

# Analyse pensioenakkoord en impact op beleggingsbeleid



Zeist, 29 juni 2020

Twan van Erp, Hoofd Strategisch Portefeuille Advies  
Wim Barentsen, Hoofd Beleggingsbeleid Achmea IM



Achmea Investment Management

### Aanleiding

De komende weken wordt duidelijk of de vakbeweging het voorstel steunt voor een nadere uitwerking van het vorig jaar juni gesloten pensioenakkoord. Bij een positief besluit zal een wetgevingstraject van start gaan dat de overstap naar een nieuw pensioenstelsel voor de werknemerspensioenen faciliteert. Tussen 1 januari 2022 en 1 januari 2026 zal Nederland dan de beweging naar dit nieuwe pensioenstelsel maken. Deze overstap zal implicaties hebben voor de inhoud van pensioenregelingen en het daar van afgeleide beleggingsbeleid. Hieronder doen wij in deel 1 een overzicht en analyse op hoofdlijnen van de voorziene en verwachte wijzigingen. Daarna gaan we in deel 2 in op de door ons getaxeerde implicaties voor het beleggingsbeleid. De daadwerkelijke invoering van het nieuwe stelsel wordt een veelomvattende operatie van jaren.

### Samenvatting

- In het nieuwe pensioenstelsel heeft een pensioenfonds de keuze uit twee verschillende contracten.
- In beide contracten bouwt iedere deelnemer een persoonlijk voor uitkering bestemd vermogen op, dat collectief wordt belegd.
- In beide contracten is niet langer sprake van een nominale pensioentoezegging die met een hoge mate van zekerheid wordt toegekend, maar wordt een individueel vermogen opgebouwd dat (later) wordt ingezet ten behoeve van een uitkering.
- De verminderde nadruk op nominale zekerheid maakt vermogen en risicobudget vrij dat risicodragend kan worden ingezet.
- De beheersing van renterisico blijft op onderdelen nodig om het risico rondom het verwachte verloop van het persoonlijke vermogen van oudere werknemers en gepensioneerden te beheersen.
- De vraag naar vooral lange renteswaps zal naar verwachting dalen.
- Diversificatie blijft een belangrijke hoeksteen van een goede beleggingsstrategie.
- Illiquide beleggingen blijven in aanleg een aantrekkelijk element binnen de nog steeds collectief belegde vermogens.

## I. Hoofdlijnen uitwerking pensioenakkoord

### Er ligt een voorstel voor een stelsel met twee pensioencontracten

In het nieuwe stelsel vindt opbouw van pensioen alleen nog plaats via premiereregelingen en niet meer via vaste toegezegde pensioenuitkeringen op basis van bijvoorbeeld middelloon. Dit kan op basis van twee contractvormen: de Wet Verbeterde Premiereregeling plus (“WVP+”) of “Het Nieuwe Contract”, een contract afgeleid van één van de door de SER eerder ontwikkelde varianten (variant I-B). De WVP+ stippen we hieronder kort aan, omdat dit vooral wijzigingen van en aanvullingen op de bestaande WVP (Wet Verbeterde Premiereregeling) zijn. Achmea IM voert momenteel voor een aantal relaties een WVP regeling uit. We focussen hier vooral op Het Nieuwe Contract.

