

---

True Partner  
Capital

---



**Plannen te midden van onzekerheid:  
Hoe zouden transitieplannen uitpakken als de zaken  
verslechteren?**

**April 2025**

Alleen voor de beoogde ontvanger. Niet voor verdere distributie.

### Samenvatting

**2025 is een belangrijk jaar voor veel Nederlandse pensioenfondsen.** Naar verwachting zullen verschillende fondsen op 1 januari 2026 overstappen naar het nieuwe pensioenstelsel, terwijl de meeste andere tussen dan en 1 januari 2027 overstappen. Veel fondsen hebben hun rente-afdekking verhoogd in de aanloop naar deze transitie, maar scenario-analyses suggereren dat veel fondsen nog steeds grote afnames in hun dekkingsgraden zullen zien in het geval van een aanzienlijke daling van de aandelenmarkt.

We zien een verhoogd potentieel voor tail events gezien: i) hoge aandelenwaarderingen en lage kredietsspreids; ii) hoge beleidsmatige onzekerheid; en iii) stagflatierisico's die het monetaire beleid beperken. Aandelenrisico is de belangrijkste drijfveer van het investeringsrisico voor de meeste fondsen, en optiemarkten bieden nog steeds relatief aantrekkelijke niveaus voor afdekking. **Wij zijn van mening dat pensioenfondsen actief zouden moeten overwegen om afdekkingen toe te voegen om een soepele transitie te garanderen.**

### Inleiding

De recente opmerking van DNB-president Klaas Knot is opvallend: "We zien nu hoe de wereld op zijn kop wordt gezet... dit voelt niet langer als een tijdperk van verandering, maar als een verandering van tijdperk."<sup>1</sup> Wanneer presidenten van centrale banken op deze manier spreken, weet je dat de onzekerheid, zoals de Federal Reserve Chairman Jerome Powell het de dag ervoor zei, "heel hoog" is. Wat moet de focus CIO's van pensioenfondsen zijn, nu markten een moeizame start van het jaar kennen en de regering-Trump haar tariefdreigementen daadwerkelijk lijkt door te zetten?

We zien significante risico's aan de horizon. Om Powell nogmaals te citeren: "het is heel moeilijk om te weten hoe dit gaat uitpakken".<sup>2</sup> Wat makkelijker te onderscheiden is, is dat de huidige onzekerheid zich voordoet in een context waarin de waarderingen van aandelen, met name die in de VS, nog steeds ongewoon hoog zijn. Op basis van een van de betere langetermijn waarderingmethoden, de cyclically adjusted PE ratio, staan Amerikaanse aandelen nog steeds in het 96e percentiel, zelfs na de daling van -5,6% van de S&P 500 in maart.<sup>3</sup> Aan het begin van het jaar hadden de meeste aandelen analisten en strategen een zeer optimistisch perspectief, maar deze visies worden nu snel herzien. In plaats van de groei die was ingeprijsd, suggereren de economische en politieke vooruitblikken dat er ook een aanzienlijk potentieel is voor tegenvallende winsten en krimp in waarderingsratio's.

We gaan uitgebreid in op de economische en marktvooruitzichten in ons recente artikel, "Does America First signal the end of American Exceptionalism". In dit artikel willen we specifiek ingaan op de implicaties voor pensioenfondsen die nadenken over hun transitie naar het nieuwe pensioenstelsel in de komende 6-24 maanden. In ons whitepaper van november 2023 met Northern Trust bespraken we hoe marktrisico's die transitie kunnen beïnvloeden en hoe beleggings allocaties waarschijnlijk zouden veranderen na de transitie en gaven we tevens inzicht in de impact op zowel het fondsniveau als het leeftijdscohortniveau. Nu de transities op handen zijn, zullen we nu kijken naar hoe de posities van fondsen zijn veranderd, onze scenario-analyse updaten en de voor- en nadelen van hedges bespreken.

