

# Uitwerking pensioenakkoord: effecten op het beleggingsproces



**Zeist, 5 mei 2021**

Armijn Eikelboom, Senior Fiduciair Adviseur

Wim Barentsen, Chief Strategist

### Inleiding en achtergrond

Het is voor pensioenfondsen van belang na te denken over de hoofdelementen van het toekomstig beleggingsbeleid, ongeacht of ze kiezen voor de Verbeterde Premiereregeling (VP) of voor het Nieuwe Pensioen Contract (NPC). De pensio vernieuwing<sup>1</sup> is door Achmea IM opgedeeld in 5 fases, lopend van oriëntatie (fase 1), via analyse (fase 2) tot uitwerking (fase 3), en implementatie en run (fase 4 & 5).

Als onderdeel van fase 1 benoemen we in deze notitie de mogelijke effecten op het beleggingsproces. Deze kunnen daarna in fase 2 en 3 nader worden geanalyseerd en uitgewerkt. Er gaat de komende jaren veel veranderen en definitieve inzichten zijn nog niet altijd te geven. Desondanks worden de contouren wel steeds helderder en kunnen en moeten pensioenfondsen met de inhoud van hun beleggingsbeleid aan de slag.

### Samenvatting

- Het beleggingsproces in het nieuwe pensioensysteem is te onderscheiden in drie onderdelen:
  - Uitgangspunten
  - Constructie van de life cycles/toedelingsregels inclusief de onderliggende beleggingsportefeuilles
  - Onderhoud van de life cycles/toedelingsregels
- De constructie van de life cycles/toedelingsregels vraagt een aantal aanpassingen ten opzichte van het huidige kader:
  - De beslisriteria waarlangs een uiteindelijke portefeuille wordt geconstrueerd zullen wijzigen.
  - Er moet een “glidepath” per life cycle worden opgesteld.
  - Een liquiditeitsanalyse is nodig om de mate van toelaatbare (il)liquiditeit te toetsen.
- Als relevante variabelen voor het opstellen van een “glidepath” per life cycle en toedelingsregels gelden:
  - De startallocatie naar de rendementsportefeuille
  - Het startmoment van afbouw van de allocatie naar de rendementsportefeuille
  - De eindallocatie naar de rendementsportefeuille
  - Mate en opbouw van de rente-afdekking
  - De samenstelling van de rendementsportefeuille en van de beschermingsportefeuille
- Rond het beleggingsproces zijn de volgende punten op korte termijn naar onze inschatting het meest relevant:
  - Doordenken van beleggingsbeginselen, te beginnen met renterisico
  - Doordenken van de risicohouding in het transitie FTK om eventueel staartrisico's te voorkomen
  - Voor- en nadelen van illiquide beleggingen en (il)liquiditeitsanalyse

---

<sup>1</sup> Zie “Uitwerking pensioenakkoord: hoofdlijnen en adviestraject”, Achmea Investment Management, januari 2021.

