

Pensioen Pro Partner Roundtable

Beleggingsrisico's in overgang naar nieuw stelsel

Met de Wtp wordt de meest ingrijpende hervormingsoperatie uit de geschiedenis van de Nederlandse pensioenen ingezet. Maar hoe gaan pensioenfondsen om met beleggingsrisico's bij de overgang naar het nieuwe stelsel?

Slechtweersscenario's van twaalf pensioenfondsen juist in de transitie hard raken. Een marktschok kan funest zijn voor de solidariteitsreserve, of zelfs de transitieplannen op losse schroeven zetten. Bovendien is de impact verschillend voor de verschillende leeftijdscohorten, wat de vraag oproept hoe pensioenfondsen daar gebalanceerd mee om kunnen gaan. Op 28 februari bogen pensioenbeleggers zich over deze vraagstukken tijdens een rondetafelgesprek voorgezeten door Tom Jessen en gesponsord door True Partner Capital.

Verskillende fondsen, dezelfde worsteling

Hoewel pensioenfondsen sterk van elkaar kunnen verschillen in termen van populatie, dekkingsgraad en beleggingsportefeuille worstelen ze in grote lijnen met dezelfde problemen, signaleert Piet Molenaar, onder meer bestuurder bij Pensioenfonds DSM Nederland. Zoals de vraag wat er nu eigenlijk wordt overgedragen: kapitaal, of pensioenuitkomst – en hoe je daarover communiceert. Als je het hebt over beleggingsrisico's maakt dat nogal wat uit.

Molenaar wijst erop dat het invaren voor verschillende deelnemersgroepen, van actief tot gepensioneerd, van jong tot oud, verschillende effecten heeft wanneer de economische omstandigheden wijzigen. Er is een intrinsieke tegenstelling: 'We kunnen niet én het kapitaal voor jongeren en actieven beschermen, en tegelijkertijd de uitkeringen voor ouderen en gepensioneerden zeker stellen.' Het risico bestaat daardoor dat de transitie uitmondt in een enorm gevoel van deceptie.

Van de ene dag op de andere

Het feit dat de transitie 'overnight' – dus van de ene dag op de andere – moet plaatsvinden, speelt hierin een belangrijke rol, zegt Caspar Vlaar, bestuurder bij PMT, PostNL en KPN Pensioen. Zijn fondsen zijn al ver in de voorbereiding op het nieuwe pensioencontract en het nadenken over de gewenste koers in de aanloop naar de transitie en de implementatie van beschermingsmaatregelen voor de dekkingsgraad. Maar die overnight transitie is een punt van zorg. Hij vraagt zich af of er voldoende zicht is op de mogelijke impact op de markten, met name van de rentes na 1 januari 2026. Daar haakt Tobias Hekster, executive director en co-chief investment officer bij True Partner Capital, op aan. 'Eigenlijk is de transitie zelf in optietermen te beschrijven als een pin risk. Administratief worden data voor de transitie natuurlijk heel handig geprikt. Maar het zijn wel allemaal stock exchange holidays en de periodes rond jaareinde zijn relatief illiquide handelsperiodes.'

Het 'overnight' karakter van de transitie, en ook de gekozen data, zijn dus niet echt handig. Zou een meer geleidelijke transitie gespreid over 12 maanden dan geen beter idee zijn? Nee, vindt Vlaar: dat ziet er op papier wellicht beter uit, maar stuit op te veel praktische implementatieproblemen 'en is bovendien complex en naar de deelnemers niet uit te leggen.'

Robuuste transitie

Over de inzet van middelen en mogelijkheden om de transitie zo robuust mogelijk vorm te geven, wordt in de pensioensector grondig nagedacht. Bas van Ooijen, chief investment officer van Pensioenfonds Horeca & Catering, haalt aan dat het 1 januari-moment een bijzonder referentiepunt is voor pensioenfondsen. 'Veel hangt af van de delta die je hebt tussen de beleggingsportefeuille in het oude stelsel en de beleggingsportefeuille in het nieuwe stelsel. Dat pakt voor alle fondsen natuurlijk anders uit. Wij zijn echter een koploperfonds en willen per 1 januari 2025 overgaan naar het nieuwe stelsel. Vandaar dat wij ook op het beschermingsvlak een stuk verder zijn. Wij hebben ervoor gekozen om de renteaftdekking te verhogen met lineaire instrumenten in plaats van met niet-lineaire instrumenten.'