### Het WVP+ contract wordt toegankelijk voor verplicht gestelde pensioenfondsen

In de bestaande WVP is het mogelijk om dóór te beleggen na pensionering via een uitkeringscollectief. Op deze manier is beperkte risicodeling op het gebied van levensverwachting en beleggingsrendement mogelijk. Een belangrijke doelstelling van het nieuwe pensioenakkoord is de WVP toegankelijker te maken voor verplicht gestelde bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen. Een belangrijk obstakel hiervoor is nu de verplichtstelling. Die moet gemotiveerd kunnen worden, uiteindelijk tot aan de Europese rechter aan toe. Het toevoegen van aanvullende solidariteitselementen aan de WVP moet hieraan bijdragen. Dit kan binnen de WVP+ via de optie om een uitgebreidere risicodeling te bieden via een solidariteitsvermogen. Dit solidariteitsvermogen is in te zetten om bijvoorbeeld wijzigingen in levensverwachting en lange termijn fluctuaties in beleggingsrendementen te delen. Dit leidt tot een minder strikte scheiding tussen opbouw- en uitkeringsfase, minder individuele toerekening van rendementen, mogelijkheden voor intergenerationale risicodeling en versoepelen van de leenrestrictie. De WVP+ gaat daarmee elementen bevatten van Het Nieuwe Contract.

### **Het Nieuwe Contract kent een toegezegde premie en een uitgebreide collectieve risicodeling**

Het Nieuwe Contract zet de premie als toezegging voorop. Toch is het geen premieovereenkomst zoals we die in de huidige vorm (WVP) kennen. In de huidige premieovereenkomsten is slechts beperkte risicodeling mogelijk. Het Nieuwe Contract biedt juist uitgebreide collectieve risicodeling, waarbij deze risico's gedeeld worden tussen huidige en toekomstige deelnemers (intergenerationele risicodeling). Deze risicodeling vindt niet meer plaats op basis van het opgebouwde pensioen, zoals in het huidige contract, maar op basis van door pensioenfondsen vooraf vastgestelde toedelingsregels die rekening houden met draagkracht en risicobereidheid van de deelnemers. Jongere deelnemers kunnen en willen meer risico dragen dan oudere deelnemers of gepensioneerden. Dit grotere risico leidt in slechte tijden tot een grotere daling van het vermogen en bij positieve ontwikkelingen tot een grotere stijging van het vermogen. De toedeling van risico (en rendement) werkt dus symmetrisch in goede en slechte tijden. Ouderen hechten meer aan een stabiele uitkering. Door te werken met verschillende cohorten kan het renterisico gestuurd worden in lijn met de risicobereidheid van elk cohort. Zo kan worden voorkomen dat ouderen veel last hebben van een openstaand rente risico.

### **Premie en nagestreefd pensioenresultaat moeten in balans zijn**

Sociale partners bepalen straks (periodiek) aan de arbeidsvoorwaardentafel de pensioendoelstelling en stellen hiervoor een premie beschikbaar. Het pensioenfonds adviseert de sociale partners daarbij over de premie die nodig is om de pensioendoelstelling met voldoende kans te behalen. De overheid stelt de (de grenswaarden van) parameters vast waarmee bepaald wordt of de premie overeenstemt met de ambitie. Het pensioenfonds zorgt er voor dat het beleggingsbeleid om de ambitie te realiseren aansluit bij de risicohouding van de deelnemers. De toezichthouder toetst dit. De premie en pensioendoelstelling moeten in balans zijn. Als bij aanpassing van de parameters waarmee moet worden gerekend blijkt dat dit niet meer het geval is, is het aan de sociale partners om hier actie op te ondernemen. In dat geval kunnen zij een nieuwe premie vaststellen of een andere pensioendoelstelling formuleren. De overheid hanteert een fiscale premiegrens in kader van de omkeerregel (fiscale aftrekbaarheid pensioenpremie). Deze is niet in steen gebeiteld, maar zal vooralsnog vallen in een bandbreedte van 30% tot 33% van de pensioengrondslag.

### **Dekkingsgraad en rekenrente worden afgeschaft**

In Het Nieuwe Contract is een jaarlijkse vaste pensioenopbouw niet langer het uitgangspunt. Het Nieuwe Contract stapt af van de (met schijnzekerheid omgeven) nominale pensioenaanspraken waarvan de waarde met een rekenrente bepaald wordt. Dekkingsgraad en rekenrente behoren daarmee tot het verleden. Dit contract biedt daarmee meer ruimte om het beleggingsbeleid te richten op een zo goed mogelijk rendement, passend bij de risico's die deelnemers kunnen en willen dragen.