### Wat hebben fondsen tot nu toe gedaan?

Bij het opstellen van hun transitieplannen, zijn er verscheidene pensioenfondsen er van uitgegaan dat hun dekkingsratio's op of boven een bepaald minimumniveau zouden liggen bij de transitie, vaak rond

<sup>1</sup> Uit een toespraak van Klaas Knot, Gouverneur van DNB, 20 maart 2025

<sup>2</sup> FOMC-persconferentie, 19 maart 2025

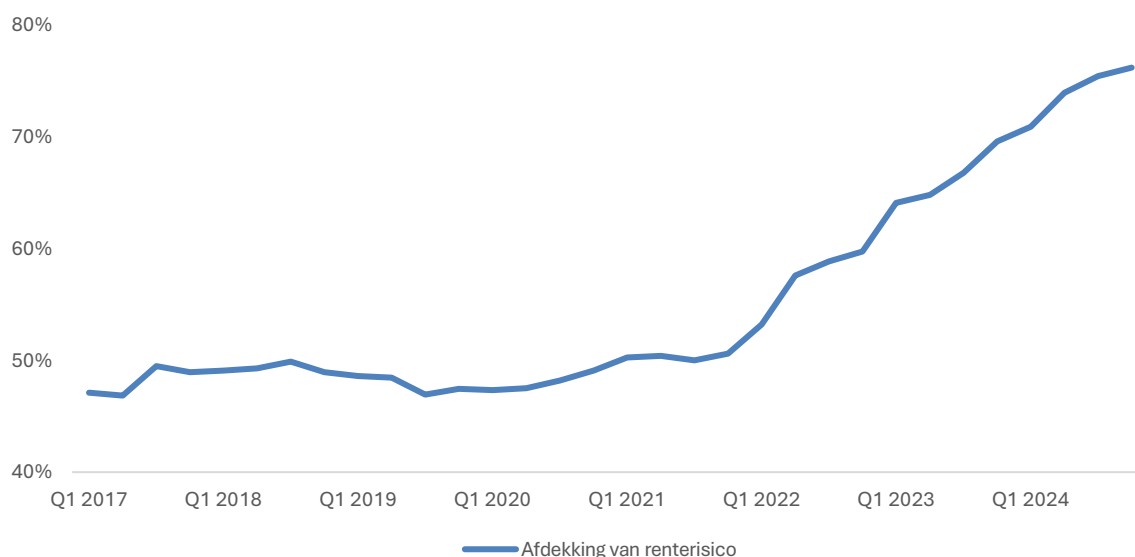
<sup>3</sup> S&P 500-rendement is voor de totale rendementindex. Waarderingspercentiel berekend ten opzichte van maandelijkse gegevens van 1900 tot 2025 met behulp van de tptal-rendementsversie van de CAPE. Bron: Robert Shiller / Yale University tot en met februari 2025. Gegevens van maart 2025 berekend door True Partner.

## Plannen maken in tijden van onzekerheid

de 105%. Onder dit niveau zijn compromissen benodigd die vaak gepaard met moeilijke afwegingen, zoals het verlagen van pensioenuitkeringen. Als de dekkingsgraden ver genoeg dalen, zouden fondsen de transitie mogelijk moeten uitstellen. Een aanzienlijke vertraging zou kostbaar zijn, niet alleen omdat veel deelnemers baat hebben bij het beleggingsbeleid na de transitie maar ook omdat dit extra transitie gerelateerde kosten met zich meebrengt.

Twee factoren bepalen het risico van de dekkingsratio: veranderingen in de waarde van activa en veranderingen in de waarde van passiva. De dominante factor aan de activazijde is doorgaans het aandelenrisico, terwijl de dominante factor aan de passivazijde de (langetermijn)rente is. Ter voorbereiding op de transitie hebben veel fondsen zich gericht op de passivazijde en hun rente-dekking verhoogd, over het algemeen via lineaire derivaten zoals renteswaps. We hebben gezien dat het mediane fonds zijn rentedekkingsratio heeft verhoogd van 51% eind 2021 naar 76% eind 2024.<sup>4</sup>

### Pensioenfondsen hebben hun renteafdekkingen aanzienlijk verhoogd



Hoewel het een deel van deze toegenomen rentedekking kan worden verklaard als een reactie op de stijging van de rentetarieven in 2022 (die de dekkingsgraden aanzienlijk had verhoogd), hebben we ook gezien dat rentedekking met 10 procentpunten is gestegen sinds de WTP-wet op 1 juli 2023 van kracht werd, ondanks dat de dekkingsgraden sinds eind 2022 grotendeels stabiel zijn gebleven. Anekdotisch bewijs van individuele fondsen wijst in dezelfde richting: fondsen willen ook transitierisico's afdekken.