### Beleggingsproces in het nieuwe pensioensysteem

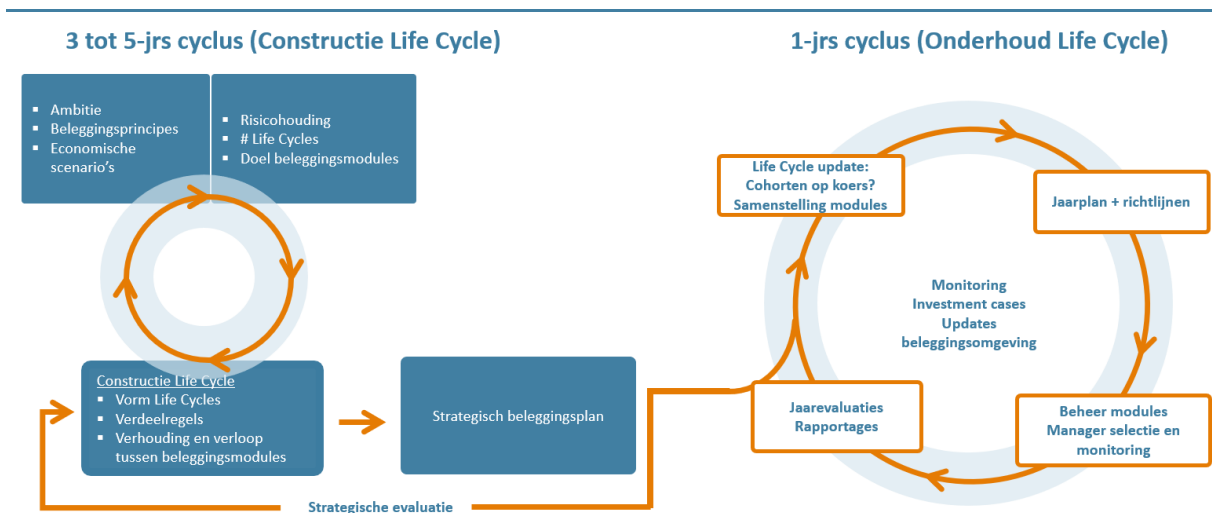
Ieder pensioenfonds hanteert een proces waarlangs het strategisch beleggingsbeleid tot stand komt. Figuur 1 geeft een voorbeeld hoe een dergelijk proces er in het nieuwe pensioensysteem uit kan zien. Het doorlopen van dit proces kan helpen in de oriëntatie van waar het nieuwe pensioensysteem meer of minder invloed heeft.

We maken onderscheid tussen drie onderdelen:

- A. Uitgangspunten van beleid (linksboven in het diagram)
- B. Constructie van de life cycle/toedelingsregels (linksonder in het diagram)
- C. Onderhoud van de life cycle/toedelingsregels (rechts in het diagram)

Het lijkt logisch dat het 'ritme' van aanpassing van onderdeel A en B 3 tot 5 jaar bedraagt, in lijn met de eis om minimaal eens per 5 jaar de risicohouding te herzien. Daarmee geldt het als strategisch kader voor het onderhoud van de life cycle (onderdeel C). Daarin kunnen op kortere termijn (bv op jaarbasis) aanpassingen worden gemaakt in het beleggingsbeleid voor zover deze passen binnen het strategische kader voor de 3 – 5 jaarsperiode.

**Grafiek 1** Voorbeeld van beleggingsproces in het nieuwe pensioensysteem



Bron: Achmea IM

#### A. Uitgangspunten van beleid

De uitgangspunten van het beleid blijven cruciaal om een passende beleggingsportefeuille samen te stellen. Zonder heldere en goed gemotiveerde uitgangspunten is een consistent, koersvast en uitlegbaar beleggingsbeleid immers onmogelijk. Dat blijft ook in het nieuwe pensioensysteem het geval.

In tabel 1 is aangegeven welke uitgangspunten wijzigen bij de overstap naar één van de twee nieuwe beoogde premiereregelingen, de VP en het NPC.

**Tabel 1** Verschil in uitgangspunten tussen huidige (DB) en het nieuwe pensioensysteem (VP en NPC)

	Is er aanpassing nodig n.a.v. nieuwe pensioensysteem?	Toelichting
Ambitie	Nee	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vervangingsratio van 80% o.b.v. 42 jaar is ook nu al ambitie</li> <li>Ook in huidig contract al ambitie voor koopkrachtbehoud</li> </ul>
Risicohouding	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minimaal 1 x per 5 jaar op basis van risicopreferentie onderzoek</li> <li>Per leeftijds-/deelnemersgroep op te stellen</li> <li>Precisering naar hoeveel risico wil en kan de deelnemer lopen</li> </ul>
Aantal life cycles	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Leeftijdsafhankelijk beleggen is kern van het nieuwe pensioensysteem.</li> </ul>
Beleggingsbeginselen	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verwijzing naar dekkingsgraad verdwijnt</li> <li>Uitgangspunten rond rente- en valutarisico herzien vanwege vervallen van DG en VEV</li> <li>Opstellen beginselen per leeftijdsgroep</li> <li>Opstellen beginselen rond communicatie</li> <li>Beginselen rond spreiding, kosten, MVB, benchmarks, actief/passief, blijven in beginsel intact</li> </ul>
MVB-uitgangspunten	Nee	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verwevenheid van duurzaamheid met beleggingsbeleid neemt – onafhankelijk van het nieuwe pensioensysteem – toe.</li> </ul>
Economische scenario's	Nee	<ul style="list-style-type: none"> <li>Economische scenario's onveranderd, wel langere horizon.</li> <li>Connectie met "verwacht" en "pessimistisch" scenario die voor toetsing van de risicohouding relevanter wordt.</li> </ul>

