepensioneerde leeftijdscohorten lopen hierdoor – mede afhankelijk van de gekozen toedelingsregels - iets meer risico dat de pensioenuitkering moet worden gekort.

**Visie Achmea IM:** Toedelingsregels op basis van een behaald rendement leggen de risico’s van de implementatie van de beschermingsportefeuille bij de deelnemers die ook profiteren van de nominale bescherming. Daardoor voorkomt een behaald beschermingsrendement dat de implementatie van de beschermingsportefeuille ex-post leidt tot onwenselijke herverdelingen. Daarnaast bieden toedelingsregels op basis van een behaald beschermingsrendement meer ruimte om in de beschermingsportefeuille extra risico te nemen en/of ILB’s toe te voegen. Hiermee kunnen oudere deelnemers een meer waardevast pensioen nastreven.

De nadelen van deze methodiek zijn daarentegen beperkt en met een gedegen praktische invulling grotendeels te mitigeren. Om deze redenen heeft Achmea IM een voorkeur voor toedelingsregels op basis van een behaald beschermingsrendement. Een kanttekening hierbij is dat het mogelijk moet zijn om de toedelingsregels conform een collectief behaald beschermingsrendement vorm te geven (zie volgende paragraaf). Alhoewel wettelijk toegestaan (amendement Palland) is de guidance van DNB op dit vlak nog niet duidelijk.

---

<sup>9</sup> In de memorie van toelichting wordt over deze mogelijkheid geen expliciete uitspraak gedaan. In uitwerking van de lagere regelgeving wordt waarschijnlijk uiteengezet aan welke eisen een aparte beschermingsportefeuille precies moet voldoen.





## Collectieve en individuele toedeling van het behaalde beschermingsrendement

Binnen de behaalde methodiek is er verder onderscheid te maken tussen een toedeling van het beschermingsrendement op basis van de individuele blootstelling naar verschillende beschermingsportefeuilles of het toedelen van het beschermingsrendement op basis van het behaalde rendement op een collectieve beschermingsportefeuille. In het laatste geval zal de toedeling zo geschieden dat de beschermde pensioenuitkeringen voor alle deelnemers op eenzelfde manier worden aangepast. Dit lijkt sterk op de methodiek die ook in de collectieve uitkeringsfase van de FPR gebruikt zal worden om de collectieve dekkingsgraad op 100% te houden.

### Behaald beschermingsrendement op basis van individuele portefeuilles

#### Voordelen:

- Eenvoudig want vergt geen aanvullende berekeningen. Deelnemers krijgen het rendement bijgeschreven dat hoort bij de blootstelling naar de individuele beschermingsportefeuilles. Dit betekent dat er onder deze variant minimaal twee beschermingsportefeuille (korte duratie en lange duratie) nodig zijn om deelnemers een passende rentegevoeligheid te kunnen bieden.
- Transparante toedeling, want geen aanvullende berekening
- Mogelijkheid om met passende beschermingsportefeuilles een hoger rendement dan swap / een reëel rendement na te streven.

#### Nadelen:

- Onder deze methodiek is het vrijwel onmogelijk om de leenrestrictie in het overrendement op te heffen omdat er geen collectieve beschermingsportefeuille is waarvan kan worden geleend.
- Vergt meer dan één beschermingsportefeuille om voor verschillende leeftijdscohorten de duratie te kunnen sturen.
- Vergt unitisering, omdat de individuele blootstelling van deelnemers individuele portefeuilles / bouwstenen te allen tijde helder moet zijn.
- Onderscheidende karakteristieken t.o.v. de FPR zijn beperkt. De FPR werkt op hoofdlijnen op een soortgelijke manier en biedt meer flexibiliteit.

### Behaald beschermingsrendement op basis van collectieve toedeling

#### Voordelen:

- Uitlegbaar richting deelnemers doordat pensioenuitkeringen dezelfde aanpassing kennen.
- Legt risico's van mismatch in beschermingsrendement bij degenen die ervan profiteren.
- Maakt het mogelijk om met het beschermingsrendement een hoger rendement dan swap en/of reële sturing na te streven.
- Leenrestrictie kan ook met deze methode nog worden opgeheven. Dit vergt wel een aanvullende afspraak over een vergoeding van de rendementsportefeuille aan de beschermingsportefeuille. Het meest voor de hand ligt om jongeren voor het geleende deel een kasrendement te laten betalen gelijk aan wat er onder de toedelingsregels zou worden uitbetaald als premie voor het verstrijken van de tijd.
- Bestaat uit één collectieve beschermingsportefeuille.

#### Nadelen:

- Minder transparant in termen van toedeling. Financiële risico's worden gedeeld binnen de beschermingsportefeuille
- Door extra stap in toedeling van beschermingsrendement iets complexer om te implementeren.

**Visie Achmea IM:** We achten de toedelingsregels op basis van een individueel behaald rendement weinig meerwaarde bieden ten opzichte van de FPR. Pensioenfondsen die een dergelijke systematiek overwegen zouden we adviseren te kiezen voor een FPR. De inrichting van een SPR met een individueel behaald beschermingsrendement zou in principe dezelfde lijn volgen als die is uitgezet in de Huisvisie Strategisch Beleggingsbeleid onder de FPR. Dit betekent onder andere dat gebruik zou moeten worden gemaakt van (minimaal) een drietal bouwstenen om de lifecycleprofielen vorm te geven (waarvan minimaal twee om de duratie per individu te kunnen sturen). In de rest van dit hoofdstuk zullen we deze casus buiten beschouwing laten en ons richten op de situaties met een berekend of collectief behaald beschermingsrendement.