### Hebben fondsen genoeg gedaan?

Tot nu toe hebben we minder aandacht gezien voor potentiële risico's aan de activazijde van de balans. Wij zijn van mening dat dit nu een prioriteit zou moeten zijn en we zien inderdaad dat sommige fondsen in beweging komen.<sup>5</sup>

Aan de activazijde zijn de voornaamste exposures voor de meeste fondsen publieke aandelen, private equity, bedrijfsobligaties, onroerend goed, hypotheek en staatsobligaties. Wanneer we ook de verschillende gewichten en risicoprofielen van elke activaklasse in ogenschouw nemen, is aandelenrisico doorgaans de grootste risicofactor, gevolgd door kredietrisico en renterisico. Omdat renterisico ook veranderingen in passiva veroorzaakt, kan deze risicofactor worden gezien als een

<sup>4</sup> Sources: True Partner, DNB, gegevens van Q4 2024

<sup>5</sup> Zoals bijvoorbeeld opgemerkt door IPE, "Dutch pension funds hedge equity risk in run-up to DC transition", 25 maart 2025

## Plannen maken in tijden van onzekerheid

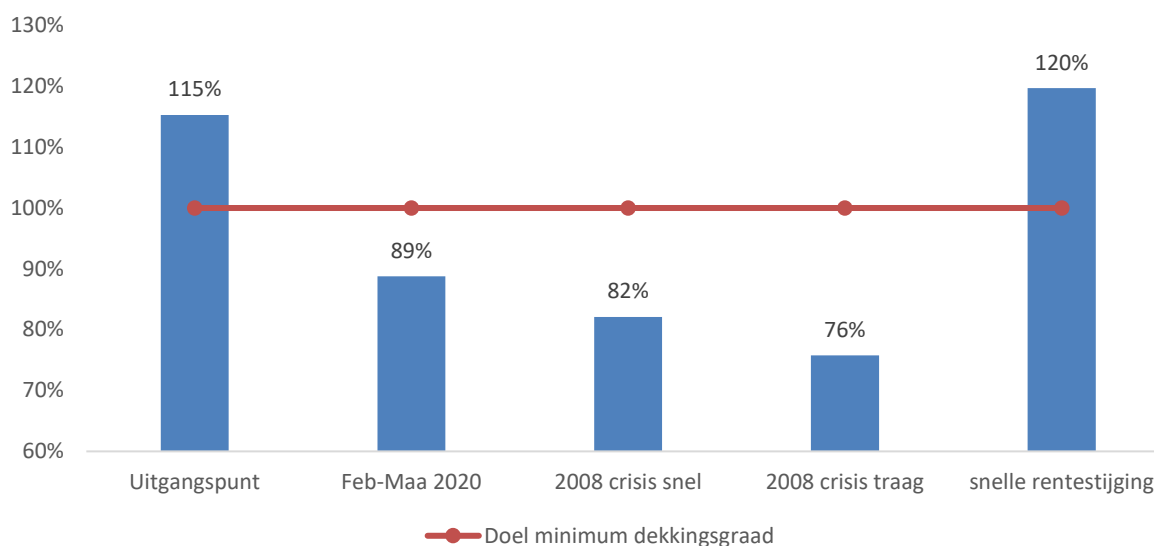
enigszins compenserende van risico's aan de passivazijde, hoewel er vaak aanzienlijke looptijdverschillen zijn.<sup>6</sup>

Aandelenrisico is niet alleen aanwezig in publieke en private equity, maar is ook positief gecorreleerd met het kredietrisico van bedrijfsobligaties, onroerend goed en hypotheek, met name voor hoger renderende varianten van deze activa. Onze analyse suggereert dat veel fondsen in een lastig parket zouden komen als er een marktschok zou optreden.