### **Pensioenopbouw vindt plaats via een voor uitkering gereserveerd vermogen**

De pensioenopbouw vindt straks plaats op basis van 'een voor de uitkering gereserveerd vermogen'. Het gereserveerde vermogen kan met een projectiemethode, die gebruik maakt van een projectierendement, worden omgezet in een toekomstige verwachte pensioenuitkering. Deze uitkering is niet zeker, maar met onzekerheid omgeven omdat het feitelijke rendement en het projectierendement zeer waarschijnlijk niet identiek zullen zijn. Omgekeerd kan met diezelfde methode op basis van een toekomstige beoogde pensioenuitkering berekend worden welke premie nodig is om deze pensioenambitie te financieren. De hoogte van het pensioen is dus een verwachting. De risico's daarvan worden inzichtelijk gemaakt onder verschillende scenario's.

### **Verwerking van financiële schokken op basis van regels**

In het Nieuwe Contract wil men voorkomen dat er zogenaamde "pech-" en "geluks-" generaties ontstaan door onverwacht grote financiële tegen- of meevallers gedurende de opbouwfase. Uitgangspunt in Het Nieuwe Contract is daarom dat uitgebreide risicodeling plaatsvindt door financiële risico's en veranderingen in levensverwachting tussen generaties te delen. De verdeling hiervan vindt plaats via vooraf vastgelegde leeftijdsafhankelijke toedelingsregels op basis van de risicodraagkracht.

### **Een solidariteitsreserve zorgt voor intergenerationale risicodeling**

Om risicodeling tussen huidige en toekomstige generaties mogelijk te maken is de opbouw van een collectieve solidariteitsreserve noodzakelijk. Een dergelijke reserve leidt gemiddeld genomen tot een beter pensioenresultaat voor alle deelnemers in het collectief. Opbouw van deze reserve kan plaatsvinden via de premie (deel premies reserveren voor de reserve) of overrendement (rendement boven bepaald niveau valt toe aan de reserve). De regels voor opbouw en verdeling van de reserve moet een pensioenfonds vooraf en voor langere tijd vastleggen. Opbouw van de reserve mag maximaal 10% van het premiebedrag of 10% van het overrendement bedragen. Wettelijk wordt vastgelegd dat in Het Nieuwe Contract een solidariteitsreserve moet zijn opgenomen. Bij de start van Het Nieuwe Contract kan de solidariteitsreserve gevuld worden uit een eventueel bestaande buffer onder het FTK.

### **Gereserveerd vermogen wordt in de tijd omgezet in pensioenuitkering**

Na pensionering ontvangt een deelnemer vanuit het gereserveerde vermogen een levenslange uitkering door periodiek een deel uit dit vermogen te onttrekken. Er is géén sprake van het inkopen van een pensioenuitkering op pensioendatum. Financiële mee- en tegenvallers kunnen in de uitkeringsfase over maximaal 10 jaar gespreid worden. Pensioenfonds kunnen in overleg met sociale partners de verdeling van het gereserveerde vermogen over de uitkeringsfase binnen grenzen variëren. Dit biedt de optie voor een variabel pensioen: bij aanvang een hoger pensioen met een grotere kans op een lager pensioen in de toekomst of bij aanvang een lager pensioen met een grotere kans op een gelijk/hoger pensioen in de toekomst.

### **Er wordt collectief belegd, maar rendement en risico worden leeftijdsafhankelijk toegerekend**

In Het Nieuwe Contract wordt het hele vermogen collectief belegd. De geaggregeerde risicohouding van de verschillende leeftijdsgroepen van deelnemers vormt het uitgangspunt voor dit collectieve beleggingsbeleid. Er is ook één collectief beleggingsresultaat dat op basis van vooraf afgesproken verdeelregels wordt toegewezen aan de gereserveerde vermogens van de deelnemers en (eventueel) de solidariteitsreserve. De uiteenlopende risicohouding van de verschillende leeftijdsgroepen binnen het pensioenfonds is de basis voor de verdeling van het rendement. Dit leidt daarmee tot leeftijdsafhankelijke verdeelregels.

