



S&V Reflector

Financieel Raamwerk Pensioenfondsen

Sturing geven aan het beleggingsbeleid

Januari 2019

Opmerkingen vooraf

Ervaring 1: Het valt ons op dat besluiten nogal eens worden genomen zonder expliciete vastlegging van de financiële doelstelling van dat besluit. Een voorbeeld: een pensioenfonds loopt voor 25% van het vermogen valutarisico. Er is niet goed vastgelegd welk extra rendement daarmee wordt beoogd of welke mate van risicoreductie daarmee wordt beoogd. Dat maakt het tevens lastig om na verloop van tijd te evalueren of het besluit heeft voldaan aan de doelstellingen.

Ervaring 2: Daarnaast valt het ons op dat besluiten niet worden “gelinkt” aan het hoger gelegen doel. Vaak worden besluiten “standalone” gemaakt. Er wordt actief belegd in bedrijfsobligaties omdat men denkt daar een stukje extra rendement te kunnen maken tegen een beperkt risico. Maar hoe past dat in het totale risicoprofiel en hoe voorkomt men dat met al die lageregelegen besluiten meer risico wordt genomen dan nodig om de doelstelling te bereiken?

In deze reflector pleiten wij voor expliciete vastlegging van de financiële doelstellingen van elk bestuursbesluit op het gebied van vermogensbeheer. Dat leidt tot scherpe aanbesteding aan de uitvoerders en tot een betere evaluatie van zowel bestuursbesluiten als van uitvoerders. Aan de hand van een voorbeeldpensioenfonds maken wij onze ideeën concreet.

Met deze reflector proberen wij een handvat te bieden aan institutionele beleggers om het vermogensbeheerproces verder aan te scherpen. Zoals altijd schromen wij niet om een visie/mening te poneren en kritische kanttekeningen te plaatsen bij hoe wij het nu doen. Niet omdat wij de wijsheid in pacht hebben, maar omdat wij denken dat daarmee de discussie scherp kan worden gevoerd. Dat gesprek gaan wij graag met u aan.

Inleiding

Het beleggingsproces van pensioenfondsen kan worden aangescherpt. Er kan daarbij worden geleerd van het bedrijfsleven. De cyclus van budgetteren, forecasten en evalueren, die bij vrijwel elk bedrijf wordt toegepast, kan ook door pensioenfondsen worden omarmd. Dat leidt tot betere besluitvorming en scherpere evaluaties.

In onze aanpak vindt eenmaal in de drie jaar (de strategische/ALM-cyclus) de budgettering plaats en wordt jaarlijks (de beleggingsplan/SAA cyclus) de forecast opgesteld. Evalueren gebeurt voorafgaand aan die budgettering en forecasting. Schematisch ziet dat er als volgt uit:

	Cyclus	Vastlegging	Horizon	Periodiciteit	Fondsdocument
1	Budget	FR - benodigd	15-jaar	3-jaarlijks	Strategisch plan
2	Forecast	FR – verwacht	5-jaar	1-jaarlijks	Jaarplan
3	Evaluatie	FR – gerealiseerd		1-jaarlijks	Jaarplan

In het **Financieel Raamwerk** (FR) worden in één overzicht alle budgetten vastgelegd. Dit betekent dat voor elk besluit is vastgelegd wat de financiële doelstellingen (risico én rendement) zijn.

Dat verplicht het pensioenfonds om bij elk risico expliciet vast te leggen wat de doelstelling (rendementseis) is van dat risico. Daarbij zijn alle rendementseisen na aftrek van kosten. Vervolgens wordt jaarlijks getoetst of die doelstelling realiseerbaar is gegeven de huidige marktomstandigheden.

In de budgettering wordt voor elk risico vastgelegd wat het benodigd rendement is.

In de forecast wordt voor elk risico vastgelegd wat het (lange termijn) verwacht rendement is.

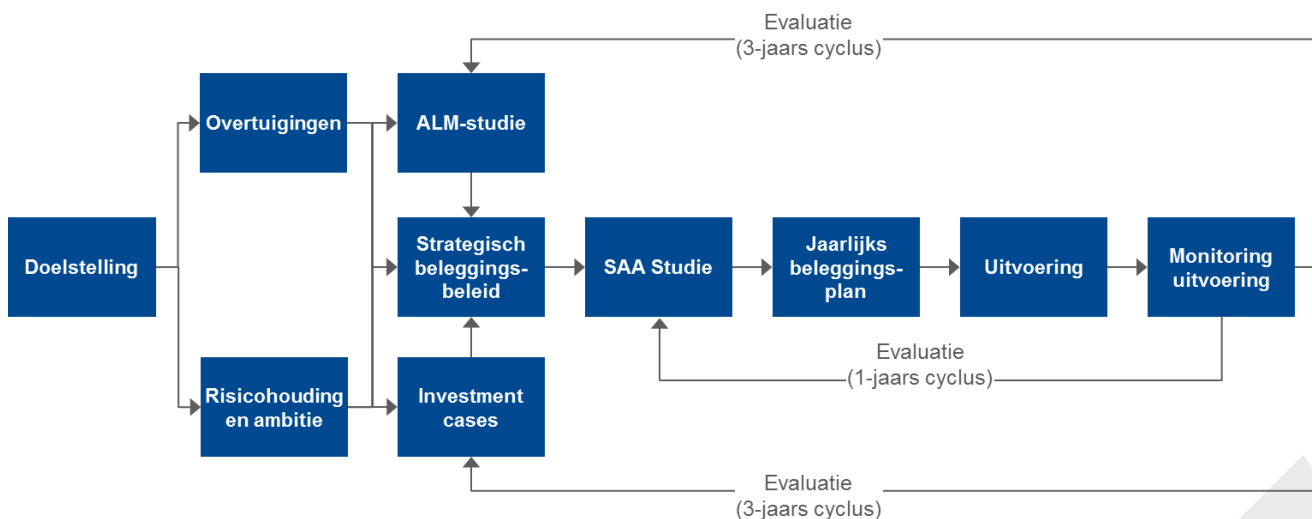
In de evaluatie wordt voor elk risico vastgelegd wat het gerealiseerd rendement is.

