



Beleggingsrisico's pensioentransitie worden onderschat

Pensioenfondsen zijn momenteel vooral bezig met de operationele kant van het nieuwe pensioenstelsel. Maar er zijn meer uitdagingen, bijvoorbeeld hoe om te gaan met de risico's van eventuele marktschokken vlak voor de transitie. Financial Investigator sprak met Robert Kavanagh, Head of Investment Solutions bij True Partner Capital, en Martin Korst, Senior Manager Banking & Markets bij Northern Trust, over de vraag hoe pensioenfondsen zich het beste tegen deze risico's kunnen beschermen.

Door Harry Geels Fotografie Kees Rijken

Er is vanwege de aanstaande transitie van het pensioenstelsel veel om bij stil te staan. Welke prioriteiten moeten pensioenfondsen stellen?

Martin Korst: 'De transitie brengt inderdaad veel uitdagingen. Het is in eerste instantie belangrijk je daarvan bewust te zijn. Wat wij merken, is dat pensioenfondsen nog met name bezig zijn met de operationele kant, en dan vooral met de aanpassingen op het gebied van de administratie en de governance. Er is nog weinig aandacht voor de veranderingen in de beleggingsportefeuille, terwijl die volgens ons juist prioriteit zouden moeten hebben. We zien verschillende soorten beleggingsrisico's opduiken, waarvan er een aantal non-lineair zijn. Het is nu de tijd om daarover na te gaan denken. Op zijn minst staat de reputatie van het pensioenfonds op het spel als er straks geen weloverwogen beslissingen zijn genomen. Gezien onze ervaring op dit gebied werpen wij ons hier graag op als 'thought leader.'

Is er daarom een strategische samenwerking tussen Northern Trust en True Partner Capital tot stand gekomen?

Korst: 'Inderdaad, True Partner Capital is opgericht door een aantal voormalige Nederlandse optiehandelaren van Saen Options en IMC. Zij hebben een mooie calculatiemachine gebouwd, als ik het zo mag noemen, waarin allerlei beleggingsscenario's, inclusief alle risicostatistieken, kunnen worden doorgerekend. De reden waarom wij bij hen uit-

kwamen, was niet alleen vanwege hun kennis van derivaten en hun liquide 'absolute-return strategies', maar ook vanwege hun state-of-the-art scenarioanalyses. Maar wellicht nog wel het belangrijkste is hun ervaring met het uitdenken, implementeren en vervolgens monitoren van diverse risicoafdekkingen, met name ook van de staartrisico's: tail hedges. Deze expertise zien we niet snel terug bij partijen zoals Northern Trust, die vooral expertise hebben in het beheren van fondsen en mandaten en in transitie- en overlaymanagement.'

Robert Kavanagh: 'We werken inmiddels anderhalf jaar samen en hebben gezamenlijke research-rapporten geschreven. We hebben complementaire expertises in het ondersteunen van pensioenfondsen om een soepele transitie naar het nieuwe stelsel te bewerkstelligen. Onze ervaring met Amerikaanse pensioenfondsen is daarbij behulpzaam. In het verleden hebben Amerikaanse pensioenfondsen vaker dan de Nederlandse tail hedges toegepast, deels vanwege de verschillen in dekkingsgraad en asset allocatie, en deels omdat zij hierin strategische waarde zien op de lange termijn. Nederlandse pensioenfondsen hadden doorgaans het beleid om marktschokken uit te zitten. Echter, de aanstaande pensioentransitie behelst een specifiek waarderingsmoment voor Nederlandse pensioenfondsen, alsmede veranderingen in de beleggingsportefeuilles. Dat betekent dat marktschokken grotere langetermijnconsequenties kunnen hebben. Daar- >



CV

Robert Kavanagh

Robert Kavanagh, CFA, is Head of Investment Solutions bij True Partner Capital en werkt samen met de klanten en de portefeuillebeheer- en onderzoeksteams van het bedrijf. Voordat hij in 2019 bij True Partner Capital kwam, werkte hij 15 jaar bij Goldman Sachs Asset Management als Executive Director in het team Alternative Investments & Manager Selection.

om zijn de tools om tail risks te beoordelen en te managen belangrijker dan ooit voor Nederlandse pensioenfondsen.'

Wat is het grootste beleggingsrisico waarmee pensioenfondsen bij de pensioent transitie worden geconfronteerd?