### **De beheersing van het renterisico zal leeftijdsafhankelijk worden**

Het Nieuwe Contract is net als elk kapitaal gedekt pensioencontract gevoelig voor de hoogte van de rente. Bij een lage rente is pensioen duur en is meer premie nodig om de pensioendoelstelling waar te maken. Een duidelijk verschil tussen het huidige contract en Het Nieuwe Contract is het uitgangspunt om het renterisico 'in beginsel' niet te delen tussen jonge en oude leeftijdsgroepen. Hierdoor is het mogelijk om voor jonge en oude deelnemers een andere renteafdekking te kiezen. Jongere deelnemers kunnen renterisico in aanleg beter dragen vanwege hun lange beleggingshorizon en er voor kiezen om veel renterisico open te laten staan. Voor oudere deelnemers die meer stabiliteit wensen kan minder renterisico open blijven staan. De rendementen behorende bij deze verschillende afdekkingen worden in Het Nieuwe Contract gericht toebedeeld aan de verschillende leeftijdsgroepen. Ouderen staan hierdoor niet langer bloot aan het hogere renterisico van jongeren, zoals in het huidige contract wel het geval is.

### **Het 'beschermingsrendement' biedt de beoogde bescherming tegen renteschokken**

Het collectief behaalde rendement valt uiteen in een zogenoemd 'beschermingsrendement' en een resterend overrendement. Het beschermingsrendement is bedoeld om de in de pensioenregeling vastgelegde bescherming tegen renteschokken te bieden. De mate van bescherming zal afhangen van de leeftijd van de deelnemer. Dit beschermingsrendement wordt bij voorrang (!) aan de deelnemers toegekend. De hoogte ervan wordt afgeleid van de door DNB gepubliceerde rentetermijnstructuur. Het resterende overrendement wordt gezien als de beloning voor het nemen van risico en verdeeld over de deelnemers (naar rato van de risicohouding) en eventueel – in goede beleggingsjaren – deels ook toegevoegd aan de solidariteitsreserve. Dit impliceert dat fondsen het renterisico serieus moeten blijven nemen, zeker die fondsen met een wat oudere demografische opbouw. Deze fondsen hebben immers veel deelnemers met een relatief grote exposure naar dit beschermingsrendement.

**Tabel 1** Vergelijking van kenmerken tussen FTK-contract, Het Nieuwe Contract en WVP+

Kenmerk	FTK	Het Nieuwe Contract	WVP+
Type regeling	Uitkeringsregeling	Premieregeling	Premieregeling
Opbouw in de vorm van	Aanspraken	Vermogen	Vermogen
Verdiscontering aanspraken	Risicovrije rente	Niet van toepassing	Niet van toepassing
Vorm van uitkering	Vast met indexatie/korten	Variabel	Vast/variabel
Projectie verwacht pensioen	Niet van toepassing	Met projectierendement	Met projectierendement
Beleggingsbeleid	Collectief	Collectief	Collectief via Life Cycles
Beleggingskeuzes deelnemer	Geen	Geen	Soms via Life Cycles/opt-out
Renterisico	Gedeeld tussen jong/oud	Gedeeld tussen jong/oud, met optie om op te heffen	Niet gedeeld tussen jong/oud
Leenrestrictie	Niet van toepassing	Opgeheven	Aanwezig
Toedeling rendementen	Uniform	Gericht	Individueel
Intergenerationele risicodeling	Via dekkingsgraad(buffers)	Verplicht via solidariteitsreserve	In aanleg niet, optioneel voor bedrijfstak- en beroepspensioenfondsen
Opbouw en uitkeringsfase	Geïntegreerd	Geïntegreerd	Gescheiden
Bepalen hoogte uitkering met	Rekenrente	Projectierendement	Projectierendement
Inkoop pensioen	Niet van toepassing	Niet van toepassing	Beperkt shoprecht