### 3.6 Het begrenzen van risico's onder de SPR

Risico's die onder het huidige FTK impliciet worden verdeeld via de dekkingsgraad kunnen onder de SPR tot onwenselijk herverdelingseffecten leiden. Binnen met name de toedelingsregels van de SPR moet er extra aandacht zijn voor de verschillende risico's waaraan deelnemers zijn blootgesteld omdat – door de opzet en uitwerking van deze regels – risico's kunnen leiden tot onwenselijke herverdelingen tussen leeftijdscohorten. In het bijzonder moet een pensioenfonds ervoor zorgen dat – indien gebruik wordt gemaakt van het opheffen van de leenrestrictie – individuele pensioenvermogens niet negatief kunnen worden. De wetgever schrijft voor dat pensioenfondsen de verschillende risico's in de SPR dienen te monitoren en beheersen, maar uit de huidige wet- en regelgeving blijkt niet waaraan deze monitoring en evaluatie dient te voldoen. Achmea IM hanteert het uitgangspunt dat de ex-postresultaten zo transparant en uitlegbaar mogelijk moeten zijn richting deelnemers.

#### 3.6.1 Aansluiting beleggingsportefeuille op de toedelingsregels is essentieel

Alhoewel het mogelijk is om het beleggingsbeleid onder de SPR vorm te geven met één collectieve portefeuille en hierop vervolgens de toedelingsregels toe te passen, zal dit in de praktijk in de ogen van Achmea IM leiden tot onwenselijke effecten voor de ontwikkeling van de individuele pensioenkapitalen. Als voorbeeld: in het geval dat jongeren via de toedelingsregels 100% blootstelling aan rendement zouden hebben, maar de collectieve portefeuille te weinig in rendement belegt, zal de feitelijke blootstelling naar rendement lager uitvallen. Omgekeerd kan een te hoge feitelijke allocatie naar rendement ervoor zorgen dat de blootstelling naar rendement onwenselijk hoog is. Het is volgens Achmea IM wenselijk dat bottom-up aansluiting plaatsvindt tussen de beloofde allocatie op basis van de toedelingsregels en de totale portefeuille. Hoewel het toedelen van overrendement opgevat kan worden als een verdeelexercitie waarbij het gaat om het relatief belang van cohorten in het overrendement, is de begrijpelijkheid en transparantie gebaat bij een vrij directe relatie tussen het aggregaat van de individueel toegekende blootstellingen en de betreffende blootstelling op collectief niveau. Deze eis betekent dat de rendementsportefeuille altijd *fully funded* is en eventuele *leverage* van de totale portefeuille dient te geschieden op basis van de beschermingsportefeuille en de inzet van renteswaps.


#### 3.6.2 Beheersing van het mismatchrisico

De wetgever eist dat pensioenfondsen - ongeacht welke variant van toedelingsregels wordt gehanteerd - het risico dat ontstaat door mismatch in het renterisico onderzoeken door middel van een ALM-analyse en hier ook grenzen aan stellen. Per leeftijdscohort moet worden gedefinieerd wat de maximaal toegestane afwijking van het beleggingsrisico is (bij een berekend beschermingsrendement) of de maximaal toegestane afwijking in de renteafdekking van de beschermingsportefeuille (bij een behaald beschermingsrendement). Indien deze grenzen worden overschreden dient de uitvoerder maatregelen te nemen. De wetgever schrijft voor dat deze mismatchrisico's met behulp van een ALM-analyse worden onderzocht<sup>10</sup>.

Een aandachtspunt voor een berekend beschermingsrendement is de vraag hoe de totale portefeuille het benodigde beschermingsrendement beoogt te genereren. Een invulling met alleen cash en swaps betekent dat er te weinig rendement wordt behaald om het beschermingsrendement volledig te financieren. Dit betekent dat het tekort – de swapspread – neerslaat in het overrendement. Afhankelijk van de relatieve verdeling van het vermogen in de rendementsportefeuille en de beschermingsportefeuille kan dit effect voor significante *drag* op het overrendement zorgen. Er zijn op hoofdlijnen twee manieren om deze *drag* te verminderen: i) door de allocatie naar de rendementsportefeuille te verhogen om het verlies in rendement te verhelpen; of ii) door obligaties met een beperkte credit spread – zoals credits, perifere staatsobligaties en/of hypotheek – aan de beschermingsportefeuille toe te voegen. De manier die wordt gekozen dient op basis van de fondskarakteristieken nader te worden onderzocht.

**Visie Achmea IM:** Het gebruik van een collectief behaald beschermingsrendement laat het mismatchrisico bij de ouderen en voorkomt daardoor onwenselijke ex-post herverdelingen tussen jong en oud. Daarbij is het – doordat keuzes in de beschermingsportefeuille het overrendement niet nadelig kunnen beïnvloeden – eenvoudiger om categorieën als hypotheek en credits in de beschermingsportefeuille op te nemen. Dit komt het risico-rendementsprofiel en de pensioenuitkomsten van de gepensioneerde deelnemers naar verwachting ten goede.

<sup>10</sup> Besluit Wet Toekomst Pensioen, artikel 1c.



Tevens pleit Achmea IM ervoor om de analyse naar het inkaderen van de mismatchrisico's zo gedetailleerd mogelijk uit te voeren. In ALM-analyses worden doorgaans tal van simplificaties gedaan waardoor risico's mogelijk niet of onvoldoende zichtbaar worden. Het is aan te bevelen bij de inrichting van de SPR ook de risico's van de operationele aspecten te analyseren en de uitkomsten van deze analyses mee te nemen in de besluitvorming rondom de SPR. Een bijzonder aandachtspunt hierbij is de omvang van de beschermingsportefeuille in relatie tot de inzet van renteswaps. Door opheffing van de leenrestrictie en/of 'ruimhartige' toedeling van blootstellingen naar over- en/of beschermingsrendement dreigen er mogelijk onvoldoende geschikte assets beschikbaar te zijn om als onderpand te gebruiken voor de renteswaps. Hiervoor dient aandacht te zijn in de inrichting van de totale portefeuille.