Kavanagh: 'Een belangrijk risico is dat van grote schommelingen in de financiële markten. Dit risico is extra relevant vóór de transitie. Indien vlak voor de transitie een schok plaatsvindt, kan dat immers ingrijpende gevolgen hebben. In het geval van verliezen in de portefeuille zouden deelnemers in het nieuwe systeem veel minder kapitaal ontvangen en voor velen zouden deze verliezen worden ingelockt aangezien hun portefeuilles worden aangepast in de transitie.'

Zo zouden jongere deelnemers, met een langere beleggingshorizon, waarschijnlijk meer naar een return-seeking portefeuille migreren, terwijl deelnemers die bijna met pensioen gaan waarschijnlijk een defensievere portefeuille krijgen. Ook de omvang van langetermijnrentehedges zou afnemen. Als verliezen worden ingelockt, kan dit langetermijngevolgen hebben voor de deelnemers.

Tevens kunnen fondsen dan wellicht geen solidariteitsreserve opbouwen of benadeelde cohorten compenseren. Sommige fondsen – talloze in het geval van een ernstige marktschok – zouden bij een te lage dekkingsgraad überhaupt de transitie niet kunnen maken. Voor veel fondsen zal het vertragen van de transitie negatieve gevolgen hebben voor de deelnemers en leiden tot hogere operationele kosten. Daardoor zien we verscheidene Nederlandse pensioenfondsen tail hedges overwegen in de aanloop naar de transitie om deelnemers te beschermen tegen potentieel zeer negatieve uitkomsten.

Het proces om tot zo'n hedge te komen is overigens uitgebreid. We willen de klant eerst goed begrijpen door te beginnen met scenarioanalyses en gesprekken over de precieze behoeften aan risicomitigerende strategieën. We willen vaststellen dat hedges de juiste oplossing zijn en waarde toevoegen voor de klant. Het heeft overigens geen zin om alle risico's weg te hedgen, maar het is prudent om

de risico's die men bereid is te nemen te onderkennen en de risico's die men niet bereid is te nemen te hedgen. In het geval van een

marktschok denken wij dat pensioenfondsen willen kunnen terugkijken in de wetenschap dat zij op dat gebied proactieve stappen hebben genomen.'

Wat voor risico's zien jullie nog meer? Krijgen de diverse leeftijdscohorten bijvoorbeeld te maken met verschillende soorten risico's?

Korst: 'Een van de nieuwe aspecten voor een pensioenfonds is het fenomeen van leeftijdscohorten. In het huidige systeem creëert de nadruk op pensioenverplichtingen een hoge rentegevoeligheid, met name voor jongere deelnemers. Dit heeft als gevolg dat fondsen veelal obligaties houden om die gevoeligheid af te dekken, ondanks de lange tijdsch horizon van jongere deelnemers, terwijl deelnemers die dicht bij hun pensioen zijn wellicht meer beleggingsrisico lopen dan zij zouden wensen, aangezien alle deelnemers dezelfde portefeuille delen.'

In het nieuwe systeem worden de beleggingen van de deelnemers gemanaged in een lifecycle-systeem waarin de beleggingsrisico's worden afgestemd op hun risicoprofiel, bijvoorbeeld de mate waarin een deelnemer met een langetermijnhorizon kan beleggen. Dit betekent dat relatief jongere deelnemers een grotere allocatie hebben naar beleggingen met een hoger risico, zoals aandelen, die kleiner wordt naarmate hun pensionering dichterbij komt, waarmee de portefeuille geleidelijk defensiever wordt.

In het nieuwe systeem valt de dekkingsgraad als sturingsmechanisme van de portefeuille weg. Afhankelijk van de precieze samenstelling van de leeftijdscohorten kan de huidige beleggingsportefeuille van een pensioenfonds afwijken van het totaal van alle beoogde individuele portefeuilles. Dat brengt een transitierisico met zich mee. Pensioenfondsen moeten nadenken over de momenten waarop ze de transitie willen doen. Om marktimpact te vermijden, moet nagedacht worden over de stappen per pensioenfonds, maar wellicht ook van alle Nederlandse fondsen tezamen. Bij voorkeur doen ze de transitie niet met zijn allen tegelijk op het laatste moment. Ook zal het zeker een uitdaging zijn om het geheel aan transities van de

CV

Martin Korst

Martin Korst is Senior Vice President Banking & Markets Client Solutions bij Northern Trust en leidt er de Banking & Capital Markets-initiatieven in continentaal Europa. Daarvoor was hij acht jaar Client Executive. Tijdens zijn 23-jarige carrière vervulde hij diverse senior functies in sales & relatiemanagement, onder meer bij The KyteGroup in Londen en InterOptions Brokerage.