Bron: Achmea IM

Hierna gaan we verder in op enkele van deze punten. Het lijkt logisch dat deze keuzes minimaal eens per 5 jaar door een pensioenfonds worden doordacht en opgesteld/aangepast. Er zal tussen het opstellen van de uitgangspunten en de constructie van de life cycle/toedelingsregels een wisselwerking zijn.

### Aantal life cycles

Een belangrijke keuze die gemaakt moet worden betreft het aantal en type life cycles dat het pensioenfonds hanteert. De life cycle vormt de beleggingsmix die qua samenstelling verandert naarmate de deelnemer ouder wordt. Dit wordt ook wel het "glide path" van de life cycle genoemd waarbij de allocatie naar de rendementsportefeuille<sup>2</sup> (hoofdzakelijk: zakelijke waarden) geleidelijk afneemt van hoog naar laag naarmate de deelnemer ouder wordt. Gelijktijdig loopt de allocatie naar de beschermingsportefeuille (hoofdzakelijk: veilige vastrentende waarden) geleidelijk op, vaak hand in hand met de rente-afdekking. Deze groep van beleggingscategorieën wordt in het proces van figuur 1 een module genoemd.

De tekstbox verderop in de notitie geeft toelichting bij de bepalende parameters voor het opstellen van een life cycle. Bij een VP bestaat de mogelijkheid om verschillende life cycles te hanteren die gekenmerkt worden door ieder een eigen glide path. Daarmee kunnen de verschillende preferenties van de deelnemers aan een VP worden gefaciliteerd. Voor het NPC gelden toedelingsregels die als één impliciete life cycle kunnen worden gezien. Deze toedelingsregels bepalen hoe de rendementen uit de collectieve beleggingspot worden toegekend aan de verschillende leeftijdscohorten en deelnemersgroepen. Daarbij kan de solidariteitsreserve als een separaat cohort worden gezien met een eigen mix van beschermings- en overrendement.

<sup>2</sup> Het onderscheid tussen rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille wordt in de Memorie van Toelichting toegepast op het NPC. Voor de VP is deze terminologie ook bruikbaar als aanduiding van een groep van beleggingscategorieën die in de life cycle vooral (nominaal of reëel) rendement nastreeft (rendementsportefeuille) en een groep van beleggingscategorieën die beheersing van het renterisico nastreeft (beschermingsportefeuille).

Het eventueel switchen tussen life cycles bij de VP kan op basis van vooraf gestelde (beleggings)regels als onderdeel van “automatisch sturen”. Hierbij bestaat de mogelijkheid dat een aanpassing in een economisch lange termijn scenario leidt tot een switch naar een andere life cycle.

### *Beleggingsbeginselen*

De beleggingsbeginselen van pensioenfondsen in het huidige contract kennen verwijzingen naar het beheersen van de dekkingsgraad en de volatiliteit daarvan. Deze verwijzingen komen te vervallen.