### 3.7 Reële sturing onder de SPR

Onder de SPR zijn er grofweg drie mogelijkheden om de reële waarde van de reeds ingegane pensioenen (enigszins) te beschermen:

- Via de rendementsportefeuille: door deelnemers blootstelling te geven aan het overrendement kan een rendement worden verdiend dat op lange termijn de inflatie (deels) bijhoudt.
- Via de solidariteitsreserve: de solidariteitsreserve kan worden ingezet om koopkrachtverlies (deels) te compenseren.
- Via de beschermingsportefeuille: door in plaats van alleen in veilige nominale obligaties en renteswaps ook ILB's aan de beschermingsportefeuille toe te voegen, kan een deel van de reële sturing worden gerealiseerd. Omdat de resultaten van ILB's in de beschermingsportefeuille onder een berekend beschermingsrendement neerslaan in het overrendement is deze optie alleen effectief indien gebruik wordt gemaakt van een behaald beschermingsrendement.

**Visie Achmea IM:** het is verstandig gepensioneerden blootstelling naar de rendementsportefeuille te geven. Daarmee kan worden voorkomen dat in een scenario met forse toename van de inflatie de koopkracht van gepensioneerden te veel afkalft. De keerzijde is wel dat pensioenen door een dergelijke blootstelling automatisch ook meer volatiel worden. De hoogte van de blootstelling moet dus passen binnen de risicohouding van de gepensioneerden. In het geval van een behaald beschermingsrendement zou deze blootstelling naar de rendementsportefeuille in samenhang met de samenstelling van de beschermingsportefeuille moeten worden bekeken om tot de best passende mix van beleggingsinstrumenten te komen. Het repareren van de koopkracht via de solidariteitsreserve ziet Achmea IM als de inzet van een *second best* instrument omdat dit de solidariteit van de regeling onder druk zet. Jongeren vullen de solidariteitsreserve immers via premie en/of overrendement terwijl alleen ouderen profiteren van koopkrachtherstelmaatregelen.

### 3.8 De vormgeving van de beleggingsportefeuilles

Bij een behaald beschermingsrendement moet de beleggingsportefeuille worden opgedeeld in twee (in het geval van een collectief behaald beschermingsrendement) of meerdere (in het geval van een individueel behaald beschermingsrendement) deelportefeuilles: één rendementsportefeuille en één of meerdere beschermingsportefeuilles.

Het geval van een individueel behaald beschermingsrendement lijkt qua karakteristieken sterk op de FPR en volgt qua invulling daarom vrijwel dezelfde overwegingen. Zie hiervoor de *Huisvisie Strategische Beleggingsbeleid onder de FPR*. Voor het collectief behaald beschermingsrendement wordt dan van twee portefeuilles uitgegaan.

Voor de variant met een berekend beschermingsrendement kan in principe van één portefeuille worden uitgegaan. Dit leidt echter – zoals in paragraaf 3.6 beschreven – tot risico's die bij de jongeren worden neergelegd. Omdat hier ex-ante geen risicopremie tegenover staat, zouden deze risico's in de ogen van Achmea IM zoveel mogelijk moeten worden beperkt. Het is daarom verstandig voor het geval van een berekend beschermingsrendement uit te gaan van een beschermings- en rendementsdeel van de portefeuille met eigen specifieke doelstellingen en samenstelling. Dit maakt de aansluiting tussen toedelingsregels en portefeuillebeheer eenvoudiger en maakt de monitoring en evaluatie van de risico's transparanter.

### 3.8.1 *Randvoorwaarden beschermings- en rendementsportefeuilles*

De rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille hebben beide een zeer specifieke doelstelling: respectievelijk het genereren van rendement om de opbouw van pensioenkapitaal mogelijk te maken en het beschermen van het nominaal uitkeringspotentieel van (een deel) van het reeds opgebouwde pensioenvermogen. De portefeuille-specifieke randvoorwaarden worden in de paragrafen hieronder nader behandeld. Er is echter een aantal randvoorwaarden waaraan beide portefeuilles moeten voldoen. Deze eisen zijn met name relevant voor toedelingsregels op basis van een berekend beschermingsrendement. Voor deze variant geldt immers dat wanneer de ene portefeuille opdraait voor de kosten van de andere portefeuille dit via het toedelen van rendement leidt tot een herverdeling tussen de verschillende cohorten. Voor een berekend beschermingsrendement is dit minder van belang omdat alle kosten uiteindelijk altijd neerslaan in het overrendement. Vanuit het oogpunt van monitoring van de herverdelingseffecten is het wel van belang dat het pensioenfonds deze effecten in het vizier houdt en er grenzen aan stelt.