Bron: Hoofdlijnnotitie uitwerking pensioenakkoord, Achmea IM

### De onzekere toekomst wordt hanteerbaar gemaakt met behulp van een ‘projectierendement’

Er komt een nieuwe uniforme rekenmethodiek met een projectierendement waarmee invulling wordt gegeven aan de onzekere toekomst. Met behulp van het projectierendement en verschillende gedefinieerde standaardscenario's kan worden gerekend in het kader van: de balans tussen pensioendoelstelling en premie, de benodigde fiscale facilitering, de hoogte van het pensioen in de uitkeringsfase en communicatie over het verwachte pensioen.

### Het projectierendement wordt afhankelijk van de risicovrije rente en de beleggingsmix

De hoogte van de verwachte pensioenen zal straks worden berekend op basis van het projectierendement. Dit projectierendement hangt naar verwachting af van de risicovrije rente behorende bij de looptijd van de pensioenuitkeringen en van de verwachte rendementen op risicovollere beleggingen in de portefeuille van het pensioenfonds. Het projectierendement is dus specifiek voor een fonds, maar wordt berekend op basis van ‘objectieve’ parameters zoals vastgesteld door de Commissie Parameters.

## II Implicaties van het Pensioenakkoord voor het beleggingsbeleid

### Het nieuwe pensioenstelsel vraagt om aanpassingen in de beleggingsstrategie

De overstap naar een collectief beleggingsbeleid voor individuele vermogens en het daarbij loslaten van de (verplichte) nominale zekerheid zal leiden tot aanpassingen in de beleggingsstrategie. Hoe groot en vergaand deze zullen zijn, valt nu nog niet met zekerheid te zeggen. Veel hangt af van de nadere uitwerking van de plannen in de concrete pensioenregelingen. Tentatief tekent zich al wel een aantal conclusies af.

Hieronder gaan we daarom kort in op:

- De beheersing van het renterisico blijft belangrijk
- De toekomstige beleggingsmix kan risicovoller ingevuld worden
- Diversificatie blijft een belangrijk hoeksteen voor het beleggingsbeleid
- Er blijft ruimte voor illiquide beleggingen

### Beheersing van het renterisico blijft belangrijk, maar zal qua omvang naar verwachting afnemen.

In Het Nieuwe Contract alsook onder de WVP+ is niet langer sprake van een (verplicht) streven naar nominale zekerheid over een pensioentoezegging. Beleidsconcepten als de rekenrente, de dekkingsgraad en het Vereist Eigen Vermogen komen te vervallen. Eén van de consequenties is dat bij de opzet van nieuwe regelingen met een meer economische bril naar het renterisico kan worden gekeken en dat daarbij de leeftijdsafhankelijke voorkeuren van de deelnemers in de regeling kunnen worden meegenomen.

Het beheersen van renterisico blijft om twee redenen van belang. Ten eerste als instrument om geleidelijk aan meer zekerheid te bieden over het toekomstige uitkeringsniveau bij het naderen van de pensioneringsdatum. Dit vereist een minder volatiel verloop van het voor het individu bestemde vermogen, iets wat via de leeftijdsafhankelijke verdeelregels voor risico en rendement kan worden vastgelegd.

Ten tweede kan het beheersen van het renterisico in de opbouwfase van vermogen worden ingezet als bescherming tegen een mogelijke rentedaling. Een rentedaling op korte termijn leidt immers tot een daling van het lange termijn verwachte beleggingsrendement. Mocht de daling van de rente optreden, dan heeft de beheersing van het renterisico de facto tot extra vermogensgroei geleid. Dit extra te beleggen vermogen compenseert dan voor het gedaalde verwachte rendement. Dit risico lijkt op dit moment, gezien het actuele zeer lage renteniveau, overigens erg klein.