Wat kunnen CIO's en bestuursleden van pensioenfondsen doen om de risico's in te schatten en te beperken?

Korst: 'Er wordt zoals gezegd vooral gesproken over de operationele kant van de transitie. Daarvoor worden ook plannen bij DNB ingediend. Onze suggestie is om ook naar de beleggingsrisico's te kijken en naar hoe het fonds zich daartegen kan beschermen. Het is verstandig advies in te winnen over mogelijke scenario's bij verschillende partijen. Er bestaat immers niet één waarheid. Wat betreft het beschermen van risico's begrijpen besturen de strategieën op dit moment vooral in grote lijnen. Er moet tijd worden genomen om de details goed te doorgronden. Het gaat overigens niet alleen om scenario's en het vervolgens uitdenken van de daarbij behorende beschermingsstrategieën. Het gaat ook om het opzetten van een kader over wat je moet doen op het moment dat die bescherming door marktomstandigheden verandert. Wanneer en hoe bouw je die bescherming dan weer af? Daar moet van tevoren over worden nagedacht.'

Kavanagh: 'Educatie is belangrijk, maar wij denken ook dat de expertise van pensioenfondsen soms weleens wordt onderschat. Pensioenfondsen nemen al tientallen jaren ingewikkelde beslissingen over asset allocatie, rente- en valutahedges, duurzaamheid en omtrent verscheidene individuele beleggingen.

Sommige optiestructuren zijn eigenlijk heel simpel, terwijl andere complex zijn. Putopties kunnen bijvoorbeeld de portefeuille beschermen als de markt onder een bepaald niveau komt. Zoals met vele beleggingen kan gespecialiseerde hulp de resultaten verbeteren. Met een relatief korte periode tot de transitie kunnen veel optiestructuren ook worden opgezet met behulp van beursgenoteerde instrumenten. En op dit moment zijn, door de lage volatiliteit in de markt, vooral aandelenopties erg goedkoop, namelijk niet ver van hun historische lows. Zo liggen voor Europese aandelen de kosten van een bescherming van de portefeuille momenteel ruim beneden het dividendrendement. We willen dan ook CIO's en fondsbestuurders aanmoedigen samen te werken met specialisten, zoals onze beide organisaties, om scenario-analyses te doen en mogelijke hedges te onderzoeken.' ■



portefeuilles eerlijk te laten plaatsvinden over alle leeftijdscohorten. Daar zitten nog wat politieke zorgen en naar onze mening is dit zelfs de grootste uitdaging van de aanstaande stelselwijziging.'

Kavanagh: 'Verschillende leeftijdscohorten hebben verschillende risico's. In de eerste plaats zijn de beleggingen in het nieuwe systeem waarschijnlijk beter afgestemd op de doelstellingen van de diverse leeftijdscohorten. Voor sommige betekent dit aanzienlijke aanpassingen in de portefeuille. Op de transitiedatum worden alle beleggingen en verplichtingen van het huidige systeem berekend, om die vervolgens te vertalen naar kapitaalwaarden voor de individuele deelnemers in het nieuwe systeem. De resultaten daarvan zijn gevoelig voor wat er tussen nu en de transitiedatum op de financiële markten gebeurt.

Ten tweede moet er bij eventuele afdekking van risico's ook gedacht worden aan de verschillende leeftijdscohorten. Verschillende marktomstandigheden hebben namelijk elk een andere impact op de diverse leeftijdscohorten, zowel door de impact op het fonds in het algemeen als via de waardering van de pensioenverplichtingen van iedere deelnemer, een berekening die gevoelig is voor de rentestructuur.

Hoe werkt bijvoorbeeld een renteafdekking uit voor de verschillende cohorten? Maatregelen die de dekkingsgraad beschermen, maar andere factoren niet meewegen, kunnen ongunstig uitpakken voor sommige leeftijdscohorten. Hedges die zowel de dekkingsgraad als de beleggingen beschermen, kunnen gunstiger uitvallen. De afdekkingen moeten een gezonde trade-off tussen de diverse belangen vertegenwoordigen.

Het derde grote risico is de fysieke beleggingstransitie zelf. Die moet, zoals gezegd, goed gepland worden om marktimpact te minimaliseren. De transitie van portefeuilles is de expertise van Northern Trust. Zij weten hoe de transitie het beste kan worden uitgevoerd en welke stappen wanneer het beste kunnen worden gezet. Vervolgens kunnen we samenwerken om te bereiken dat de hedges en het portefeuille-transitieplan naadloos op elkaar aansluiten.'