Voor een berekend beschermingsrendement gelden de volgende algemene randvoorwaarden:

- **Liquiditeit:** de portefeuilles moeten in principe liquide genoeg zijn om periodieke bijsturing mogelijk te maken. Wanneer na het toedelen van rendementen op cohortniveau de portefeuille niet dienovereenkomstig wordt aangepast, ontstaan er potentieel onwenselijke herverdelingseffecten. De inrichting van de portefeuilles zou hierin moeten voorzien.
- **Onderpand:** de inzet van derivaten in beide portefeuilles leidt automatisch tot de vraag hoe het benodigde onderpand moet worden ingeregeld. Voor het berekende beschermingsrendement is er in principe geen noodzaak dit expliciet binnen de afzonderlijke portefeuilles te regelen. Eventuele effecten van het gebruik van onderpand komen automatisch in het overrendement terecht. Vanuit het oogpunt van de verantwoording en monitoring van de rendementstoedeling is het wel zinvol deze toedeling expliciet te doen. Voor een behaald beschermingsrendement is deze expliciete toedeling van rendementseffecten wel essentieel. Het uitgangspunt zou daarom moeten zijn dat de effecten van derivaten altijd aan de rendements- of beschermingsportefeuille worden toegedeeld.
- **Kosten:** eventuele kosten uit hoofde van het beheer van de beleggingscategorieën in de portefeuilles alsmede de kosten van het beheer van de portefeuille zouden ook binnen de portefeuille moeten worden verrekend. Indien dit niet het geval is, zouden deelnemers zonder exposure naar betreffende portefeuille mogelijk opdraaien voor de kosten van het beheer daarvan.

### 3.8.2 *Diversificatie, risicosturing en risicohedging*

De wijze waarop via de invulling van de portefeuilles en toedelingsregels risico's worden beheerst verschilt per onderdeel. Het is zinvol hierbij onderscheid te maken naar de volgende elementen:

- **Risicodiversificatie:** dit is de spreiding binnen de rendementsportefeuille - de spreiding over verschillende risicobronnen om tot een relatief efficiënte en robuuste (rendements)portefeuille te komen.
- **Risicosturing:** dit is sturing via de toedelingsregels van de impliciete verhouding tussen de rendementsportefeuille en de beschermingsportefeuille om het risicoprofiel naar het gewenste niveau te sturen.
- **Risicohedging:** dit is de mate waarin nominale en reële pensioenrisico's worden gehedged. Onder een berekend beschermingsrendement wordt louter nominaal gehedged voor het deel dat beschermingsrendement geniet. Voor een behaald beschermingsrendement is er een mogelijkheid om ook (deels) reëel te hedgen.

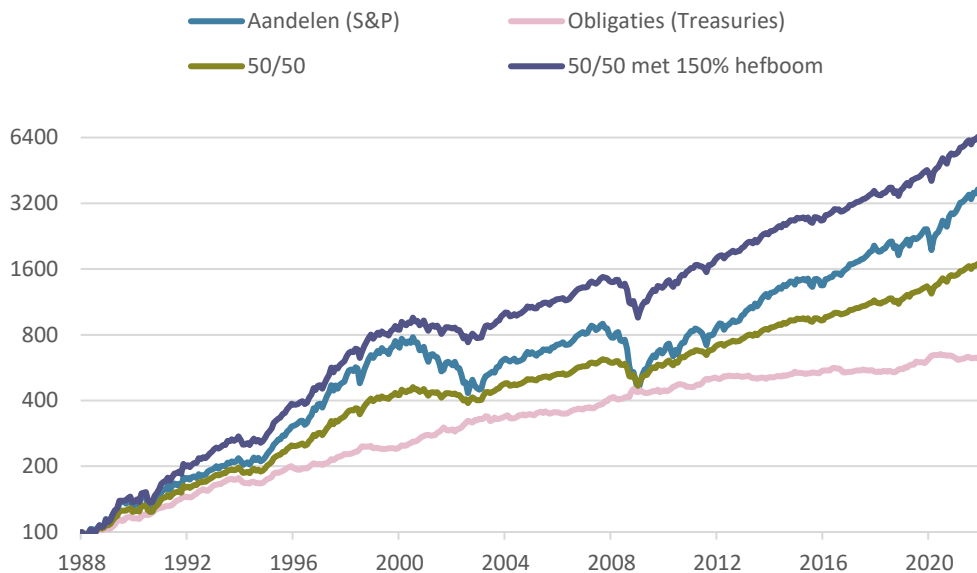
### 3.8.3 *Invulling rendementsportefeuille*

De rendementsportefeuille heeft als belangrijkste doelstelling het op een efficiënte manier genereren van rendement om daarmee jonge deelnemers te helpen om hun pensioenkapitaal te laten groeien. Omdat er onder de SPR slechts sprake is van één rendementsportefeuille is deze mogelijk ook bedoeld om een deel van de koopkrachtbestendigheid van het ingegane pensioen te realiseren. Bij de invulling zou het pensioenfonds deze duale doelstelling (kapitaalgroei vs. koopkrachtbehoud) in ogenschouw moeten nemen.

Daarnaast is het samenspel tussen toedelingsregels en portefeuille samenstelling een belangrijk aandachtspunt. Wanneer de toedelingsregels eerst worden vastgesteld op basis van een minder efficiënte, gestileerde portefeuille en daarna de portefeuille wordt geoptimaliseerd leidt dit tot een andere set van uitkomsten. Mogelijk waren andere toedelingsregels dan passender geweest. Om deze reden heeft het in de ogen van Achmea IM de voorkeur eerst de beoogde rendementsportefeuille vast te stellen en op basis daarvan de toedelingsregels. Dit is met name van belang bij de vraag of de leenrestrictie zou moeten worden opgeheven.

Theoretisch is het meest efficiënt om uit te gaan van de optimale Sharpe-portefeuille en deze door middel van leverage naar het risico-rendementsprofiel te brengen. Historisch had een geleverde 50/50 portefeuille een aanzienlijk beter risico-rendementsprofiel dan een portefeuille die 100% in aandelen belegt. Een restrictie hierop is de eis dat de blootstelling naar zakelijke waarden niet hoger dan 150% mag zijn. Dit lijkt in de basis echter geen grote restrictie omdat de optimal Sharpe-portefeuille niet alleen uit zakelijke waarden bestaat, maar juist ook diversifiërende assets als credits en hypotheek.