Daarnaast is voor een aantal onderwerpen een herziening of toevoeging relevant:

- Renterisico: dit blijft fundamenteel een belangrijk risico in ieder kapitaal gedekt pensioensysteem. Op dit punt kan binnen een fonds straks een meer leeftijdsafhankelijk beleid worden gevoerd dan nu. De beoordeling van renterisico verschilt per leeftijdsgroep. Voor de oudere leeftijdsgroep ligt de focus op inkomensbescherming en -stabiliteit, terwijl voor de jongeren renterisico straks meer vanuit een lange termijn risico-rendementsperspectief bekeken kan worden waarbij de hoogte van de rentestand een belangrijke rol kan spelen. Dit vraagt waarschijnlijk om aanpassing van de nu geldende beginselen rond renterisico.
- Er is mogelijk de wens om sommige beleggingsbeginselen per leeftijdsgroep op te stellen, zoals rond renterisico. Daarin speelt ook de resterende horizon een rol waarop beliefs zich manifesteren.
- Dynamisch of statisch beheer van de beleggingsportefeuille is vaak een onderdeel van beleggingsbeginselen. Nieuwe doordenking hiervan is relevant omdat zeker bij de VP de mogelijkheid van dynamisch vermogensbeheer beschikbaar blijft via “automatisch sturen”. Dat houdt in dat bijvoorbeeld na doorrekening van geupdate economische scenario’s naar een andere (offensievere of defensievere) life cycle kan worden overgestapt. Dat moet wel consistent zijn met het ‘geloof’ in de toegevoegde waarde van dergelijke aanpassingen in beleggingsbeleid op basis van veranderde economische verwachtingen. Binnen de NPC is een switch tussen life cycles uiteraard niet aan de orde. Daar is het wel mogelijk - gegeven de risicohouding - aanpassingen door te voeren binnen de rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille. Dat kan bijvoorbeeld op naar aanleiding van aangepaste verwachte (relatieve) aantrekkelijkheid tussen beleggingscategorieën. Ook daarvoor is een borging in de beleggingsbeginselen nodig.

Het opnieuw doordenken van de beleggingsbeginselen onder het nieuwe pensioensysteem kan nu al worden gestart.

### **B. Constructie van de Life Cycle**

Volgend op of in wisselwerking met het vaststellen van de uitgangspunten kunnen de life cycles/toedelingsregels worden ontworpen.

Vooraf bij de NPC zal er een sterke wisselwerking zijn tussen het opstellen van de uitgangspunten (risicohouding, ambitie, premie etc.) en het opstellen van de toedelingsregels. Dit omdat er in tegenstelling tot het VP geen keuzemogelijkheid meer is om te switchen naar een andere life cycle. Deze interactie houdt zolang aan tot er een *fit* is tussen uitgangspunten enerzijds en toedelingsregels met onderliggende beleggingsbeleid anderzijds. In figuur 1 is dat ook aangegeven met de cirkel tussen de uitgangspunten (linksboven) en de constructie van de life cycle (linksonder).

Voor het ontwerp van deze life cycles/toedelingsregels inclusief het onderliggende beleggingsbeleid zijn aanpassingen nodig ten opzichte van de portefeuilleconstructie van een DB-portefeuille. Een aantal punten daarvan zijn samengevat in tabel 3.

**Tabel 3** Verschil in constructie van een DB-portefeuille en constructie van een life cycle (VP) en toedelingsregels (NPC)