Deze methodiek leidt tot een duidelijke vaststelling van doelstellingen die expliciet gekoppeld worden aan de risicohouding van het fonds.

Om deze reflector zo praktisch mogelijk toepasbaar te maken, werken wij alles uit voor een voorbeeldpensioenfonds. Wij starten met het vermogensbeheerproces en laten daarna zien hoe het financieel raamwerk voor dit fonds er concreet uit ziet.

1. Koppeling aan het beleggingsproces

Een scherpe aansturing van het pensioenfonds begint met een scherp vermogensbeheerproces. Wij zien dat proces als volgt:



Vanuit de doelstelling, risicohouding en overtuigingen van het fonds wordt het strategisch beleggingsbeleid vastgesteld. Dit wordt (in beginsel) elke drie jaar onderzocht. Daarbij worden de investment cases als input gehanteerd en kan een ALM-studie als ondersteuning worden gebruikt om tot dat beleid te komen. De horizon waarover wordt geanalyseerd is in het algemeen lang (minimaal 15 jaar).

De investment cases leggen voor elke beleggingscategorie vast:

1. Of de categorie *potentieel* investeerbaar is voor het pensioenfonds.¹
2. Op welke wijze het pensioenfonds in die categorie wenst te investeren (actief/passief, benchmarkkeuze, fonds of mandaat, restricties et cetera).
3. Welke financiële eisen het fonds stelt aan de categorie (risico, rendement en correlatie).

Het derde hoofdstuk van de investment cases is daarmee het budget dat wordt gehanteerd in het financieel raamwerk.

Jaarlijks wordt een beleggingsplan vastgesteld. Daarbij kan een Strategische Asset Allocatie studie (SAA) of Risicobudgetstudie (RBS) worden gebruikt om tot dat jaarplan te komen. In het jaarplan wordt vastgelegd wat de forecasts (de verwachtingen) zijn voor de komende jaren. Daarbij wordt een middellange horizon gehanteerd van 5-10 jaar.

In onze visie wordt het **budget** vastgesteld in de 3-jaars ALM-cyclus. Daar wordt vastgelegd:

- Wat het vereiste (extra) rendement is voor het aandelenrisico.
- De vereiste illiquiditeitspremie voor een belegging in hypotheek.
- De diversificatievereiste voor een belegging in Hedge Funds, et cetera.

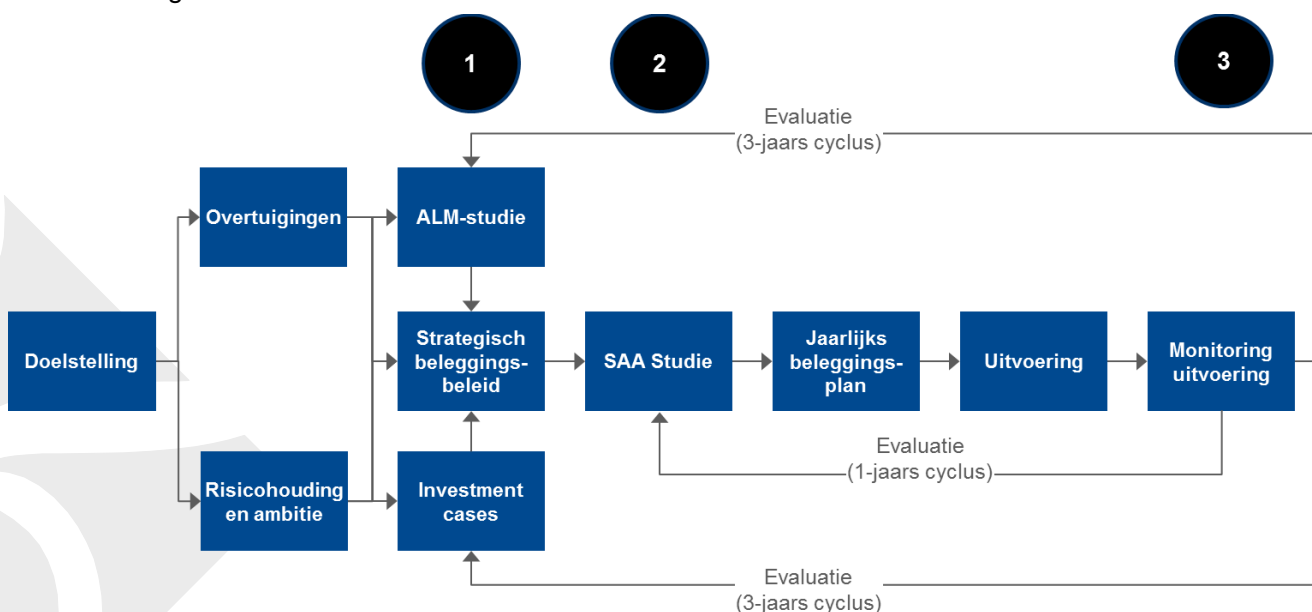
¹ Indien het antwoord op deze vraag "nee" is dan is het naar ons oordeel niet nodig om de hoofdstukken 2 en 3 van de investment case verder uit te werken

In onze visie wordt de **forecast** vastgesteld in de 1-jaars beleggingsplan-cyclus. Daar wordt vastgesteld:

- Wat de verwachte risicopremie is op aandelen voor de komende jaren.
- Op welke illiquiditeitspremie voor hypotheeklen de komende jaren mag worden gerekend et cetera.