"Aandelenopties zijn momenteel ongebruikelijk goedkoop wat hedgen met opties een kosteneffectievere keuze zou kunnen maken dan het verminderen van de allocatie aan aandelen"

Daartoe heeft PH&C scenarioanalyses in ogenschouw genomen. Welke schokken kunnen er plaatsvinden gedurende de transitieperiode? En hoe raken die de financiële positie van het fonds? 'Wij zitten in een situatie dat we met een dekkingsgraad van rond de 130% een redelijk goede positie hebben', aldus Van Ooijen. 'Dus we hebben er ook vertrouwen in dat we daarmee de transitie in kunnen zoals we dat zouden willen. Financiële schokken op korte termijn zijn daarbij echter wel een risico.'

Hij vervolgt: 'We hebben gekeken naar de gevolgen van aandelen- en renteschokken. Voor ons geldt dat we veel gevoeliger zijn voor renteschokken dan voor aandenschokken. Dus het is ook logisch om daarom toch te kijken naar het renterisico op de balans. Neerwaartse aandenschokken hebben minder impact. Beide soorten risico's verschillen sterk als je kijkt naar de lange termijn. Vanuit ons perspectief als pensioenfondsen nemen we aandelenrisico bewust. Het renterisico krijgen we er ongevraagd bij.'

Lineair of niet-lineair?

Dat marktschokken een lelijke spaak kunnen steken in het wiel van de transitie, daar is iedereen het wel over eens. Maar wat de beste bescherming is, daarover lopen de meningen uiteen. Er zijn grote verschillen tussen lineaire bescherming (zoals het verkopen van risicodragende beleggingen of het ophogen van de renteaftdekking) en niet-lineaire protectie (zoals opties of swaptions) van de dekkingsgraad. Het is niet eenvoudig die afweging te maken.

Wat meespeelt is de complexiteit van instrumenten die je als pensioenfonds kiest. Het instrumentarium moet passen in de strategische kaders die van tevoren zijn afgesproken, de keuze moet weloverwogen zijn, en goed zijn uit te leggen, ook naar toezichthouder De Nederlandsche Bank.

'Dat zijn best hele hoge drempels', reageert Vlaar. 'Iedere bestuurder moet begrijpen hoe niet-lineaire instrumenten werken. De kosten zijn direct zichtbaar, maar wat je ervoor terugkrijgt, is niet altijd duidelijk. En je loopt ook het risico dat de tijdwaarde eruit loopt, terwijl je het instrument nog steeds nodig hebt voor bescherming, met name wanneer onverhoopt de beoogde transitiedatum verschuift.' Putopties bieden soelaas Marcel Roberts, chief investment officer van SPMS, is niet-lineaire oplossingen zoals putopties wel aan het onderzoeken. Aan deze beschermingstools hangt een prijskaartje. 'De kosten liggen tussen de twee en vier dekkingsgraadpunten. Dat zijn wat miljoenen euro's. Dus dat is best wel een kostprijs.' De afweging is niettemin dat, mocht je op het moment van invaren een flinke neerwaartse aandenschok krijgen, vooral de ouderen daar heel veel last van hebben.

'En die hebben geen herstelcapaciteit meer als ze vanaf dat dieptepunt gaan afbouwen in aandelen. Dus met deze mogelijkheid zou ik zeggen dat een putoptie soelaas kan bieden, aangezien vooral de ouderen onevenredig veel last zouden krijgen,' zegt Roberts. 'We hebben echter nog nooit een put gekocht. Het nemen van een dergelijke beslissing is best spannend. SPMS heeft een relatief hoge dekkingsgraad en een hoge afdekking van het renterisico, dus op zich kan het fonds een behoorlijke schok opvangen. Maar er wordt momenteel wel verder nagedacht over een hogere mate van bescherming, ook voor de rente.'