Hieronder tonen we de resultaten van een stressscenario-analyse met behulp van onze eigen risicomodellen. We nemen een fonds met een begindekkingsgraad van 115,3% - het gemiddelde voor bedrijfstakpensioenfondsen eind januari 2025 - en wat we een gemiddeld risicovolle vermogensallocatie noemen (50% aandelen, 25% staatsobligaties, 20% bedrijfsobligaties en 5% hypotheek) en 75% van het renterisico afgedekt (de mediaanwaarde voor alle fondsen boven de EUR 1 miljard eind 2024). Vervolgens passen we een reeks historische stressscenario's toe.<sup>7</sup>

We laten drie gebeurtenissen zien die elk snel plaatsvonden: de Covid-gerelateerde dalingen in 2020, het hoogtepunt van de wereldwijde financiële crisis van 2008 en de snelle rentebeweging medio 2022. Deze gebeurtenissen duurden elk tussen de één en drieënhalve maand (de rentestijging in 2022 was het langzaamste en meest gunstige scenario voor dekkingsgraden). We geven ook het resultaat voor een langzamere beweging, de volledige crisis van 2008 (die 20 maanden duurde). We tonen de begindekkingsgraad (115,3%) en de nieuwe dekkingsgraad na het toepassen van elke schok. De rode lijn ligt bij een dekkingsgraad van 105% - het niveau dat veel fondsen nastreven als minimale dekkingsgraad in de transitie. Een crisis die vergelijkbaar is met die in Q1 2020 of 2008 zou ertoe kunnen leiden dat fondsen zelfs onder een dekkingsgraad van 90% dalen en daardoor niet alleen de transitie moeten uitstellen, maar ook de pensioenen moeten verlagen.

### Dekkingsratio's kunnen aanzienlijk dalen bij een marktschok



In hoeverre beschermt de asset allocatie een fonds? In de volgende grafiek bekijken we de resultaten met behulp van verschillende start allocaties. Om de impact van alfa- en bèta-aanname rond illiquide en complexere activa te beperken, gaan we uit van relatief eenvoudige asset allocaties en gebruiken we

<sup>6</sup> Dit kan ook leiden tot aanzienlijke blootstelling aan veranderingen in de vorm van de yieldcurve, maar dat valt buiten het bereik van dit artikel  
<sup>7</sup> We gaan ervan uit dat de contante waarde van de verplichtingen in het beginpunt gelijk verdeeld is over 10 verschillende leeftijdscohorten, met een gemiddelde deelnemersleeftijd van 45. Omdat we uitgaan van een hoge mate van renteafdekking, compenseert dit een aanzienlijk deel van de impact van veranderingen in verplichtingen. Handig genoeg vermindert dat voor de doeleinden van deze analyse ook de impact van de aanname rond de verdeling van verplichtingen over leeftijdscohorten

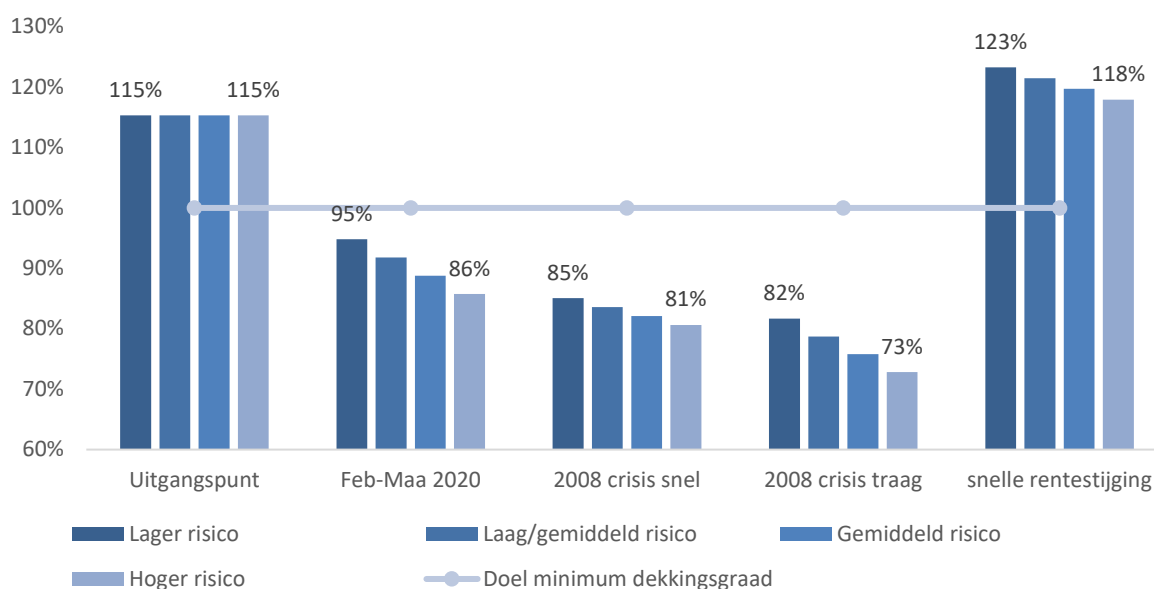
## Plannen maken in tijden van onzekerheid