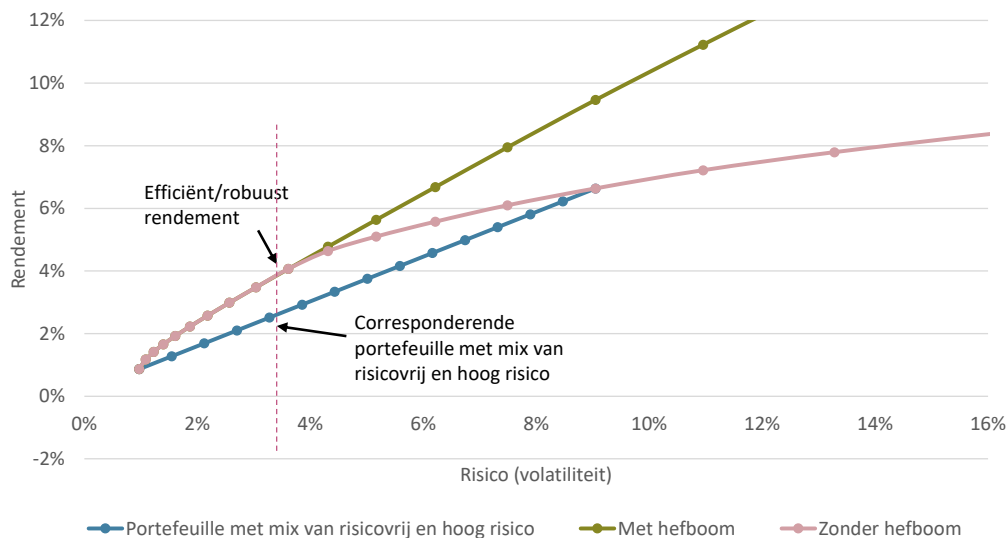
**Figuur 4 Historisch heeft het gebruik van een hefboom van 150% op een 50/50 (31-1-1988 =100, logaritmische schaal)**



Bron: Achmea IM

Een bijkomend voordeel van het construeren van de rendementsportefeuille als efficiënte, optimal Sharpe portefeuille is dat deze portefeuille ook beter geschikt lijkt om naar te alloceren voor oudere leeftijdscohorten: de drawdowns zijn lager en het risico-rendementsprofiel is gunstiger waardoor de risico's voor ingegane pensioenen ook beter beheersbaar zijn.

Figuur 5 Efficiënte grenslijn van optimale portefeuilles met en zonder gebruik van een hefboom



Bron: Ortec GLASS, Achmea IM

Indien geen gebruik wordt gemaakt van de mogelijkheid om de leenrestrictie op te heffen is het vanuit het oogpunt van kapitaalopbouw wellicht niet langer optimaal om in een efficiënte optimal Sharpe-portefeuille te beleggen. Deze portefeuille genereert voor deelnemers met een lange beleggingshorizon potentieel te weinig rendement. De enige optie is dan een minder efficiënte portefeuille met een hoger risico en een hoger rendement te kiezen. Een dergelijke portefeuille allocceert meer naar zakelijke waarden en heeft minder ruimte voor relatief veilige vastrentende waarden. De mogelijke beleggingscategorieën worden gegeven in Tabel 3.

### 3.8.4 Invulling beschermingsportefeuille

De doelstelling van de beschermingsportefeuille is afhankelijk van de gekozen toedelingsregels. Bij de toedelingsregels gebaseerd op een berekend beschermingsrendement worden alle extra risico's die in de beschermingsportefeuille worden genomen toegevoegd aan het overrendement. Dit betekent het toevoegen van bijvoorbeeld credits en hypotheeklen leidt tot een hoger risico – maar potentieel ook hoger rendement – voor de overrendementsportefeuille. Het nemen van beperkt extra risico lijkt hier wenselijk omdat jongere leeftijdscohorten anders geconfronteerd worden met de effecten van de negatieve swapspread in het overrendement. Hiervoor lijken veilige credits en/of woninghypotheeklen de meest logische keuze.

De uitgangspunten voor de beschermingsportefeuille onder een berekend beschermingsrendement zijn:

- Het beschermen van de beschermde pensioenuitkeringen door het repliceren van de rente-exposure van de pensioenuitkeringen.
- Het behalen van opslag boven veilige staatsobligaties: geen verwachte negatieve *drag* op het overrendement.
- Zeer beperkt extra risico voor het overrendement: via de blootstelling aan de rendementsportefeuille wordt al voldoende rendement genomen. Met andere woorden: de risicosturing gebeurt via de verdeling rendement/bescherming en niet via de samenstelling van de beschermingsportefeuille.

Bij een behaald beschermingsrendement is er meer vrijheid om de beschermingsportefeuille in te richten. Dit kan gebeuren met het oog op het beschermen van de reële waarde van de pensioenuitkering (inflatiehedging) of het bieden van een hoger rendement dan de swaprente (inflatiecompensatie). Dit zou evenwel in samenhang met de toedelingsregels moeten worden bekeken. De uitgangspunten voor de beschermingsportefeuille onder behaald beschermingsrendement zijn daarom:

- Het beschermen van de verwachte pensioenuitkeringen door het genereren van de rente-exposure van de pensioenuitkeringen.
- Het mogelijk beschermen van (een deel van) de reële waarde van de pensioenuitkeringen.

- Het bieden van inflatiecompensatie (indexatie) door een rendement te halen dat hoger ligt dan de swaprente.