Een belangrijke reden om het pensioensysteem te hervormen is het huidige lage niveau van de risicovrije rente. De prijs die moet worden betaald voor de beoogde nominale zekerheid is daardoor te hoog, zeker als het gaat om de rechten van de jongere generaties. Dit suggereert dat na overstap op Het Nieuwe Contract, dan wel de WVP+, de mate van beheersing van het renterisico per saldo wordt teruggebracht. Er zal naar verwachting, gezien ook de lage renteniveaus, met name minder vraag zijn naar lange renteswaps. Voor oudere deelnemers blijft beheersing van het rente risico van belang, maar hun horizon is nadrukkelijk korter en daarmee neemt de behoefte voor langere renteswaps af.

In de praktijk zien we op dit moment dat life cycle aanbieders aan het renterisico van jonge deelnemers nauwelijks gewicht toe kennen. Dat is vermoedelijk deels een gevolg van de huidige zeer lage rentestanden.

### Er ontstaat meer ruimte voor risicovolle beleggingen

Op dit moment zijn pensioenfondsen wettelijk verplicht hun toezeggingen te voorzien van een hoge mate van nominale zekerheid (97.5%). Hieruit volgen restricties voor het beleggingsbeleid die er in de praktijk op neerkomen dat een deel van het renterisico wordt afgedekt, dat wordt voldaan aan collateral restricties voortvloeiend uit de inzet van renteswaps, en dat het risico van de portefeuille vanuit de toezichthouder wordt begrensd (via het Vereist Eigen Vermogen). In de praktijk leidt dit er toe dat een deel van het vermogen qua exposure wordt belegd in obligaties met een laag risico, dat een beperkte hoeveelheid cash wordt aangehouden en dat met de rest van het vermogen een begrensd risico wordt genomen.

In Het Nieuwe Contract gelden genoemde formele restricties niet langer. Het is de verwachting dat pensioenfondsen in het nieuwe systeem minder nadruk zullen leggen op nominale zekerheid rondom de verwachte uitkeringen van met name de jongere deelnemers. Hierdoor ontstaat zowel risicobudget als ook ruimte in de vermogensallocatie om aan te wenden richting meer risicovolle beleggingen en zo de groei van het vermogen te versnellen. De consequentie hiervan is een volatieler verloop van het totale fondsrendement, maar dat is iets dat door de leeftijdsafhankelijke verdeelregels van risico en rendement vooral de jongere generaties van deelnemers van het fonds zullen ervaren in hun vermogensopbouw.

De totale portefeuille zal straks een bottom-up combinatie zijn van leeftijdsafhankelijk beleggingsbeleid per deelnemer of leeftijdscohort. Wij verwachten gemiddeld een toename in het percentage risicovolle beleggingen (zoals aandelen, vastgoed, hoogrentende obligaties en obligaties van opkomende landen). In de praktijk zien we dat gangbare life cycle patronen onder doorbeleggen een hogere allocatie naar de returnportefeuille kent dan thans het geval is voor DB-regelingen.

Afschaffing van het Vereist Eigen Vermogen impliceert ook dat de daarmee door de toezichthouder gemoeide beleggingsspecifieke toerekening van risico komt te vervallen. Voor pensioenfondsen in herstel bracht dit de afgelopen jaren een extra complicatie met zich wanneer werd nagedacht over aanpassing van het beleggingsbeleid. Punten van discussie daarbij zijn bijvoorbeeld het gelijke risicobeslag van een brede versus een minimum vol aandelenstrategie en het automatisch grotere risicobeslag van een lagere valuta-afdekking.