rendementen op de publieke markt. Veel fondsen houden ook private equity, private credit en private mortgage of real estate allocaties aan. Deze kunnen een hoger of lager risico hebben dan hun equivalenten op de publieke markt, en zoals bekend hebben sommige vertraagde prijseffecten (wat betekent dat het nog een kwartaal kan duren voordat de impact van verliezen volledig zichtbaar zijn).<sup>8</sup> Empirisch onderzoek naar deze markten suggereert echter dat proxy's op de publieke markt een nuttige leidraad zijn voor risico.<sup>9</sup> De resultaten suggereren dat veel fondsen aanzienlijk onder het niveau van 105% zouden duiken bij een schok.

### Beginportefeuilles

	Lager risico	Laag/gemiddeld risico	Gemiddeld risico	Hoger risico
Aandelen	30%	40%	50%	60%
Staatsobligaties	35%	30%	25%	20%
Bedrijfsobligaties	30%	25%	20%	15%
Hypotheke	5%	5%	5%	5%
Totaal	100%	100%	100%	100%
% van renterisico afgedekt	75%	75%	75%	75%

### Fondsen met een breed scala aan asset allocaties kunnen een aanzienlijke daling van de dekkingsgraad zien



<sup>8</sup> Zie bijvoorbeeld "Lag effect in Private Equity, or "Where are my returns?", Meketa, juli 2023, or "Private Investment Valuations Lag the Market. Two Sigma's Venn Wants to Change That", Institutional Investor, januari 2023

<sup>9</sup> Hamilton Lane's analyse van private equity concludeerde bijvoorbeeld dat: "zelfs een bescheiden gediversifieerde portefeuille van private equity-fondsen een volatiliteit heeft die vergelijkbaar is met die van beursgenoteerde aandelen. Buyoutfondsen hebben waarschijnlijk een bèta van iets boven de één (versus ~0,4 op een waargenomen basis)." Private credit heeft doorgaans een kredietbeoordeling lager dan investment grade, dus kredietverliezen kunnen groter zijn dan hier wordt aangenomen. Onroerend goed is het meest idiosyncratisch, aangezien veel fondsen een aanzienlijke blootstelling hebben aan Nederlandse hypotheke en er sprake is van spreiding in de beschikbare openbare proxy's.