Door de ruimere doelstelling van de beschermingsportefeuille onder een behaald beschermingsrendement passen meer beleggingscategorieën. Dit is weergegeven in Tabel 3.

**Tabel 3 Mapping beleggingscategorieën naar de rendementsportefeuille en de beschermingsportefeuille**


			Berekend beschermingsrendement		Behaald beschermingsrendement	
			Rendementsportefeuille	Beschermingsportefeuille	Rendementsportefeuille	Beschermingsportefeuille
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				✓

\* bij berekend beschermingsrendement: in beperkte mate in de beschermingsportefeuille met als doelstelling een rendement gelijk aan de swaprente te halen tegen beperkt extra risico.

\*\* een praktisch aandachtspunt is de implementatie van overlappende beleggingscategorieën tussen de rendements- en beschermingsportefeuille. Alhoewel dit vanuit theoretisch perspectief geen problemen oplevert, kunnen er praktische redenen zijn (bijv. het opdelen van mandaten, kosten, e.d.) om dit niet te doen.

### 3.9 Liquiditeit onder de SPR

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 vastgoed, 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 SPR

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.
- Mogelijkheid om met specifieke illiquide strategieën directe impact te genereren.

De argumenten tegen meer illiquide beleggingen zijn daarentegen:

- Vermindert de flexibiliteit om cash in- en outflow te accommoderen.
- *Stale pricing* kan voor onwenselijke effecten zorgen in de toedeling van rendementen.

### 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 of gedwongen afbouw van de beoogde bescherming 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 liquiditeitssituatie 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 SPR

Onder de SPR zijn er verschillende situaties waarin de liquiditeit van de portefeuille een rol speelt:

- **Herbalancering binnen de portefeuille.** 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 portefeuille 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. Deze eis is met name relevant voor een behaald beschermingsrendement.
- **Bijsturen van portefeuilles.** Portefeuilles zouden voldoende liquide moeten zijn om de periodieke aansluiting van de portefeuilles op de impliciete blootstelling van deelnemers via de toedelingsregels te accommoderen. Is dit niet het geval dan kan dit leiden tot herverdelingen tussen deelnemers.



- 
- **Aandacht voor de waardering van illiquide beleggingen.** Voor illiquide beleggingen is in veel gevallen geen recente marktprijs voorhanden en zal bij de 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.

### 3.10 Valutarisico onder de SPR

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 in de SPR 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 luidend in euro. 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.

Hierbij is van belang op te merken dat een 50% afdekking van het valutarisico van zakelijke waarden niet betekent dat jongeren en ouderen in dezelfde mate bloot zijn gesteld aan valutarisico. Hierbij is de risicohouding van de verschillende leeftijdscohorten leidend:

- 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 SPR (en de FPR) is beschreven in het document *Valutarisico in de WTP*.

### 3.11 Het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve

De solidariteitsreserve 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' zoals risicopremies, macro-langlevensrisico of inflatierisico<sup>11</sup>.


Het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve wordt vormgegeven via toedelingsregels.

De insteek van het beleggingsbeleid zou aan moeten sluiten bij de wijze waarop het pensioenfonds de solidariteitsreserve 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 solidariteitsreserve 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 solidariteitsreserve net laag staat als de contante waarde van het micro-/macro-langlevens-effect het grootst is.

Indien de solidariteitsreserve vooral gaat worden ingezet om schommelingen in de pensioenuitkomsten (als gevolg van risicopremies) te dempen, past een beleggingsbeleid dat marktschokken dempt. Dit zou in meeste gevallen eveneens een zeer defensief, nominaal beleggingsbeleid betekenen.

---

<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.



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 danwel een meer beperkte omvang van de solidariteitsreserve. Dit past ook beter bij de doelstelling van het delen van inflatierisico. Omgekeerd bestaat het risico dat de solidariteitsreserve dan precies minder goed gevuld is, als deze nodig is. Daarbij is een aanvullende randvoorwaarde dat de beleggingen in de solidariteitsreserve voldoende liquide moeten zijn. Een verstandig generiek uitgangspunt lijkt daarom om het beleggingsbeleid van de solidariteitsreserve 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.

## 4. Visie op beleggingsproces onder SPR

In dit hoofdstuk wordt gedefinieerd welke rollen en verantwoordelijkheden er zijn bij het opzetten van een SPR en welke processtappen zouden moeten worden doorlopen om tot een goede invulling van een SPR 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 solidaire premiereregeling.

### 4.1 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 risicohouding vastgesteld. Op basis van de risicohouding worden vervolgens de toedelingsregels vastgesteld. Deze cyclus moet wettelijk minimaal eenmaal in de vijf jaar worden doorlopen;
2. Een SAA-cyclus waarin op basis van kwantitatieve en kwalitatieve analyses het strategische beleggingsbeleid van de rendementsportefeuille en de beschermingsportefeuille 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 toedelingsregels en de daarin verwerkte risicohouding plaatsvindt en tevens op basis van de actuele marktomstandigheden. Daarnaast schrijft de wetgever voor dat minimaal eens per jaar wordt gekeken of de feitelijke risicoblootstelling in lijn met de risicohouding ligt.
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<sup>12</sup>.