Stel nu dat in de jaarcyclus is geconstateerd dat de vereiste illiquiditeitspremie op hypotheeklen niet haalbaar is (bijvoorbeeld omdat de spread op hypotheeklen vergelijkbaar is met de spread op AA bedrijfsobligaties), dan geeft dat een signaal om de allocatie naar hypotheeklen te heroverwegen.

Budgetteren vindt plaats in de 3-jaars cyclus, forecasten vindt plaats in de 1-jaars cyclus en de evaluatie vindt plaats voorafgaand aan het budgetteren of forecasten (dus daarmee ook jaarlijks). Schematisch ziet dat er als volgt uit:



De koppeling aan het beleggingsproces van het pensioenfonds maakt het financieel raamwerk eenvoudig toepasbaar. Zodra het fonds bezig is met de ALM-studie “verplicht” het zichzelf om in de eindconclusies duidelijk vast te leggen wat de doelstellingen en risicomaatstaven zijn bij elk besluit dat tijdens de ALM-studie wordt genomen (vaak een van de aandachtspunten in DNB onderzoeken).

Stel dat het fonds in de ALM-studie besluit om 50% naar de return portefeuille te alloceren dan legt het vast welk extra rendement (lees: dekkingsgraadstijging) zij daarmee beoogd (“vereist”, het betreft immers een doelstelling) en tot welk dekkingsgraadrisico dat leidt.

Tezamen met de rente- en valuta-afdekking leiden de keuzes uit het ALM-proces tot een bepaald vereist rendement en risicoprofiel voor het pensioenfonds als geheel. Dat dient aan te sluiten bij het hoger gelegen doel: de fondsdoelstelling en risicohouding van het fonds.

In de volgende hoofdstukken geven wij, aan de hand van een voorbeeld-pensioenfonds, weer hoe het financiële raamwerk wordt opgebouwd.

2. Financieel raamwerk - budget

Ons voorbeeldpensioenfonds heeft een indexatiedoelstelling. Daarvoor is een bepaald (extra) rendement nodig. Het pensioenfonds beseft zich dat dit benodigde extra rendement afhankelijk is van de financiële positie van het fonds. Bij een hogere dekkingsgraad is minder extra rendement nodig om de doelstelling te verwezenlijken. Datzelfde geldt voor de mate van risico die het fonds acceptabel acht. Bij een hogere dekkingsgraad heeft het fonds wellicht meer ruimte om risico te nemen. Bij een lage dekkingsgraad geldt het omgekeerde; het fonds heeft veel extra rendement nodig om de doelstelling te verwezenlijken, maar het heeft maar beperkt de ruimte (door wetgeving of omdat men dat als bestuur onwenselijk vindt) om risico te nemen. De doelstelling van het fonds blijft in dit voorbeeld onverminderd van kracht (de ambitie om geïndexeerde pensioenen uit te keren), maar de doelstellingen voor de komende jaren kunnen wel variëren in de tijd en zijn met name afhankelijk van de financiële positie op enig moment.

Het pensioenfonds onderscheidt daarom drie fases:

1. Potentiële kortingsfase: de dekkingsgraad van het fonds is lager dan het minimaal vereist eigen vermogen (ca. 105%).
2. Herstelfase: de dekkingsgraad van het fonds bevindt zich tussen het minimaal vereist eigen vermogen en het vereist eigen vermogen
3. Lange termijn fase: de dekkingsgraad van het fonds bevindt zich boven het vereist eigen vermogen

Het pensioenfonds heeft voor elk van deze fases vastgelegd wat de financiële doelstelling en de risicoruime is die past bij haar risicobereidheid.

Om deze reflector zo praktisch mogelijk te maken hanteren wij een voorbeeldpensioenfonds met een (actuele UFR-) dekkingsgraad van 110% (zo'n beetje het gemiddelde in Nederland op dit moment). Het fonds heeft de ambitie om te indexeren maar beseft zich dat dit de komende jaren slechts beperkt mogelijk zal zijn².

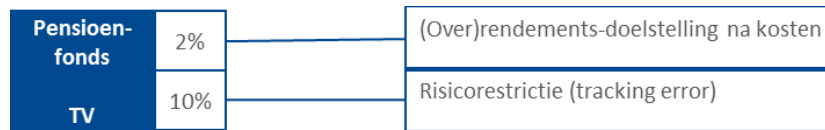
Het fonds heeft als doelstelling om in vijf jaar toe te groeien naar een dekkingsgraad van 120% van waaruit het weer toekomstbestendig kan gaan indexeren. De stijging van de dekkingsgraad zal volledig moeten worden gerealiseerd door het beleggingsbeleid aangezien de premie zeer beperkt is ten opzichte van het vermogen (ook dit geldt voor de meeste Nederlandse pensioenfondsen). Het fonds heeft daarom een **vereist rendement van 2% per jaar** boven de verplichtingen vastgesteld.

Het fonds accepteert een kans van 2,5% dat in één jaar tijd de kritische dekkingsgraad van 90% wordt bereikt. Dit impliceert een **risico van 10%**³.

² Wij hanteren een UFR dekkingsgraad in deze reflector, maar dat zou ook een marktrentedekkkingsgraad kunnen zijn. Bij het opstellen van het raamwerk is het wel van belang daar een expliciete keuze in te maken

³ Bij een risicobudget (ook wel standaarddeviatie genoemd) van 10% heeft het fonds 2,5% kans om tweemaal dat risicobudget te verliezen, ofwel de kans is 2,5% dat de dekkingsgraad in 1 jaar tijd daalt van 110% naar 90%