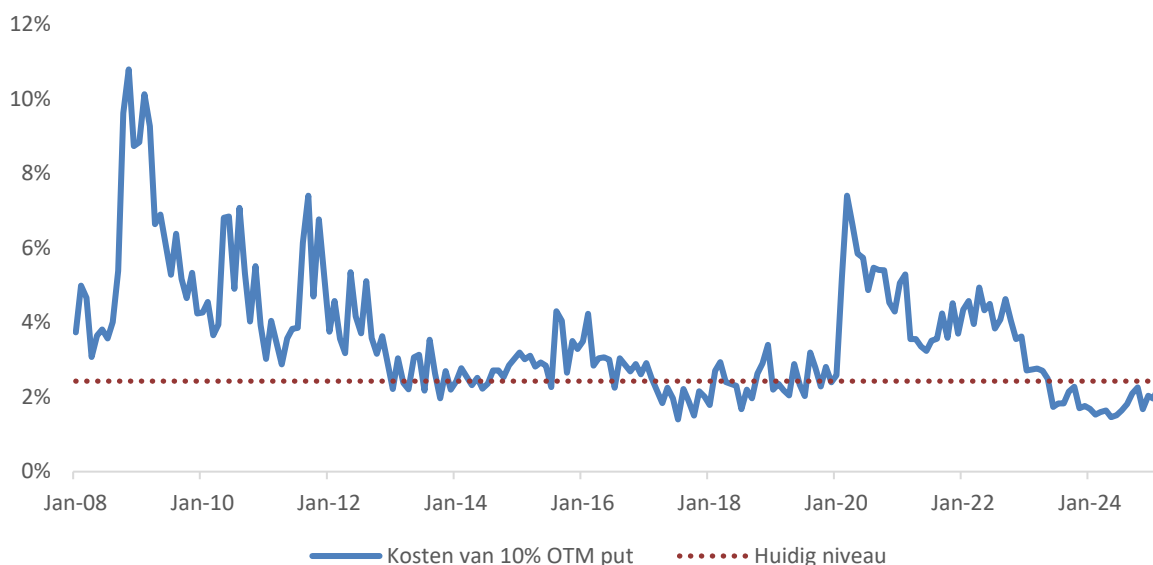
## Plannen maken in tijden van onzekerheid

### Welke hedge-opties zijn er beschikbaar?

De eenvoudigste vorm van risicomanagement is om risico's te verminderen door de allocatie aan cash te verhogen. We hebben gezien dat sommige fondsen deze weg hebben gekozen. Het verminderen van risico's brengt echter ook aanzienlijke kosten met zich mee. Fondsen investeren in activa met een hoger risico om hogere rendementen te genereren, en het verminderen van risico's leidt ertoe dat die overtollige rendementen worden opgegeven. Als een fonds bijvoorbeeld verwacht dat aandelen een langetermijnrendement van cash + 4% per jaar opleveren, geeft het fonds een verwacht overtollig rendement van 4% op voor elke euro die het afstoot. Transactiekosten zullen ook afbreuk doen aan het rendement. Het materieel verminderen van het aandelenrisico staat ook haaks op de post-transitieplannen van veel fondsen, aangezien de aandelenallocaties dan naar verwachting juist zullen toenemen. Het alternatief is om niet-lineaire hedges te overwegen.

De eenvoudigste hedge is om putopties op aandelenindices te kopen; dit beperkt het neerwaartse risico. Fondsen kunnen het niveau van neerwaartse verliezen kiezen waarop ze verliezen willen beperken en posities rond dit niveau nastreven. De kosten van hedgen variëren in de loop van de tijd, maar liggen momenteel nog steeds in de buurt van de laagste niveaus ooit. In de onderstaande grafiek laten we de kosten zien van een 9-maands (d.w.z. tot ruwweg eind 2025) 10% out-of-the-money put op de S&P 500, als percentage van het nominale bedrag dat is afgedekt.<sup>10</sup>

**De kosten voor hedging zijn zelden lager geweest**



Om dit goedkoper te maken, of om de kosten mogelijk volledig te compenseren, kunnen fondsen ook callopties verkopen, waarmee ze een premie verdienen en in ruil daarvoor tijdelijk het potentiële opwaartse rendement van hun aandelenbezit beperken. Dit staat bekend als een 'collar'-strategie. Een fonds kan bijvoorbeeld putopties kopen die 10% onder de huidige marktprijs liggen en callopties verkopen die 10% boven de huidige marktprijs liggen. Met behulp van de huidige marktprijzen zou een dergelijke structuur in de S&P 500 met een vervaldatum van 31 december 2025 ongeveer 0,5% van de nominale blootstelling kosten.<sup>11</sup> Eén overweging is dat bij het verkopen van callopties, fondsen mogelijk onderpand dienen te plaatsen als de markt boven de call strike stijgt. Er zijn verschillende manieren om dit risico proactief te beheren en te beperken.