### 4.2 De betrokken partijen

Bij de opzet en uitvoering van een solidaire 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 4** beknopte weergave belangrijkste functies & verantwoordelijkheden in het proces rondom de SPR

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. Stelt de toedelingsregels vast.
Actuarieel adviseur	Voert risicopreferentieonderzoek onder deelnemers uit. Adviseert het bestuur over o.a. toedelingsregels, doelstelling en premiestelling.
ALM-provider	Voert de studie uit waarin de toedelingsregels en het beleggingsbeleid op hoofdlijnen worden vastgesteld.
Investment Consultant / Fiduciair adviseur	Doet een voorzet voor de rendements- en beschermingsportefeuille op basis waarvan de toedelingsregels worden vastgesteld. Voert na de vaststelling van de toedelingsregels en het strategische beleggingsbeleid een

<sup>12</sup> Zie: <https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/-/media/files/institutioneel/nieuws/transitie-van-de-beleggingsportefeuille-naar-een-nieuwe-pensioenregeling.ashx>

	portefeuilleconstructiestudie uit waarin de portefeuilles verder worden ge- <i>finetuned</i> . Adviseert het bestuur over de invulling van de beleggingsportefeuilles en de te hanteren afdekkingsstrategieën. Adviseert tevens over de rebalancing. Sparringspartner op het gebied van toedelingsregels.
PUO	Voert de pensioenadministratie uit. Rapporteert aan deelnemers over hun opgebouwde en te verwachten pensioen. Past toedelingsregels toe en communiceert vermogen, geaggregeerde blootstellingen en af te dekken kasstroomprofielen aan vermogensbeheerder.
Vermogensbeheerder	Beheert de naar rendements- en beschermingsportefeuille opgedeelde collectieve portefeuille. Rapporteert over de gerealiseerde rendementen. Voert cash-alloacties 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 5 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 5 RACI-tabel betrokken actoren voor de verschillende processtappen**

		Sociale partners	Pensioenfonds bestuur	Actuariel 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		
	Vaststelling toedelingsregels		A	C	R/C	C/R	I	
SAA-cyclus	Voorstel portefeuilles		A	C	C	R	I	C
	Portefeuilleconstructie		A	C	C	R	I	C
Belegging	Strategische bijsturing / Rebalancing		C			C	I	A/R

	Jaarlijkse toetsing risicohouding		A	R		C		C
Monitorings-cyclus	Bijsturing portefeuilles		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 SPR 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 zou moeten worden bekeken welke data er nodig is om

### 4.3 De verschillende cycli onder de SPR

De totstandkoming van het beleggingsbeleid onder de SPR kent verschillende cycli voorafgegaan door een eenmalige transitiefase in de aanloop naar het van kracht worden van de nieuwe pensioenwet. Deze cycli variëren in frequentie.

#### 4.3.1 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 en de risicohouding 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 portefeuilles 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>13</sup>]
- Financiering van de regeling
- Wel of niet in te varen
- De toedelingsregels
- De rol van een eventuele solidariteitsreserve

<sup>13</sup> We gaan in deze notitie uit van een keuze voor de SPR.

### 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.

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

#### 4.3.2 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 de toedelingsregels.

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

**Uitkomsten:** risicohouding per leeftijdscohort, toedelingsregels op basis van eerste voorzet rendements- en beschermingsportefeuille.

#### 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.

#### Vastelling 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.

#### 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 rendements- en beschermingsportefeuille en economische uitgangspunten.
- Adviseren over de te hanteren kaders waarbinnen de volgende cycli zullen opereren.
- 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.

Deze informatie kan een bestuur dan meewegen in de vaststelling van de beleggingsuitgangspunten en -principes.

#### 4.3.3 De SAA-cyclus

In de ALM-fase wordt het beleggingsbeleid van de rendements- en beschermingsportefeuille vastgesteld.

##### Kenmerken SAA-cyclus

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

**Scope:** vaststelling beleggingsbeleid rendements- en beschermingsportefeuille

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

**Uitkomsten:** beleggingsbeleid rendements- en beschermingsportefeuilles inclusief risicoruimte

#### 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 SPR lijkt het verstandig deze portefeuille als startpunt te nemen en de rendements- en beschermingsportefeuille in de SPR op te bouwen uit de beleggingen in de bestaande portefeuille. Als de geaggregeerde blootstelling aan de toedelingsregels 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 rendements- en beschermingsportefeuille vervolgens alleen uit de bestaande beleggingsportefeuille op te bouwen zouden de portefeuilles 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 SAA-cyclus is het vaststellen van de risicoruimte (risicokaders) voor de kortere beleggingscyclus. In deze jaarlijkse cyclus kunnen binnen de rendements- en beschermingsportefeuille accentverschuivingen plaatsvinden waarmee wordt ingespeeld op (significant) gewijzigde marktomstandigheden. In de SAA-cyclus dient na te worden gedacht over de ruimte die men aan dergelijke aanpassingen zou willen geven en de wijze waarop de ruimte wordt begrensd. In het bijzonder zou hierbij moeten worden onderzocht welke effecten de operationele keuzes hebben op de feitelijke risico's ten opzichte van de risico's die voortvloeien uit de toedelingsregels en hoe deze worden begrensd.