#### **Diversificatie blijft belangrijke hoeksteen beleggingsstrategie**

In het nieuwe pensioenstelsel komt expliciet naar voren dat jongere deelnemers een langere beleggingshorizon hebben dan oudere en daardoor meer beleggingsrisico aankunnen. Voor jongere deelnemers staat groei van het voor uitkeringen bestemde vermogen voorop. Dit betekent niet dat de vermogensgroei voor jongere deelnemers straks het beste te realiseren is door overwegend in aandelen te beleggen. Aandelen hebben (vrijwel altijd) het hoogste verwachte rendement van alle liquide beleggingscategorieën. Daarnaast is ook het op lange termijn gerealiseerde rendement op aandelen in de meeste landen hoog. De kwalificatie 'lange termijn' duidt hier op een termijn langer dan 20 jaar. Zo'n lange termijn bestaat historisch gezien meestal uit een aaneenschakeling van verschillende beleggingsregimes met sterk wisselende prestaties van de diverse beleggingscategorieën. Op een 10- of zelf 20-jaars horizon kunnen aandelen aanzienlijk teleurstellen, zo laten historische voorbeelden zien. Hier kan worden gewezen op de lange nasleep van de Great Depression, Japan in de jaren 90 en Europa sinds de Grote Financiële Crisis (2007-2009).

De kans dat aandelen op een 10-jaars horizon beter presteren dan kasgeld is heel groot, maar dat geldt niet ten opzichte van een beleggingscategorie als vastgoed of bedrijfsobligaties. Diversificatie, ook binnen het rendementsgeoriënteerde deel van de portefeuille, blijft belangrijk. Zo wordt het risico verlaagd zonder dat dit ten koste hoeft te gaan van het verwachte rendement.

Deze inzichten zijn van belang omdat in de praktijk de beleggingshorizon van een jonge deelnemer in de WVP+ of Het Nieuwe Contract effectief minder lang is dan op het eerste gezicht lijkt. Dit komt doordat hij of zij in de tijd opschuift over de onderscheiden leeftijdscohorten waarbij de individuele exposure-mix wordt aangepast. Een leeftijdsbepaalde afbouw van de aandelenexposure na een slechte periode voor aandelen laat z'n sporen ook op de langere termijn na. Met andere woorden: de timing van het rendement is bij zo'n cohort gestuurde opbouw van het vermogen ook belangrijk en op dat punt blijven aandelen, met hun soms zeer grote drawdowns (maximaal koersverlies sinds laatste hoogtepunt), bijzonder risicovol. Bij een meer continue bijsturing van het beleggingsprofiel als functie van de leeftijd zou dit effect minder groot kunnen zijn. Controle van de drawdowns van de totale portefeuille wordt in het nieuwe stelsel niettemin nog belangrijker. Wij voorzien dan ook een blijvend belangrijke rol voor portefeuilleconstructie studies, met daarbij aandacht voor bescherming tegen het neerwaarts risico.

#### **Er blijft ruimte voor illiquide beleggingen in Het Nieuwe Contract**

De ratio voor de opname van illiquide beleggingen in de beleggingsportefeuille verandert niet door de overstap van een uitkeringsregeling naar een premieregeling (zoals de WVP+ of Het Nieuwe Contract). Of de huidige hoeveelheid illiquide beleggingen passend is onder Het Nieuwe Contract is afhankelijk van de specifieke

leeftijdssamenstelling en risicohouding van de deelnemers ten tijde van de overstap. De manier waarop illiquide beleggingen beperkingen met zich meebrengen voor het uitvoeren en beheersen van het beleggingsbeleid zal niet veranderen, omdat net als in de huidige situatie er sprake is van een collectief beleggingsbeleid. Het is daarbij net als nu van belang dat een pensioenfonds een gedegen beleid opstelt om de illiquide beleggingen binnen het beleggingsbeleid te beheersen.

### **Zeist, 29 juni 2020**

Twan van Erp, Hoofd Strategisch Portefeuille Advies en directielid bij Achmea IM  
Wim Barentsen, Hoofd Beleggingsbeleid Achmea IM

### **Disclaimer**

*Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft").*

*Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing.*

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

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

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