	Portefeuilleconstructie huidige DB-portefeuille	Constructie Life Cycle portefeuille (VP)	Constructie Impliciete Life Cycle (NPC)
Beslisriteria	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kans op en omvang van korting &lt; x%</li> <li>Gemiddeld Dekkingsgraad rendement en – risico</li> <li>Kans op koopkracht &gt; y%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verwacht rendement en risico vermogen</li> <li>Maximaal vermogensverlies (drawdown)</li> <li>Verwachte (nominale en reële) vervangingsratio /netto profijt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Verwacht rendement en risico vermogen</li> <li>Maximaal vermogensverlies (drawdown)</li> <li>Verwachte (nominale en reële) vervangingsratio /netto profijt</li> </ul>
Frequentie	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minimaal eens per 3 jaar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Parallel met risicohouding ook de life cycles herijken</li> <li>Minimaal eens per 5 jaar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Parallel met risicohouding ook toedelingsregels herijken</li> <li>Minimaal eens per 5 jaar</li> </ul>
Glide path life cycle	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vaste beleggingsmix die onafhankelijk is van de leeftijd.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Variabele beleggingsmix per life cycle die afhankelijk is van de leeftijd.</li> <li>Glide path vaststellen per life cycle op basis van cruciale parameters (zie tekstbox)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Eén collectieve beleggingsmix</li> <li>Toedelingsregels naar beschermingsportefeuille en rendementsportefeuille zijn leeftijdsafhankelijk op basis van cruciale parameters (zie tekstbox)</li> </ul>
Onderliggende beleggingsportefeuille	<ul style="list-style-type: none"> <li>Robuust gespreide strategische asset mix op basis van verschillende economische scenario's</li> <li>Bottom up analyse met behulp van asset class studies</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Samenstelling van beschermings- en rendementsportefeuille afstemmen op verloop glide path.</li> <li>Robuuste spreiding van onderliggende beleggings categorieën binnen beschermings- en rendementsportefeuille.</li> <li>Bottom up analyse met asset class studies</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Samenstelling van beschermingsportefeuille afhankelijk van berekening van beschermingsrendement (theoretisch of feitelijk)</li> <li>Samenstelling rendementsportefeuille geeft robuuste spreiding van onderliggende categorieën</li> <li>Bottom up analyse met asset class studies</li> </ul>
Randvoorwaarden	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vereist Eigen Vermogen</li> <li>Minimale omvang onderpand</li> <li>Maximale omvang illiquiditeit</li> <li>Kritieke DG</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minimale omvang onderpand per module</li> <li>Maximale omvang illiquiditeit per module</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Minimale omvang onderpand op basis van rente- en valuta-afdekking per leeftijdsgroep.</li> <li>Maximale omvang illiquiditeit</li> </ul>

Bron: Achmea IM

### Beslisriteria

De nieuwe pensioensystematiek (van aanspraken op uitkering naar vermogensopbouw via belegde premie) leidt tot wijziging in de beslisriteria bij de portefeuillecompositie. Onder het nFTK gelden als richtinggevend vaak beslisriteria als: gemiddelde dekkingsgraad, kans op dekkingsgraad lager/hoger dan x%, kans op en mate van korting groter dan x% en kans op en mate van koopkracht groter dan y%.

Voor de VP en NPC gelden beslisriteria als:

- Minimaal verwacht rendement
- Maximaal risico, bijvoorbeeld in termen van maximaal vermogensverlies (drawdown) per leeftijdsgroep

- Verwachte (nominale en reële) vervangingsratio na x jaar
- Maximaal aanvaardbaar risico als pensioen in verwacht scenario versus pensioen in pessimistisch scenario.
- Volatiliteit van de pensioenuitkering ten opzichte van uitkering gedurende het eerste jaar van pensioen.

In de monitoring van het beleggingsbeleid krijgen deze criteria ook een belangrijker plek dan nu, mede vanwege het cruciale belang van communicatie naar de individuele deelnemers.

#### *Glide path van de life cycle en de onderliggende beleggingsportefeuille*

Bij de VP kunnen verschillende life cycles worden opgesteld met een eigen glide path tussen grofweg de rendementsportefeuille en de beschermingsportefeuille. Deze beide 'modules' kennen een eigen onderliggende beleggingsportefeuille. De onderliggende portefeuille wordt - net als bij de portefeuilleconstructie in een DB-portefeuille onder het nFTK - zodanig opgesteld dat deze effectief gespreid is door de tijd, bestand is tegen verschillende economische scenario's en de doelstelling van het fonds helpt te realiseren.

In de NPC wordt de samenstelling van de beschermings- en rendementsportefeuille op dezelfde manier bepaald. Een complexiteit daarbij is dat de Memorie van Toelichting twee mogelijkheden geeft om het rendement op de beschermingsportefeuille te verdelen: een theoretisch berekend rendement (de RTS) of het feitelijk behaalde rendement. De uiteindelijke keuze hieromtrent is mogelijk van invloed op de samenstelling van de beschermingsportefeuille. Bij het uitdelen van het feitelijk rendement is er in de beschermingsportefeuille eerder ruimte voor goed-maar-niet-perfect- matchende categorieën als inflation linked bonds, credits en hypotheek. Bij het uitdelen van een zuiver theoretisch beschermingsrendement kan de neiging ontstaan om de beschermingsportefeuille zuiverder matchend in te vullen om overrendement wat dan toebedeeld wordt aan de rendementsportefeuille te voorkomen. In dat geval zouden genoemde categorieën in de rendementsportefeuille 'concurreren' met hoger renderende categorieën als aandelen, high yield en private equity. Wat de impact hiervan zou zijn op totaal portefeuilleniveau is op voorhand nog niet te zeggen. Dat zal onderwerp van onderzoek zijn in de constructie van de onderliggende beleggingsportefeuilles.