Hekster tekent daarbij aan dat voor wat betreft de kosten van niet-lineaire hedges, er momenteel een duidelijk verschil is tussen hedges aan de rentekant en aandelenhedges. Hoewel hedgen met rentederivaten vrij duur is, zijn aandelenopties momenteel historisch gezien goedkoop en daarmee de voordelen makkelijker te beoordelen. Dit betekent dat hedges voor de aandelenportefeuille kostenefficiënt zijn te verkrijgen, waardoor de bescherming die aan het ene leeftijdscohort wordt geboden niet ten koste gaat van andere.

Robert Kavanagh, Head of Investment Solutions bij True Partner Capital, benadrukt hoe belangrijk het is om te begrijpen hoe marktsenario's fondsen en verschillende leeftijdscohorten kunnen beïnvloeden. 'Als je kijkt naar historische stress-scenario's en naar de snelheid waarmee deze hebben plaatsgevonden, zie je dat de meeste fondsen aanzienlijk zouden kunnen worden beïnvloed en de overgang naar het stelsel onder de Wtp. Een dergelijke schok zou de dekkingsgraad en de waarde van de assets fors kunnen verlagen. Veel pensioenfondsen zouden het in dit scenario lastig vinden om een solidariteitsreserve of risicodelingsreserve te creëren, of zelfs ondoenlijk om überhaupt in te varen.'

"De meeste fondsen zouden aanzienlijk kunnen worden geraakt door een neerwaartse marktschok. Het is belangrijk om goed te kijken naar mogelijkheden deze risico's te mitigeren"

Dat marktschokken zeer verschillende gevolgen hebben voor verschillende leeftijdscohorten, vanwege de manier waarop de aanspraken worden gewaardeerd en de verschillende verwachte veranderingen in beleggingsposities na de overgang, roept vragen op over hoe pensioenfondsen kunnen aantonen dat ze een evenwichtig resultaat voor alle pensioenfondsenparticipanten hebben bereikt, aldus Kavanagh. En dat evenwicht moet serieus worden genomen, aangezien de wetgever voorschrijft dat de transitie als geheel evenwichtig moet zijn.

Slechtweersscenario's

In hoeverre houden pensioenfondsen rekening met slechtweersscenario's? Er wordt gekeken naar verschillende scenario's om de impact van aandelen- en renteschokken op de financiële positie van het fonds in beeld te krijgen. 'Je moet zulke scenario's waarde vrij definiëren, zonder oordeel of ze zich wel of niet waarschijnlijk zullen voordoen', meent Molenaar. 'En je kijkt vervolgens naar de uitkomsten van alle mogelijke scenario's, soms zijn dat er wel honderd.' Vlaar geeft aan dat deze scenario's bij de fondsen waar hij in het bestuur zit in kaart worden gebracht en er wordt geïnventariseerd in hoeverre de risico's kunnen worden verkleind met tactisch afwijken van het lange termijn strategisch beleid.

Bij Pensioenfonds Rail & OV zijn slechtweersscenario's onderdeel van de uitgangspunten van het transitieplan, zegt Jan-Just Meerman, senior investment strategist bij het fonds. Als blijkt dat de dekkingsgraad enkele maanden voor de transitiedatum onvoldoende ruimte biedt om de uitgangspunten van de transitie waar te maken, dan geldt dat bij een dekkingsgraad van 105% of lager dat de sociale partners zullen verzoeken de transitie met ten minste een jaar uit te stellen. Bij een dekkingsgraad tussen de 105% en 110% gaan de sociale partners met elkaar in gesprek of invaren op dat moment wenselijk is. Dit overleg kan in die situatie ook leiden tot uitstel van de transitie.

