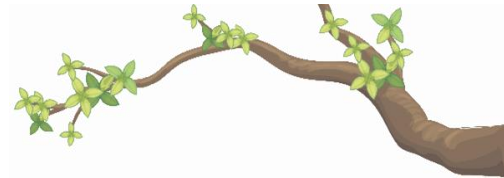


Nieuwsbrief – Transitie beleggingsportefeuille

Hoe maak je daarin een weloverwogen keuze:
een beslisboom



De komende jaren vindt voor de Nederlandse pensioenfondsen **de grootste transitie** plaats **in de pensioenhistorie**. Een van de onderdelen daarin is de transitie van de beleggingsportefeuille. Nu de meeste pensioenfondsen weten hoe ze in het nieuwe stelsel willen beleggen rijst de vraag: hoe komen we van de huidige beleggingsportefeuille naar de nieuwe beleggingsportefeuille? Wetende dat straks alle fondsen die draai moeten maken en dat het om zeer grote bedragen gaat, zeker nu veel fondsen de renteafdekking hebben verhoogd of gaan verhogen om de dekkingsgraad te stabiliseren.

Deze nieuwsbrief gaat in op dat vraagstuk waarbij de focus ligt op de transitie van de **renteafdekking** en de **matchingportefeuille**. Hierin wordt een beslisboom gepresenteerd met een aantal kernvragen die volgtijdelijk kunnen worden beantwoord. Door de beslisboom te doorlopen kan een pensioenfonds komen tot een weloverwogen en beheerste transitie van het vermogensbeheer dat het best past bij het pensioenfonds en wordt ervoor gezorgd dat het pensioenfonds niets “vergeet”. Waar wij een mening hebben zullen we het, zoals altijd, niet nalaten om dat in deze nieuwsbrief op te nemen, maar het belangrijkste doel is om de fondsen te helpen dit veelkoppige vraagstuk te beantwoorden. Het doel van de beslisboom is om door de bomen het bos te blijven zien.

We starten deze nieuwsbrief met een aantal **uitgangspunten**, welke nodig zijn om te kunnen “starten” met de beslisboom. Daarna presenteren wij de **beslisboom** en vervolgens gaan we in op elk van de **kernvragen** die daarin zijn opgenomen. Daarbij geven we **argumenten** bij elk van de keuzes en geven we voor elke (sub-)vraag aan **hoe** het fonds die vraag kan beantwoorden (en welke informatie daarvoor nodig is).

De nieuwsbrief bevat daarnaast een intermezzo waarin we ingaan op de **impact** van deze **enorme transitie** op de **swap curve en transactiekosten**. Daarbij hebben wij ons licht opgestoken bij de grotere LDI beheerders.

Voor twee van de drie koploperfondsen (die reeds over zijn gegaan naar het nieuwe stelsel) zijn wij vaste adviseur van de beleggingscommissie en waar van toepassing geven we in deze nieuwsbrief aan op welke wijze zij dit vraagstuk hebben aangevlogen.

Ons doel is om met deze nieuwsbrief wederom een bescheiden bijdrage te leveren aan een beheerste transitie naar het nieuwe stelsel. Mocht u vragen of opmerkingen hebben: neem gerust contact met ons op.

Uitgangspunten

Wij gaan er in deze nieuwsbrief vanuit dat een pensioenfonds inmiddels weet hoe het wil beleggen in het nieuwe stelsel. Daaronder verstaan we:

- De allocaties (wegingen) naar de beleggingscategorieën.
- De mate van valuta-afdekking.
- De mate van renteafdekking.

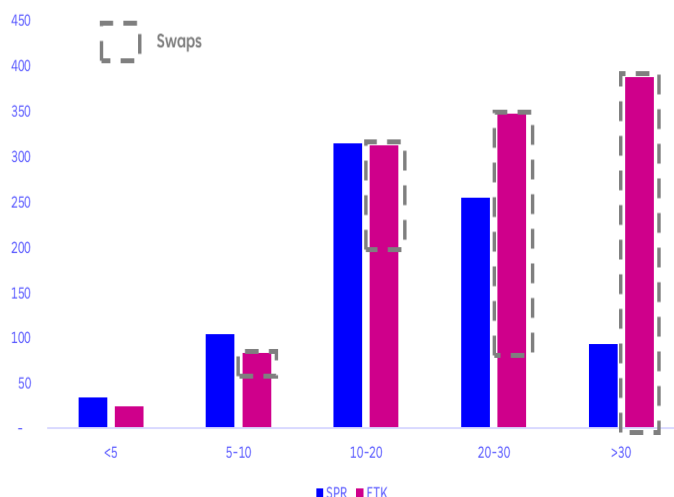
Indien dit voor een fonds nog *niet* bekend is dan komt deze nieuwsbrief wellicht te vroeg, omdat in dat geval de beslisboom niet volledig kan worden doorlopen. De keuzes zijn namelijk afhankelijk van de omvang van de benodigde transacties en die kunnen pas (naar verwachting) worden vastgesteld als het fonds weet hoe het wil beleggen in het nieuwe stelsel. Ook voor de fondsen die al wel het beleid hebben bedacht merken wij op dat de financiële situatie op het invaarmoment impact heeft op de benodigde transacties. In deze nieuwsbrief worden de keuzes doorlopen voor een voorbeeldfonds.