### Rol Achmea IM in de SAA-cyclus

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

- Analyse van en advies over de exacte invulling van de rendements- en beschermingsportefeuille.
- 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 vermogensbeheer rol van Achmea IM richt zich in SAA-cyclus op:

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

#### 4.3.4 De beleggingscyclus

Onder de SPR zal net als onder het huidige FTK een jaarlijkse beleggingscyclus plaatsvinden. Binnen deze cyclus zal de wettelijk voorgeschreven toetsing van de risicoblootstelling via de toedelingsregels aan de risicohouding plaatsvinden. Op basis hiervan en op basis van veranderende marktomstandigheden kunnen de normgewichten van de binnen de rendements- en beschermingsportefeuille 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 scenarioset, *real world scenarios*

**Uitkomsten:** toetsing risicohouding op uniforme scenarioset, normportefeuille voor de rendements- en beschermingsportefeuille

#### Jaarlijkse toetsing op basis van uniforme scenarioset

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 scenarioset worden getoetst aan de vastgestelde risicohouding per leeftijdscohort. Het vastgestelde beleggingsbeleid wordt aangepast, indien de toetsing hier aanleiding toe geeft. Omdat de uniforme scenarioset 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 SAA-cyclus gestelde kaders

Zoals eerder geschetst biedt de jaarlijkse beleggingscyclus ruimte om binnen de gestelde kaders accentverschuivingen in de normportefeuille van de rendements- en beschermingsportefeuille 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 rendements- en beschermingsportefeuille zullen ook de kaders waarbinnen bijsturing in de portefeuilles plaatsvindt, moeten worden getoetst en eventueel bijgesteld. Dit kan in de vorm van een bandbreedte, maar zou ook kunnen worden ingevuld door andere – toedelings-specifieke – risicomatstaven. 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 monitoringscyclus**

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

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

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

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

#### **4.3.5 De monitoringscyclus**

De laatste cyclus omvat het doorlopende wekelijkse en/of maandelijkse monitoringsproces. Hierin worden de resultaten van de rendements- en beschermingsportefeuille gemonitord en mogelijk bijgestuurd indien deze buiten de hiervoor vastgestelde kaders valt. Deze kaders dienen in de beleggingscyclus of SAA-cyclus 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 toedelingsregels.**

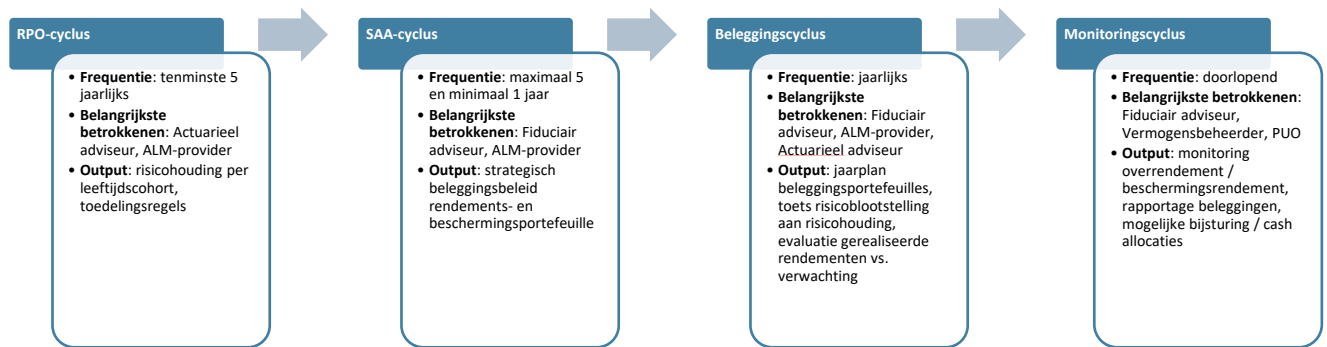
De precieze invulling van de bijsturing is afhankelijk van de gekozen toedelingsregels:

1. Bij een berekend beschermingsrendement is het mogelijk om de bijsturing niet exact te laten plaatsvinden: er kan binnen bandbreedtes voor de afgeweken van de normgewichten. Een kanttekening hierbij is dat het resultaat van deze afwijking neerslaat in het overrendement.
2. Bij een behaald beschermingsrendement zal de verhouding tussen de rendements- en beschermingsportefeuille(s) in principe in lijn moeten worden gebracht met de op basis van de toedelingsregels geaggregeerde bottom-up allocatie. Indien dit niet het geval is kan dit leiden tot herverdelingen tussen leeftijdscohorten om dat de corresponderende portefeuilles te veel of te weinig kapitaal bevatten.

In het bijzonder zou er in de monitoring oog moeten zijn voor de effecten van de gekozen toedelingssystematiek en de gerealiseerde beschermings- en overrendementen op de feitelijk toegeedeelde rendementen. DNB vraagt via de rapportage-staten om een attributie van het gerealiseerde resultaat.

Een aandachtspunt bij de monitoring is de wijze waarop de monitoring van individuele pensioenvermogens (door de PUO) en de rendements- en beschermingsportefeuille (door de vermogensbeheerder) elkaar raken. In de praktijk betekent het toedelen van rendementen dat er periodiek (maandlijks, kwartaallijks of jaarlijks) informatie tussen vermogensbeheerder en PUO zal moeten worden uitgewisseld om de rendementen aan de individuele pensioenvermogens toe te delen en de nieuwe vermogensallocatie vast te stellen. Om te voorkomen dat grote verschillen ontstaan tussen het totaal aan individuele bloostellingen aan overrendement en beschermingsrendement en de totale portefeuille dient deze informatieuitwisseling zo snel mogelijk na afloop van de periode te geschieden. In het rebalancingproces zal er ruimte moeten zijn om afwijkingen tussen de theoretische allocatie volgende uit de bottom-up geaggregeerde allocatie op basis van de toedelingsregels, vastgesteld door de PUO, en de daadwerkelijke allocatie naar de portefeuilles te accommoderen. Dit wordt verder uitgewerkt in de *Huisvisie Portefeuillebeheer onder de SPR* en een visiedocument waarin wordt ingegaan op de samenwerking tussen Achmea IM en de PUO.

Figuur 6 Schematische weergave beleggingsproces onder de SPR



Bron: Achmea IM

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

## 5. Bibliografie

- Bauer, R., Veldpaus, E., & Tuyl, 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 ontlenen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig.

U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie.

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