Hoge verwachtingen

De deelnemers aan de roundtable zijn zich allemaal terdege bewust van beleggingsrisico's in de overgangperiode. Van Ooijen van PH&C blijft er koel onder, maar legt gelijk de vinger op de zere plek: 'Beleggingsrisico's veranderen niet omdat we in Nederland naar een nieuw stelsel overstappen. Wel heeft de financiële situatie van het fonds op het moment van overgang direct betekenis voor de afspraken over onder meer compensatie en vulling van de solidariteitsreserve.'

Die zorg wordt door anderen gedeeld. Zo uit Meerman van Rail & OV de zorg dat pensioenfondsen door een crisis op de financiële markten op de transitiedatum onvoldoende dekkingsgraad hebben om de afspraken uit hun transitieplannen te kunnen uitvoeren. 'In een dergelijke situatie begint de nieuwe pensioenregeling met een valse start.'

Het blijft spannend

Wat Roberts van SPMS vooral spannend vindt, is dat de overgang een momentopname betreft. Tot de overgang naar het nieuwe pensioenstelsel zit een pensioenfonds in het FtK en de dag erna in de Wtp. 'Uiteraard kun je hierop voorsorteren, maar of je loopt nu meer risico, of op moment van invaren.' Hij is bezorgd dat 'de verwachtingen die gewekt zijn door de politiek en de media niet kunnen worden waargemaakt.' Hij wijst op de zeer beperkte mate van flexibiliteit. 'Bij de solidaire premieregeling mist die bijna in zijn geheel. Een hoger pensioen is mooi, maar wordt toch echt alleen bereikt doordat de huidige buffers uitgedeeld worden en – zoals nu ook het geval is – gepaard gaat met het nemen van risico in de portefeuille.'

'Hoe we pensioenfondsenparticipanten in de brede zin uit kunnen leggen hoe het verband tussen kapitaal, uitkering, rente en tijd echt werkt, is een vraag die me wel bezighoudt,' zegt Molenaar.

Dat een marktschok ten tijde van de transitie jonge en oudere deelnemerscohorten anders zal raken, blijft een heikel punt.

Kavanagh: 'Een sterke aandelencorrectie of een grote rentebeweging kunnen dan een negatief effect hebben. Juist daarom is het belangrijk om goed te kijken naar mogelijkheden om deze risico's te mitigeren, inclusief opties. Soms behoeven deze wat meer uitleg, vooral als een fonds complexere constructies wil verkennen, maar er zijn ook eenvoudigere versies. Maar het is altijd te prefereren om voorafgaand aan een mogelijke marktschok plannen te maken dan om te moeten reageren op dergelijke schokken na een stress-event. Gezien hun kosteneffectiviteit en voordelen zijn opties een zorgvuldige overweging zeker waard.'

Robert Kavanagh Head of Investment Solutions, True Partner Capital

Advertorial, Pension Pro edition 46 March/April 2024

About True Partner Capital

True Partner Capital is a global asset management firm founded by a team of former options market makers and technology specialists, with a primary focus on equity volatility strategies. The Firm has offices in the US, Europe and Asia and the key personnel have been working together for over 10 years. The Firm invests on behalf of a varied global investor base. Our investment expertise is accessible via commingled funds, separate mandates and customized solutions where we offer tailored volatility solutions, for example for tail risk hedging. The Firm's longest running commingled fund has an over 10 year track record pursuing the Firm's relative value volatility strategy. The Firm trades close to 24 hours a day across liquid global derivative markets and leverages proprietary technology developed by our experienced team, enabling the portfolio management team to identify and capitalize on trading opportunities.

True Partner Capital
Suite 2902-03, 29/F,
The Gateway Tower 2,
Harbour City, 25 Canton Road,
Kowloon, Hong Kong

111 West Jackson boulevard,
Suite 1700, Chicago,
60604, USA

Beursplein 5,
1012 JW Amsterdam,
The Netherlands

www.truepartnercapital.com

Being a True Partner