Daarbij gaan we in deze nieuwsbrief **vooral in op het vraagstuk over de renteafdekking** (zowel de mate van renteafdekking als de curve positie) omdat dit het moeilijkste vraagstuk is. Voor de meeste fondsen is de renteafdekking in het nieuwe stelsel (de Wtp-afdekking) aanzienlijk lager dan in het huidige stelsel (de ftk-afdekking), met name voor de lange looptijden. Dat verschil is alleen maar groter geworden omdat een flink aantal fondsen de ftk-renteafdekking de laatste tijd hebben verhoogd (of nog voornemens zijn dat te doen), om de dekkingsgraad te stabiliseren richting overgangsmoment (invaardatum)¹. Daarbij kan een grote gelijktijdige collectieve verkoopgolf van langlopend papier (i.c.m. swaps) mogelijk grote effecten hebben op de rentemarkt: de rente kan stijgen, de liquiditeit neemt af en de transactiekosten nemen toe.

Voordat fondsbesturen en beleggingscommissies onderbouwde beslissingen kunnen maken dient een portfolio analyse te worden uitgevoerd. Kernvraag: hoe ziet de huidige feitelijke portefeuille eruit en hoe dient deze er na transitie uit te zien? De grootste risico's van de transitie voor uw fonds worden op deze wijze duidelijk en dit beïnvloedt de keuzes in de beslisboom. De risico's kunnen sterk verschillen per fonds.

Voorafgaand aan het doorlopen van de beslisboom adviseren wij daarom om concreet het volgende inzichtelijk te maken²:

- **PV01 vóór en na transitie:** breng deze in kaart met een grafiek zoals weergegeven hiernaast voor een voorbeeldfonds. Waar zitten de grote veranderingen (*de delta's*)? Hoe verhoudt de curve positie zich nu tot de gewenste afdekking onder de Wtp? Is er op lange looptijden (nog steeds) afdekking gewenst, of niet? En wordt dit (in ftk en in de Wtp) ingevuld met staatspapier of met swaps? In de grafiek hiernaast wordt een overzicht gegeven van de (verwachte) PV01 in SPR en ftk en welk gedeelte daarvan in het ftk uit swaps bestaat.



¹ Veel fondsen zitten dichtbij hun gewenste invaardekkingsgraad en kunnen een grote renteklap (onafgedekt) niet zomaar opvangen.

² We laten in deze nieuwsbrief de valuta-afdekking buiten beschouwing.

- **Asset allocatie voor en na transitie:** breng de (actuele) allocaties naar matching en return, alsmede de (beoogde) allocaties binnen matching en binnen return in kaart (zie tabel hiernaast ter illustratie). Waar zitten de grote veranderingen (de delta's)? Maak daarbij onderscheid tussen liquide en illiquide categorieën. En maak ook onderscheid in de instrumenten binnen de LDI portefeuille (waaronder staatspapier en swaps).
- **Dekkingsgraadimpact:** maak inzichtelijk hoe de *delta's*, de benodigde transacties, wijzigen bij een hogere of lagere dekkingsgraad⁴.
- **Invaarmoment:** op welk moment wilt u met uw fonds invaren? En wilt u rekening houden met een ander invaarmoment?

Beleggingscategorie	Weging ftk (actueel)	Weging Wtp (strategisch)	Delta
LDI – cash+swaps	25%	20%	-/- 5%
LDI – staats	10%	5%	-/- 5%
Bedrijfsobligaties	10%	5%	-/- 5%
Hypotheke	5%	5%	-
Totaal Matching	50%	35%	
Aandelen ontwikkeld	20%	25%	+ 5%
Aandelen opkomend	5%	5%	-
Hoogrentende obligaties	5%	10%	+ 5%
Obligaties opkomend	5%	10%	+ 5%
Onroerend Goed	10%	10%	-
Infrastructuur	5%	5%	-
Totaal Return	50%	65%	
Rente-afdekking (%VPV)	70%	40%	-/- 30%

Met dit overzicht heeft het pensioenfonds helder welke transacties moeten worden doorgevoerd hetgeen al snel inzicht geeft in de grootte van de uitdaging en de risico's.