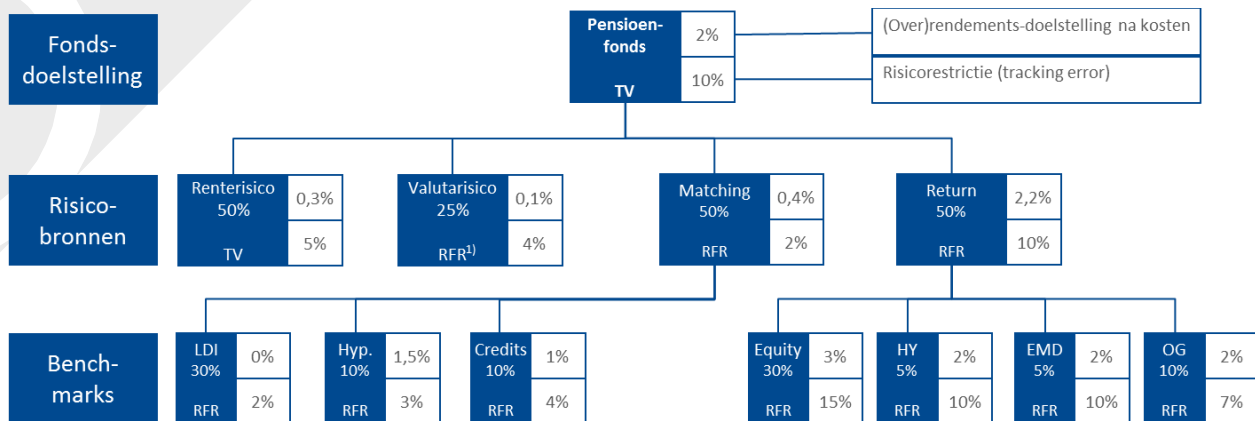
Dit geeft in feite de eerste stap in het financieel raamwerk:



Mede op basis van de ALM-studie heeft het fonds de volgende besluiten genomen:

4. Een rente-afdekking van 50% (dus een renterisico van 50%)
5. Een valuta-afdekking van 75% (dus een valutarisico van 25%)
6. Een allocatie van 50% naar de matching portefeuille
 - a. 30% LDI
 - b. 10% Europese bedrijfsobligaties
 - c. 10% Nederlandse particuliere hypotheek
7. Een allocatie van 50% naar de return portefeuille
 - a. 30% Aandelen wereldwijd
 - b. 5% Hoogrentende bedrijfsobligaties (High Yield)
 - c. 5% Staatsobligaties opkomende landen (EMD)
 - d. 10% Nederlands Onroerend Goed

Het bestuur vraagt zich af of deze keuzes passen bij de hoger gelegen doelstelling: een extra rendement van 2% en een risico van 10%. Daarnaast wenst het fonds voor elk van de besluiten vast te leggen wat de financiële risico/rendementsdoelstelling is van dat besluit. Daarmee wordt het financieel raamwerk verder uitgebreid:



1) RFR := risicovrije rente

Voor elke keuze (elke allocatiebeslissing) dient het fonds vast te leggen welk risico daarbij acceptabel is en welke rendementseis het besluit heeft⁴.

⁴ De rendementseis wordt voor elk onderdeel uitgedrukt als een rendement ten opzichte van de risicovrije rente in Euro. Voor het renterisico zijn de verplichtingen de benchmark. Voor het valutarisico en de return-portefeuille is de korte rente in Euro (de 1-jaars rente) de benchmark. Voor de matching portefeuille is de risicovrije rente met een looptijd gelijk aan de matching portefeuille de benchmark (het renterisico is immers al onderdeel van het blok "renterisico"). Door het financieel raamwerk op deze wijze te construeren tellen de blokken op tot het bovenliggende niveau en ontstaat een consistent geheel. Elke bijdrage aan het overrendement wordt op één, en slechts één, plaats opgenomen (geen dubbelstellingen).

Onderstaand lichten wij drie besluiten uit (in feite zal elk besluit door het fonds worden onderbouwd op deze manier):

1. Met het “exposure” naar renterisico beoogt het fonds de komende jaren een extra rendement te realiseren van 0,3% ten opzichte van de verplichtingen (op UFR basis). Dit komt omdat het fonds in “mean reversion” gelooft en verwacht dat de lange rente de komende jaren zal normaliseren naar een evenwichtsniveau van 3,0%. Het risicobudget (ten opzichte van de verplichtingen) bedraagt 5% en is gebaseerd op de volatiliteit van de rente over de laatste 10 jaar. Dit betreft dus enkel het risico dat de rente stijgt of daalt. Het spread en curve risico zijn onderdeel van de matching portefeuille.
- 3b. Doelstelling van de hypothekeallocatie is om een spread te realiseren boven de risicovrije rente (met dezelfde looptijd) van 1,5%. Deze vereiste spread is grofweg gelijk aan de vereiste spread op bedrijfsobligaties⁵ vermeerderd met een vereiste illiquiditeitspremie van 0,5%. Het pensioenfonds accepteert enkel illiquiditeit in de portefeuille indien daar een significant extra rendement tegenover staat. 0,5% extra rendement acht het fonds significant. Het risicobudget (ten opzichte van de risicovrije rente) is gebaseerd op de volatiliteit van de laatste 10 jaar.
- 4a. Voor aandelen vereist het fonds een risicopremie van 3% ten opzichte van de risicovrije rente. Daarbij baseert het zich op fundamenteel wetenschappelijk onderzoek naar risicopremies op aandelen. Het risicobudget van 15% is gebaseerd op langjarige historie. Daarmee hanteert het fonds een (gangbare) vereiste sharpe ratio (extra rendement gedeeld door risico) van 0,2.

Op deze manier is voor elke ALM-keuze vastgelegd wat de risico-rendementsdoelstelling is van die keuze. De risico's kunnen niet zomaar worden “opgeteld” om te komen tot het fonds-risico. Dat komt omdat er ook correlaties zijn tussen de verschillende risico's (zie het kader hierna). In mindere mate geldt dat ook voor de rendementen. Daarom heeft het fonds tevens becijferd wat het effect is van alle keuzes tezamen op de risico-rendementsdoelstelling van het fonds als geheel. Daaruit volgt dat de vier keuzes leiden tot een extra rendementsdoelstelling van 2,1% bij een risicomaatstaf van 10%. Daarmee voldoen de gemaakte keuzes aan de doelstelling van het pensioenfonds. Zelfs als de doelstelling op één van de vier besluiten niet volledig wordt behaald kan nog aan de fondsdoelstelling (2% extra rendement) worden voldaan.