<sup>10</sup> Bronnen: True Partner, Goldman Sachs, gegevens van januari 2008 tot maart 2025

<sup>11</sup> Gebaseerd op indicatieve prijzen per 31 maart 2025 en alleen ter illustratie. Bron: Bloomberg.

## Plannen maken in tijden van onzekerheid

Fondsen kunnen ook geavanceerdere hedge strategieën overwegen, zoals het combineren van putopties met lange volatiliteitsposities of dynamische hedge strategieën. Deze bieden over het algemeen een goedkopere risicobeperking en hogere convexiteit bij grote schokken (bijvoorbeeld een scenario van 2020 of 2008), maar hebben een minder hoge zekerheid van rendement. Een combinatie van benaderingen kan helpen om convexiteit toe te voegen en tegelijkertijd de kosten te verlagen, maar fondsen kunnen ook de voorkeur geven aan de eenvoud en zekerheid van het uitsluitend gebruiken van directe putopties. Het is belangrijk om op te merken dat hoewel het hedgen van aandelenrisico de afgelopen tien jaar geen belangrijk onderdeel is geweest van de meeste Nederlandse pensioenfondsen, al deze strategieën al geruime tijd worden ingezet door grote pensioenfondsen elders in de wereld.

Een veelgehoord argument tegen hedgen zijn de kosten: als een pensioenfonds een lange termijn horizon heeft, waarom zou je dan kosten maken om te hedgen? Het is mogelijk om zero-cost hedges te creëren. Maar voor velen zal de juiste oplossing kosten met zich meebrengen. De transitie van pensioenfondsen brengt veel voordelen met zich mee, maar om die voordelen überhaupt te bereiken is de transitie zelf noodzakelijk. Omdat dat op een specifieke datum moet gebeuren, brengt dat kortetermijnrisico's met zich mee die overwogen en beheerd moeten worden. Hedges moeten worden gezien in de context van de portefeuille. In een portefeuille heeft elk onderdeel een complementaire rol, net als elke speler in een sportteam. Zoals de Nederlandse voetballende Johan Cruyff zei: "Wat heb je nou liever? Eén goed 11-tal of 11 goede 1-tallen?" Hedging moet worden gezien als het mogelijk maken van risico nemen in andere delen van de portefeuille, wat het algehele rendement verbetert.

### Hoe kunnen fondsen hedges aanpakken?

Pensioenfondsen vinden het wellicht nuttig om na te denken over de volgende vragen:

<p><b>Stresstesten</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wat zou er met de portefeuille gebeuren in verschillende marktscenario's?</li> <li>• Welke impact heeft dit op de dekkingsgraad en activa?</li> <li>• Welke impact heeft dit op verschillende leeftijdscohorten?</li> </ul>
<p><b>Hoeveel kost bescherming?</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Welke hedgingoplossingen zouden de risico's verminderen?</li> <li>• Wat zijn de potentiële kosten en voordelen?</li> <li>• Zijn er aantrekkelijke afwegingen die kunnen helpen de kosten van bescherming te verlagen?</li> </ul>
<p><b>Hoe moeten hedges beheerd worden?</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Als markten substantieel dalen en de hedges in waarde stijgen, zou het fonds dan overwegen om zijn bescherming aan te passen?</li> <li>• Zijn er andere scenario's waarin het voordelig zou kunnen zijn om hedges aan te passen?</li> </ul>

Een ervaren partner kan helpen aantrekkelijke hedges te identificeren met de beste risico/rendementsverhouding voor het fonds, en deze gedurende hun levensduur te implementeren en beheren. Ze moeten vanaf het begin de risicobereidheid van een fonds begrijpen en welke scenario's een fonds wil vermijden. Het is ook belangrijk om potentiële basisrisico's tussen de portefeuille en potentiële hedges te beoordelen. Aandelenrisico kan bijvoorbeeld worden gespreid over publieke en private markten, en aandelenportefeuilles kunnen afwijken van gemeenschappelijke benchmarks. De impact van andere activaklassen kan ook worden overwogen. Risico van bedrijfsobligaties kan bijvoorbeeld afzonderlijk worden afgedekt, of de verwachte rendementen kunnen in aanmerking worden genomen bij het vaststellen van het juiste niveau van aandelenafdekking.