Voor het voorbeeldfonds geldt dat de allocatie naar de returnportefeuille toeneemt van 50% naar 65%, waarbij de huidige allocatie naar illiquide beleggingen in lijn is met de beoogde allocatie onder de Wtp. De renteafdekking neemt voor dit fonds af van 70% naar 40% waarbij met name de lange looptijden (>30 jaar) fors moeten worden afgebouwd.

We achten het voorbeeldfonds representatief, maar uiteraard zijn deze getallen voor elk fonds verschillend. In het volgende hoofdstuk laten we de beslisboom zien die kan worden doorlopen om uiteindelijk de vraag te beantwoorden: Hoe komen we van de huidige portefeuille naar de nieuwe portefeuille? Daarbij volgen we waar nodig de karakteristieken van dit voorbeeldfonds om het zo concreet mogelijk te maken.



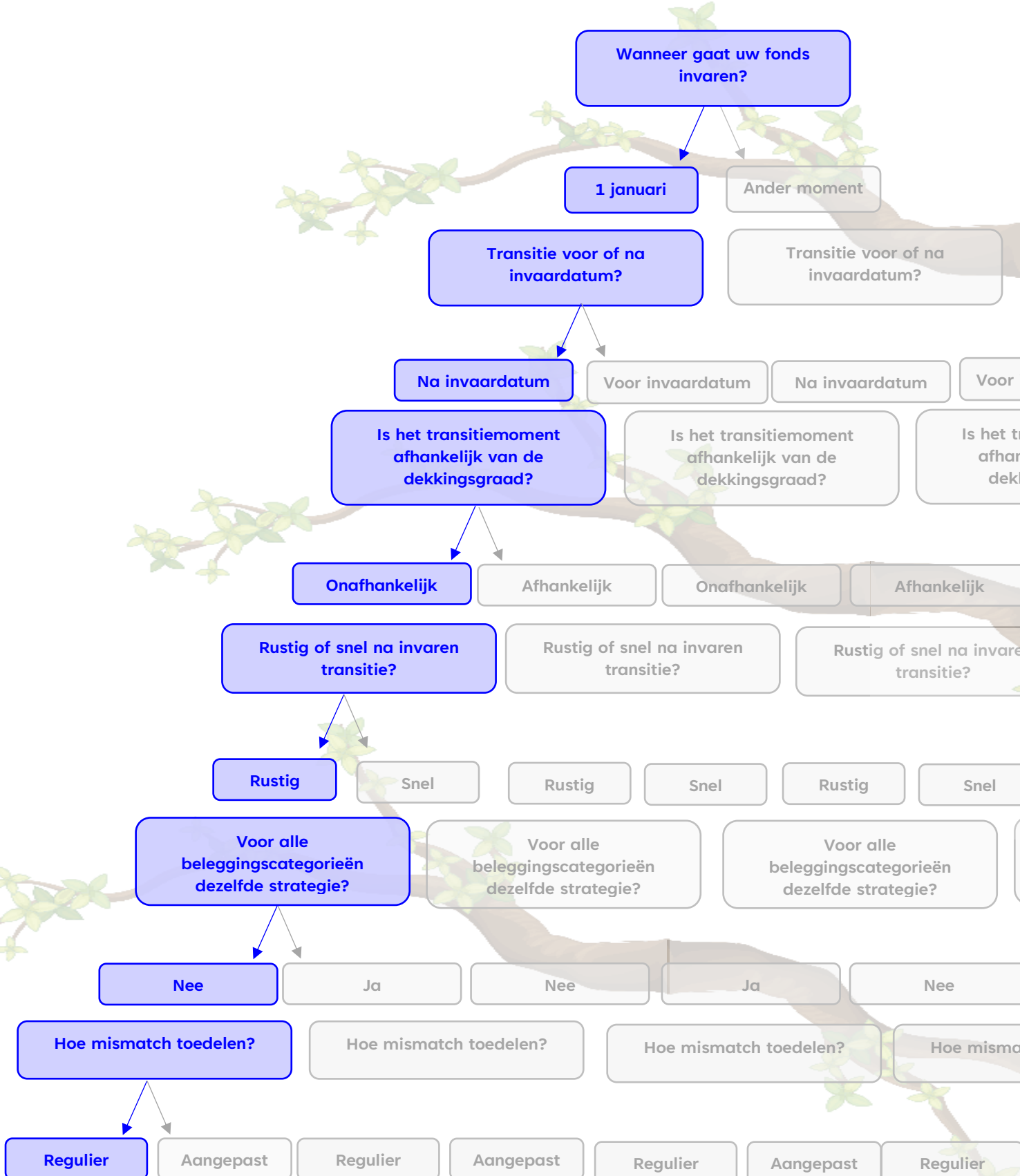
³ Deze tabel en de delta's zijn ter illustratie.