⁵ De vereiste spread op bedrijfsobligaties heeft het pensioenfonds gebaseerd op het langjarige gemiddelde additioneel rendement (dus na faillissementen) van investment grade bedrijfsobligaties boven de risicovrije rente

Correlatie-effecten

Wij lichten de correlatie-effecten toe aan de hand van de valuta-afdekking:

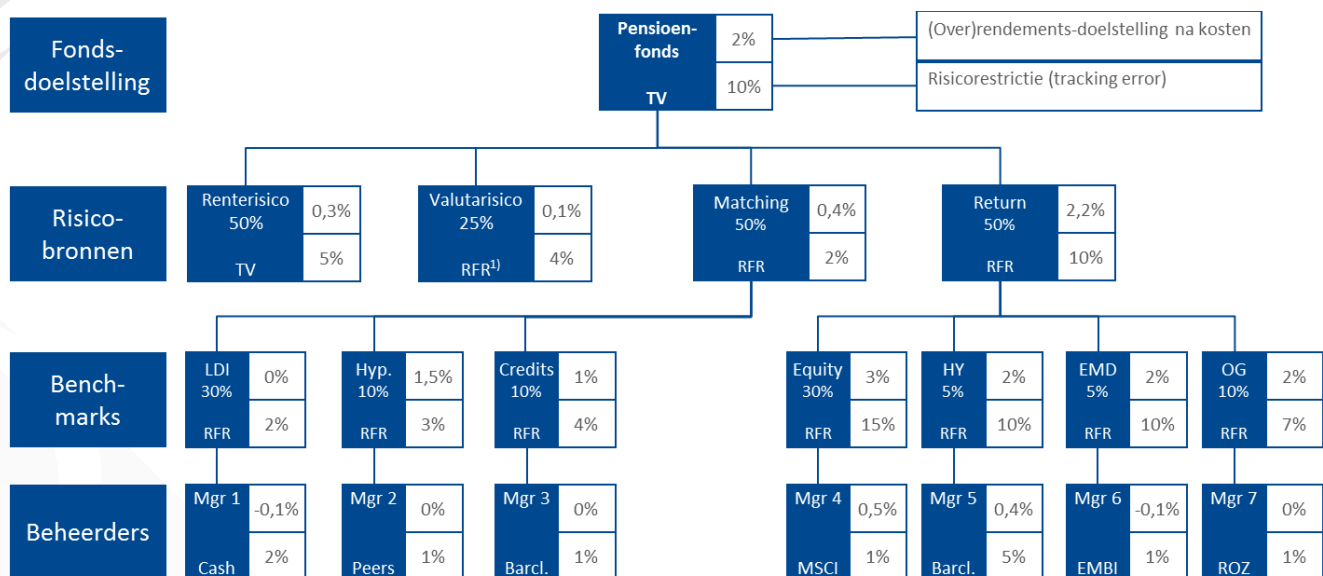
Beleggen in andere valuta (bv de USD) dan de Euro leidt “standalone” tot een risico. Immers de verplichtingen zijn in Euro en een investering in USD leidt bij een daling van de dollar tot een lagere dekkingsgraad.

Tezamen met andere risico's kan een investering in de USD echter juist risico mitigerend werken. Dit fonds belegt voor 50% in de return portefeuille. Dat leidt tot een risico indien markten dalen. In zo'n scenario kan een allocatie naar de USD juist risicomitigerend werken omdat de USD als safe haven wordt gebruikt.

De correlatie-vereisten spelen dus mede een rol in het financiële raamwerk maar zijn ten behoeve van het overzicht hier niet allemaal geëxpliciteerd.

Overigens adviseren wij om die correlatie-aannames wel vast te leggen zodat ze ook kunnen worden geëvalueerd en het fonds zich niet rijk rekent op basis van correlatie-aannames die in de praktijk niet blijken te werken (zelflerend vermogen).

Ons voorbeeldpensioenfonds houdt het bij voorkeur eenvoudig en heeft daarom voor elk van de beleggingscategorieën één manager aangesteld om het vermogen te beheren. Daarbij heeft het pensioenfonds in de investment cases vastgesteld of het actief of passief wenst te beleggen en welke outperformance doelstelling en tracking error daarbij worden gehanteerd. Het pensioenfonds heeft tevens geborgd dat de managers de benchmark hanteren die het pensioenfonds heeft opgenomen in de investment case (en die is gehanteerd in de ALM-studie). Voor elke vermogensbeheerder heeft het pensioenfonds vastgesteld wat de outperformance doelstelling is en welk risico (tracking error) acceptabel is. Daarmee wordt het financiële raamwerk gecompleteerd:



1) RFR := risicovrije rente

Onderstaand lichten wij er ter illustratie twee financiële doelstellingen uit, in werkelijkheid zal elke manager een concreet onderbouwd budget meekrijgen (in lijn met best practices uit DNB onderzoeken):