#### *Liquiditeitsanalyse voor omvang van illiquide beleggingen*

Binnen het NPC en de VP verwachten wij dat het opportuun blijft om een deel van de portefeuille naar illiquide beleggingscategorieën te alloceren. Op illiquide beleggingscategorieën kan immers naar verwachting een premie worden verdiend. Daarnaast zorgen ze voor diversificatie waardoor een robuustere portefeuille kan worden samengesteld. Ook is de marktvolatiliteit van bijvoorbeeld infrastructuur en private equity lager dan de VEV-buffereis die in het nFTK voor beide categorieën geldt (40%) waardoor ook vanuit dat perspectief eerder meer dan minder ruimte voor deze categorieën bestaat.

Toch vraagt het nieuwe akkoord wel om nadere analyse rond illiquiditeit. Naarmate een deelnemer ouder wordt neemt conform het glide path van de life cycle in de VP immers de allocatie naar de rendementsportefeuille af en naar de beschermingsportefeuille toe. De illiquide categorieën als vastgoed, private equity en infrastructuur zitten doorgaans in de rendementsportefeuille (waaronder ook inflatie-gerelateerde beleggingscategorieën). Oudere deelnemers kunnen deze exposure naar illiquide beleggingen alleen 'overdragen' naar de jongeren deelnemersgroepen als er van die groep voldoende netto aanwas van kasstromen is.

Een te hoge allocatie naar illiquide beleggingen kan het tegemoetkomen aan onderpandvereisten bemoeilijken en eventuele gewenste sturing van liquide beleggingen bemoeilijken. Beursgenoteerde varianten van illiquide beleggingen kunnen dit als flexibele schil wel mitigeren, maar zijn een *second best* invulling. Los daarvan moet ook voor de waardering van illiquide beleggingen, die vaak pas vertraagd doorkomt, een werkoplossing worden gevonden. Ook de rendementen van de illiquide beleggingen moeten immers toebedeeld en gecommuniceerd worden aan deelnemersgroepen.

Bij de VP zijn deze aandachtspunten groter dan bij de NPC omdat bij de VP in aanloop naar de uitkeringsfase het opgebouwde vermogen moet worden omgezet in óf een levenslange uitkering of in een Collectief Variabel

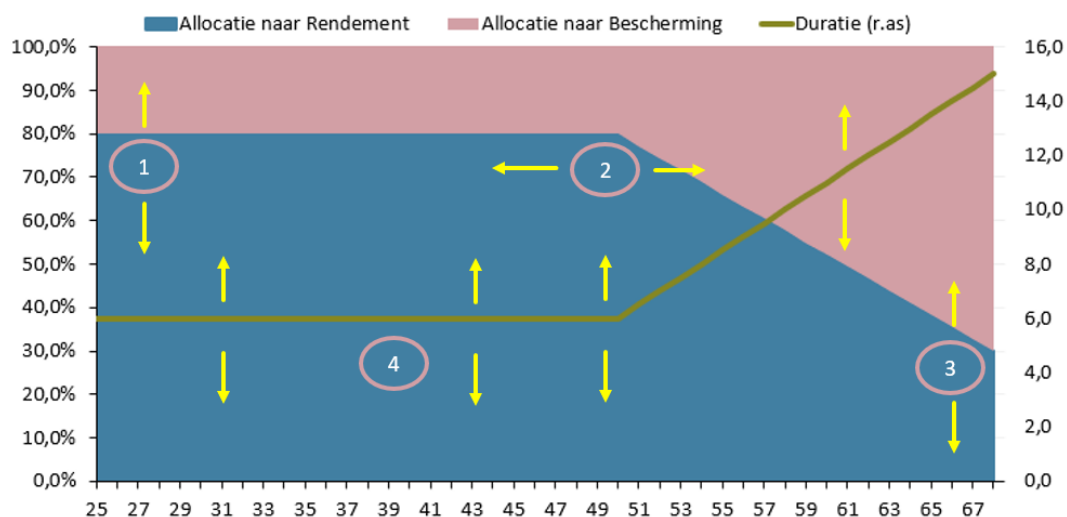
Pensioen. Als dit illiquide beleggingen betreffen is er vanwege de imperfecte waardering een waarderingsrisico voor deze deelnemer.