Een andere factor om te overwegen is het hebben van een actieplan voor het geval er een marktschok plaatsvindt vóór de transitie. Momenteel liggen de hedge kosten rond het gemiddelde langetermijn niveau. Bij een schok zullen hedges waarschijnlijk hoge rendementen voor de fondsen opleveren. Dat is goed nieuws! Echter, op dat moment zullen de potentiële kosten van het aanhouden van dezelfde hedges hoger zijn - opties kunnen bijvoorbeeld substantieel in-the-money worden. Op welk punt moet u hedges verzilveren of posities aanpassen? Samenwerken met een ervaren partner kan helpen bij het plannen en benutten van kansen.

Hedgen lijkt misschien een complex onderwerp, maar wij zien van mening dat het een belangrijk onderwerp is voor pensioenfondsen om te overwegen. Terwijl de angst in de markt toeneemt, is de prijs van hedges nog steeds aantrekkelijk – het is een goed moment om te bepalen of ze geschikt zijn voor uw portefeuille. Om Johan Cruyff nogmaals te citeren: "Je moet schieten, anders kun je niet scoren."

True Partner Capital, opgericht in 2010 door een team van Nederlandse optiespecialisten, heeft ervaring in het creëren van hedge oplossingen voor pensioenfondsen en eigen modellen waarmee we de impact van historische of hypothetische schokken voor specifieke fondsen kunnen modelleren tot op leeftijdscohortniveau. True Partner beheert relative value- en directionele optiestrategieën voor beleggers wereldwijd en biedt zowel fondsen als op maat gemaakte portefeuilles. We hebben kantoren in Europa, de VS en Azië, ondermeer in Amsterdam.

Voor meer informatie kunt u contact opnemen met:

[investorrelations@truepartnercapital.com](mailto:investorrelations@truepartnercapital.com)



### Vrijwaring / Disclaimer

---

Dit document is voor uw gemak vertaald naar het Nederlands vanuit het originele Engels. De disclaimer is in het Engels. Mocht u vragen hebben over de inhoud, neem dan contact op met uw True Partner-vertegenwoordiger.

Data as of March 2025 unless indicated otherwise. Sources are noted in footnotes; additional data sourced from True Partner, Bloomberg, Goldman Sachs, Bank of America. Chart data is from Bloomberg / True Partner unless noted above. Data sourced from third parties is believed to be accurate, but no representations are made as to its accuracy. This document has been prepared and issued by True Partner Advisor Limited (“True Partner”). True Partner Advisor Limited is a CFTC registered Commodity Pool Operator and Commodity Trading Advisor. Its affiliates include True Partner Capital USA Holding, Inc., a SEC registered Investment Adviser and True Partner Advisor Hong Kong Limited, a Hong Kong SFC licensed Type 9 Asset Manager. This piece is being provided by True Partner Advisor Limited, not its affiliates. This presentation is confidential, is intended only for the person to whom it has been provided and under no circumstance may a copy be shown, copied, transmitted, or otherwise given to any person other than the authorized recipient without the prior written consent of True Partner. Nothing herein constitutes an offer to sell, or solicitation of an offer to purchase, any securities, nor does it constitute an endorsement with respect to any investment strategy or vehicle. Past performance does not guarantee or indicate future results. There is no guarantee that the objectives of any investment strategy will be achieved.

This material is not in any way intended to solicit investment. It is important that you do not use this material to request, authorize or effect the purchase or sale of any security, to send fund transfer instructions, to effect any other transactions or to send time sensitive instructions. Nothing in this material constitutes investment, legal, accounting or tax advice, or a representation that any investment or strategy is suitable or appropriate for your individual circumstances. Any discussions of past performance should not be taken as an indication of future results, and no representation, expressed or implied, is made regarding future results. You should consider the specific return and risk profile of any investment or strategy before effecting, or agreeing to effect, any transaction. True Partner Advisor Ltd., True Partner Advisor Hong Kong Ltd. and True Partner Capital USA Holding Inc, shall not be liable for any misuse of this material by third parties.