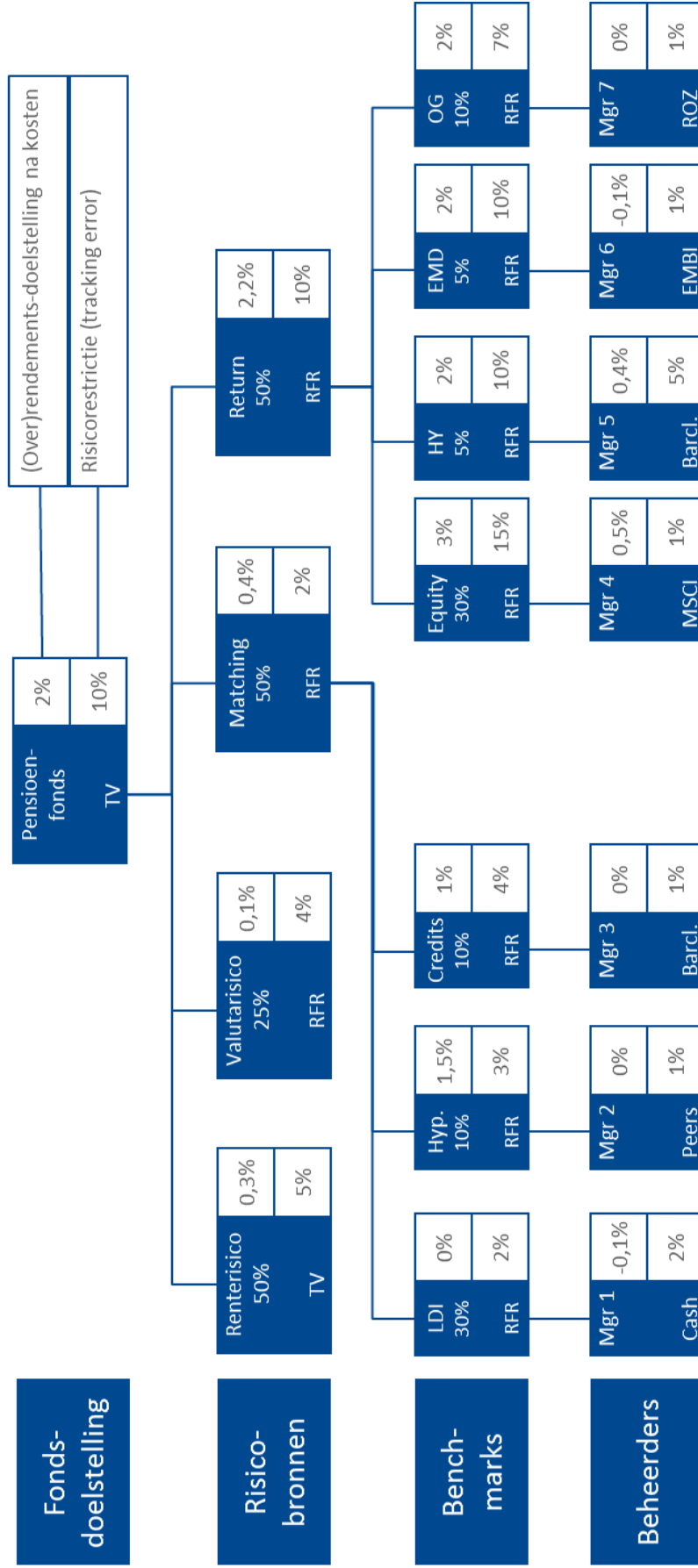
- De outperformance doelstelling voor het passieve aandelenmandaat wordt veroorzaakt door de mogelijkheid om dividendbelasting terug te vorderen welke geen onderdeel is van de (net dividend) benchmark.
- Het pensioenfonds zet de rendementen van de door haar geselecteerde hypotheek manager af tegen de rendementen van de overige beschikbare managers (in lijn met de ROZ-IPD systematiek) om te beoordelen of de manager relatief goed of slecht presteert.

Daarmee is de budgettering afgerond. Op de volgende pagina is het financieel raamwerk budget opgenomen.

123

Financieel raamwerk:

Benodigd rendement-risico (tools: ALM en investment cases)



3. Financieel raamwerk - forecast

Ons voorbeeldpensioenfonds is een jaar verder en bevindt zich in de beleggingsplancycclus. Het fonds vraagt zich af of het de portefeuille moet aanpassen (binnen de ruimte die daarvoor is in het strategisch plan).

Het fonds wil graag weten of de benodigde rendementen haalbaar zijn de komende jaren of dat er beleggingscategorieën of managers zijn die naar verwachting niet aan de doelstellingen kunnen voldoen.

Om dat goed en consistent te kunnen beoordelen maakt het pensioenfonds in exact hetzelfde format het financieel raamwerk. Alleen zijn nu niet de gebudgetteerde (vereiste) cijfers opgenomen, maar de forecast (verwachte) cijfers.

Op de volgende pagina is dit schematisch weergegeven.

Wij halen er drie voorbeelden uit om te laten zien hoe dit werkt:

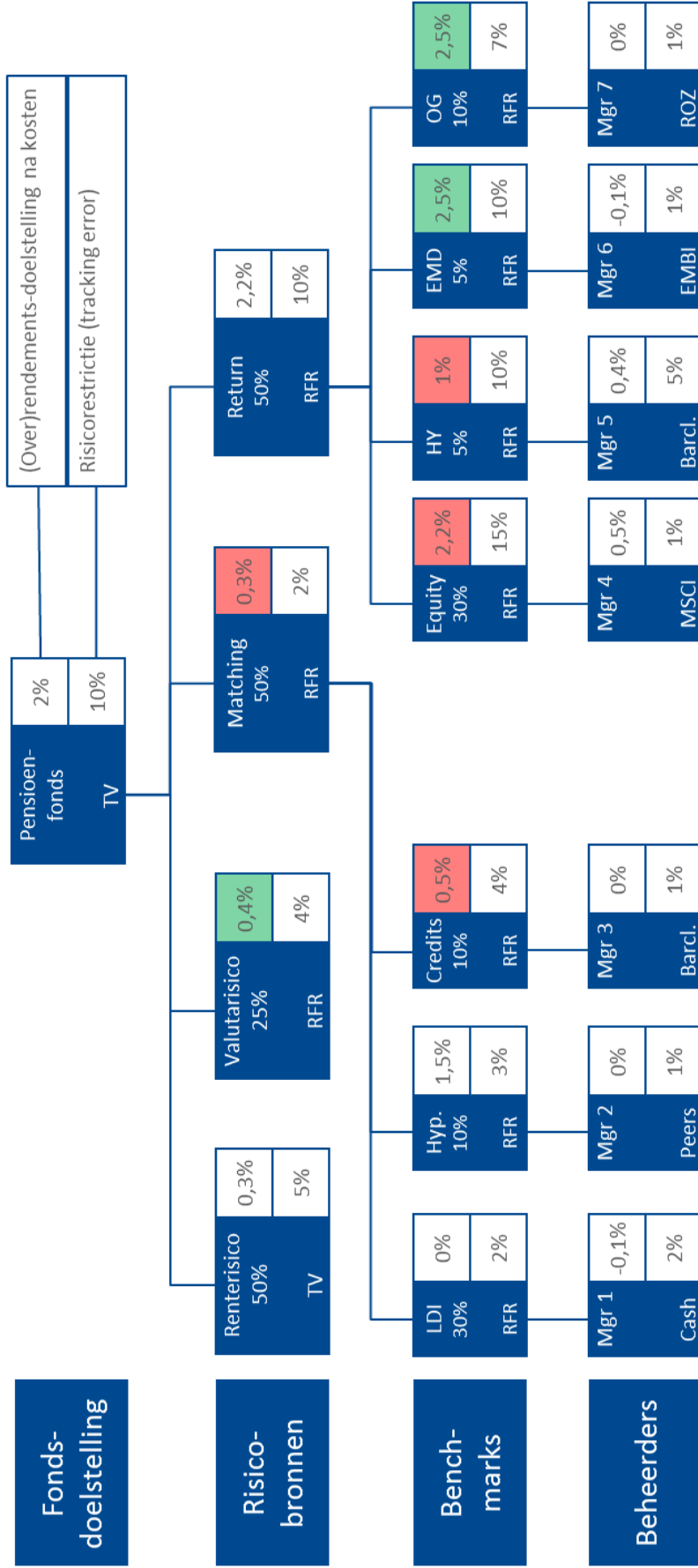
- Het voorbeeldpensioenfonds loopt het meeste exposure op valuta in USD. Door het verschil in risicovrije rente tussen Euro en USD, wordt een hoger verwacht overrendement als forecast vastgesteld ten opzichte van het budget (0,4% in plaats van 0,1%).
- Spreads zijn ingekomen op de hoogrentende obligaties. Daardoor is het forecast rendement lager dan benodigd volgens het budget. Daarom heeft high yield in het raamwerk op de volgende pagina een rode kleur. De forecast ligt onder het budget (1% in plaats van 2%).
- Voor EMD is de huidige spread nog voldoende hoog om naar verwachting te voldoen aan het vereiste (gebudgetteerde) rendement (2,5% in plaats van 2%). Daarom is de categorie EMD groen gekleurd op de volgende pagina.

Het fonds kan op basis hiervan overwegen om een deel van het vermogen van hoogrentende obligaties te verschuiven naar opkomende markten om daarmee te kunnen voldoen aan de risico-rendementseisen op het bovenliggende niveau (de return portefeuille). Dat wil niet zeggen dat het pensioenfonds dat direct zal doorvoeren, maar het financiële raamwerk leidt er wel toe dat het fonds in één oogopslag kan zien waar de potentiële pijnpunten zitten in de portefeuille. En daarmee welke onderzoeksvragen het pensioenfonds verder wil onderzoeken.

1 2 3

Financieel raamwerk:

Verwacht rendement-risico (tools: SAA/risicobudgetstudie)



4. Financieel raamwerk - evaluatie

In onderstaand schema heeft het voorbeeldpensioenfonds de behaalde resultaten vergeleken met de doelstellingen. Het fonds ziet daarmee in één oogopslag waar het mis is gegaan (of waar het juist veel beter is gegaan dan verwacht). De groene blokken geven aan dat de risico/rendementsdoelstelling is behaald. De rode blokken geven aan dat de doelstelling niet is gehaald.

Dit leidt tot scherpe evaluaties van de besluiten: het besluit heeft de doelstelling wel/niet behaald. Er wordt daarbij een duidelijke splitsing gemaakt tussen de resultaten van de benchmark (de β) en de resultaten van de uitvoering (de α , manager ten opzichte van de benchmark). Dat sluit aan bij de investment cases waarin ook een onderscheid wordt gemaakt tussen asset allocatie en uitvoering.

Voorbeelden:

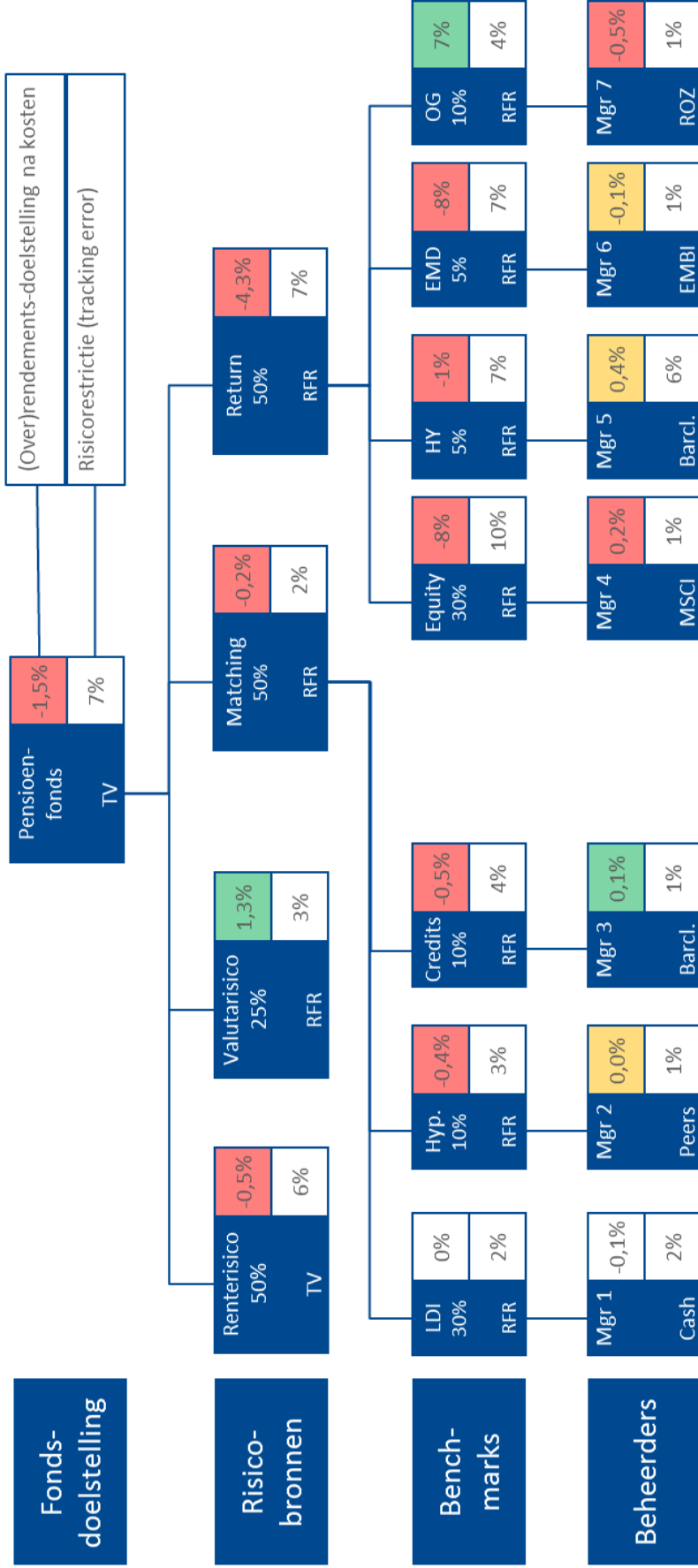
- De risicobronnen hebben niet het resultaat opgeleverd wat vooraf verwacht was, met uitzondering van het valutarisico. Hierdoor heeft het pensioenfonds de doelstelling voor het jaar niet behaald (-1,5% in plaats van 2%). Het bestuur zal aandacht moeten besteden of het budget op fondsniveau nog voldoet om de doelstelling te realiseren.
- De volatiliteit op vastgoed is lager dan vooraf gebudgetteerd en geforecast, terwijl het overrendement hoog is. De categorie heeft relatief veel opgeleverd. Dit kan aanleiding zijn voor het fonds om de forecast voor het volgende jaar naar beneden bij te stellen.
- De tracking error van de Manager HY is hoger dan toegestaan (6% in plaats van 5%). Dit geeft een aanleiding om het gesprek aan te gaan met de manager.

Daarnaast leidt dit ook tot een scherpe governance en uitbesteding: er wordt vastgelegd wie verantwoordelijk is voor welk besluit en die partij kan dan worden geconfronteerd met de resultaten.

123

Financieel raamwerk:

Gerealiseerd rendement-risico (tools: ALM en investment cases)



Conclusies

In deze reflector hebben wij zo praktisch mogelijk proberen aan te geven op welke wijze het bestuur financiële sturing kan geven aan het vermogensbeheer. Daarmee worden doelstellingen scherper en behoudt het bestuur het overzicht. In tijden waar de gemiddelde beleggingsrapportage elk kwartaal 60 pagina's beslaat is dat geen sinecure.

Naar wij denken komt het financieel raamwerk tevens tegemoet aan de eisen die DNB stelt aan pensioenfondsen en die nogal eens worden gemaakt in beleggingsonderzoeken: "het vereist rendement voor de categorie is onvoldoende onderbouwd en vastgelegd in een investment case".

Het leidt tevens tot een scherpe(re) governance omdat bij elk van de keuzes kan worden vastgelegd wie daarvoor verantwoordelijk is. Het bestuur is uiteraard overal eindverantwoordelijk maar als zij een fiduciair gebruikt aan wie de manager selectie is uitbesteed dan kan met het financieel raamwerk eenduidig worden vastgesteld of, en in welke mate, de resultaten bijdragen aan de fondsdoelstelling. Objectivering en standaardisering in een vast format leiden er tevens toe dat niemand zich kan "verschuilen" achter een cijferbrij. Het bestuur is "in control".

Zoals altijd gaan wij graag met u in discussie over het gedachtegoed in deze reflector. U kunt daarvoor contact opnemen met:

martijn.euverman@sprekelsenverschuren.nl	06 – 209 65 685
bertjan.kobus@sprekelsenverschuren.nl	06 – 438 20 597
ewout.schotanus@sprekelsenverschuren.nl	06 – 330 58 903
philippe.van.leeuwen@sprekelsenverschuren.nl	06 – 232 43 954

Sprenkels & Verschuren

Sprenkels & Verschuren is een puur Nederlands actuariel adviesbureau. Wij willen onze klanten helpen om de juiste beslissingen te nemen. Daarbij zijn wij in staat om het zeer ingewikkeld te maken, maar wij houden het bij voorkeur eenvoudig. Ons team bestaat uit 60 ervaren professionals. Voor meer informatie zie www.sprenkelsenverschuren.nl of mail naar:

martijn.euverman@sprenkelsenverschuren.nl

bertjan.kobus@sprenkelsenverschuren.nl

ewout.schotanus@sprenkelsenverschuren.nl

philippe.van.leeuwen@sprenkelsenverschuren.nl