Voor zowel de VP als de NPC kan een liquiditeitsanalyse helpen om de (toelaatbare) omvang van illiquiditeit van (delen van) de beleggingsportefeuille te toetsen en te normeren. In deze analyse kan getoetst worden wat de illiquiditeit van de rendementsportefeuille en beschermingsportefeuille is voor en na toepassing van bepaalde marktschokken en gegeven het glide path en deelnemersverloop.

#### Knoppen voor de constructie van een life cycle (VP)

Er zijn grofweg vijf 'knoppen' relevant bij het opstellen van de life cycle/toedelingsregel (omcirkeld in onderstaande figuur). Hierbij gaan we uit van een gegeven risicohouding en doelstelling (besliscriteria) van het pensioenfonds. De zoektocht is om - gegeven of in wisselwerking met de risicohouding, premie en de ambitie - de life cycle zodanig te construeren dat deze daarmee past.

- (1) De %-allocatie naar de rendementsportefeuille bij start van de pensioenopbouw (leeftijd: 25 jaar)
- (2) Het moment van afbouw van de rendementsportefeuille en verdere opbouw van de beschermingsportefeuille
- (3) De %-allocatie naar de rendementsportefeuille bij slot van de pensioenopbouw (leeftijd: 68 jaar)
- (4) De mate en opbouw van de rente-afdekking
- (5) De samenstelling van de rendementsportefeuille en van de beschermingsportefeuille (niet afgebeeld).



Deze analyse helpt om als pensioenfonds het gesprek te voeren over de inrichting van de life cycles/toedelingsregels.

#### Onderhoud van de Life Cycle

Na de constructie van de life cycles/toedelingsregels moet deze worden ingevuld, onderhouden en gemonitord. Daar is een kortcyclische aanpak gewenst (zie rechterdeel van figuur 1). In tabel 4 zijn de onderdelen van dit onderhoud en de wijzigingen ten opzichte van de huidige pensioensystematiek samengevat.



**Tabel 4** Stappen in het uitvoerings- en monitoringsproces van de beleggingsportefeuille

	Aanpassing n.a.v. nieuw pensioensysteem?	Toelichting
Life cycle update	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Toetsing of cohorten nog op koers liggen</li> <li>Zo nodig aanpassing binnen beleggingsmodules</li> </ul>
Beheer rendement- en beschermingsportefeuille	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rebalancing beleid binnen portefeuilles</li> <li>Risicobeleid per portefeuilles vormgeven</li> </ul>
Beleggingsrichtlijnen	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Richtlijnen worden opgesteld per beschermings- en rendementsportefeuille waar dat nu vaak integraal is over de hele portefeuille</li> </ul>
Selectie van managers	Nee	<ul style="list-style-type: none"> <li>Op basis van kaderstelling worden passende managers geselecteerd en gemonitord</li> </ul>
Rapportages	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Besliscriteria uit life cycle constructie komen ook terug in de (risico) rapportages</li> </ul>
Evaluaties	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Afwijking tussen gerealiseerd beschermingsrendement en berekend beschermingsrendement?</li> <li>Via bestuur uitlegbaar naar deelnemers(groepen).</li> <li>Verantwoording kosten en resultaten</li> </ul>
Investment cases/kaderstelling	Ja	<ul style="list-style-type: none"> <li>Door gewijzigde beleidsuitgangspunten kan beoordeling van beleggingscategorieën verschuiven</li> </ul>

Bron: Achmea IM

#### Life cycle update

De jaarlijkse toetsing die nu via een PC update plaatsvindt, blijft intact. Voor het onderhoud van life cycles voor de VP kan als toets worden gehanteerd:

- Is het - mede gezien geupdate economische verwachtingen - nog mogelijk om met de huidige life cycle en glide path aan de ambitie te voldoen?
- Is er reden om de samenstelling van de rendements- en beschermingsportefeuille te herzien?
- Is er reden voor aanpassing van uitvoerende managers per beleggingscategorie?

#### Transitie Ftk: een overbruggingsplan

Voor de transitieperiode 2022 – 2026 komt er een aangepast FTK, het transitie FTK. Daarmee kan al aansluiting worden gezocht bij het nieuwe pensioenstelsel dat nadien ingaat. Pensioenfondsen die verwachten te willen invaren naar een van de nieuwe regelingen mogen vanaf 2022 het transitie FTK gebruiken. Zij hoeven dan niet te korten vanwege MVEV eisen (mits de dekkingsgraad zich boven de 90% bevindt) en ook geen herstelplan in te dienen. Er is dan wel uiterlijk 1 april 2022 een eerste overbruggingsplan nodig. Hieruit moet blijken dat de financiële positie van het pensioenfonds uiterlijk in 2026 herstelt tot een richtdekkingsgraad van minimaal 95%. Het nFTK en bijbehorende kortingsvoorwaarden blijven gelden wanneer (alsnog) niet wordt ingevaren.

Is dit reden om in deze transitiefase forse aanpassingen in het beleggingsbeleid te doen om zodoende gedurende deze maximaal 4 jaar boven de richtdekkingsgraad te blijven (en daarmee korting te voorkomen)? Enerzijds lijkt dat om een aantal redenen niet logisch. Het vergroten van beleggingsrisico zorgt cosmetisch (via een sterkere herstelkracht) voor een lagere richtdekkingsgraad en daarmee tot een lagere kans op korting. Als dit niet hand in hand gaat met een aangepaste risicohouding op langere termijn heeft dit meer weg van regelgeving arbitrage. Daarnaast is het ad hoc opstellen van non lineaire beschermingsconstructies (optionaliteit) evenmin passend voor fondsen die dat eerder – mede vanwege beliefs – niet deden.

Anderzijds geldt dat voor fondsen die op het randje van korten zitten er voor de duur van de transitieperiode een ‘verhoogde dijkbewaking’ kan worden afgevaardigd om deze kortingskans te verkleinen. De korte termijn risicohouding kan dan relevanter zijn dan een lange termijn risicohouding. In dat geval is het verstandig om

(educatief en operationeel) voor te bereiden op de inzet van niet-lineaire instrumenten om dergelijk staartrisiko te verkleinen.

Het loslaten van de VEV restrictie geeft – ook in het transitie FTK – ruimte om wijzigingen door te voeren die in het verleden vanwege de VEV restrictie niet toelaatbaar waren. Te denken valt daarbij aan het verlagen van de valuta-afdekking. Achmea IM geeft al lange tijd aan dat een 100% valuta-afdekking onnodig hoog is. Ook wordt het verhogen van de allocatie naar hoge-buffer categorieën als aandelen emerging markets bij het vervallen van de VEV restrictie mogelijk. Fondsen die dynamisch beleid toepassen kunnen zo profiteren van de relatieve aantrekkelijkheid van deze categorieën en worden daarvoor niet ‘gestraft’ met een hogere buffereis.

#### **Vervolgstappen in volgorde van prioriteit**

Rond het beleggingsproces zijn de volgende punten hieruit naar onze inschatting het meest relevant:

- Doordenken van beleggingsbeginselen, te beginnen met renterisiko
- Doordenken van de risicohouding in het transitie FTK om eventueel staartrisiko's te voorkomen
- Voor- en nadelen van illiquide beleggingen en (il)liquiditeitsanalyse.

## 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.*