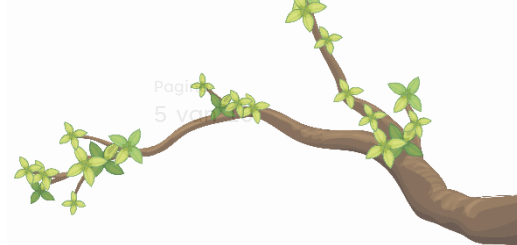
⁴ Bij een andere dekkingsgraad is er een andere inwaarverdeling waardoor de het overall beleggingsbeleid wellicht iets wijzigt. Hier zien we overigens beperkte verschillen omdat de meeste fondsen ervoor kiezen om de reserves mee te beleggen met het collectief. Belangrijker effect van een andere dekkingsgraad is dat in het nieuwe stelsel het renterisico op de verplichtingen wordt afgedekt en in het nieuwe stelsel de vermogens. Aangezien voor de meeste fondsen geldt dat de hedge per saldo moet worden afgebouwd wordt dit verschil groter (de delta's worden groter) bij een lagere dekkingsgraad.

De beslisboom

De beslisboom om te komen tot de beste keuzes wat betreft de transitie van de beleggingsportefeuille wordt aan de hand van zes vragen opgesteld. Hierbij zijn voor het voorbeeldfonds, op basis van de uitgangspunten, de weergegeven keuzes gemaakt. **De risico's, overwegingen en beste keuzes kunnen voor uw pensioenfonds verschillen waardoor u andere keuzes in de beslisboom zal maken.** In de volgende pagina's gaan wij per vraag in op de overwegingen en de benodigde analyse.

Onderstaand is een **voorbeeld** van de keuzes in de beslisboom weergegeven. Deze kunnen voor uw fonds afwijken.





Vraag 1: wat is de invaardatum?

Naar verwachting zullen er veel fondsen tegelijk op 1 januari 2026, 1 januari 2027 en 1 januari 2028 invaren. Ongeacht of fondsen vóór of na het invaarmoment gaan handelen kan er rondom deze data een groot volume aan handel worden verwacht op voornamelijk de lange swap markt. Vooralsnog verwachten we vooral vlak na deze momenten een groot volume aan handel. Indien uw fonds ook wenst om op één van deze momenten in te varen, heeft dit impact op de keuzes. Invaren op een ander moment kan voor een rustigere markt zorgen en u zult als bestuur moeten bepalen of dit bepaalde keuzes eventueel zou beïnvloeden. Beleggingstechnisch is er naar ons oordeel **geen slechter invaarmoment dan 1 januari**. Daarbij kan ook het verwachte handelsvolume van andere fondsen mee worden gewogen. Zie hiervoor ook het intermezzo op pagina 8. Een alternatieve datum heeft als nadeel dat er een gebroken boekjaar ontstaat hetgeen de nodige kosten/uitdagingen met zich meebrengt in de administratie (kan de uitvoerder dit aan) en de controlecyclus van een pensioenfonds. Een alternatieve datum kan invloed hebben op de keuzes later in de beslisboom.

In het vervolg van deze nieuwsbrief gaan we uit van een invaardatum op 1 januari.

Benodigde analyse voor besluitvorming: inzicht in de (financiële) gevolgen van een andere invaardatum dan 1 januari. Het bestuur kan dit vervolgens afwegen tegen de nadelen van een invaardatum van 1 januari (die in deze nieuwsbrief uitgebreid aan bod komen).

Vraag 2: transitie voor- of na invaren?

Het belang van dit vraagstuk is afhankelijk van *de delta*. Het representatieve voorbeeldfonds (zie pagina 2) moet de return allocatie verhogen en de renteafdekking, met name voor de lange looptijden, aanzienlijk verlagen. Omdat er niet precies op invaarmoment kan worden gehandeld en handelen vlak voor de jaarwisseling doorgaans niet gunstig is heeft het fonds in feite een keuze uit twee kwaden: een **mismatch in het ftk** of een **mismatch in de Wtp**.

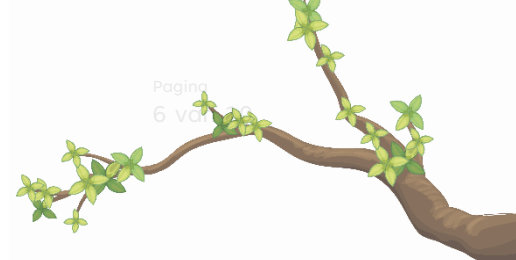
- Indien de portefeuille al wordt aangepast vóór 31 december dan ontstaat een mismatch in het ftk. Er wordt in dat geval meer dan gewenst **dekkingsgraadrisico** gelopen.
- Indien de portefeuille wordt aangepast ná 31 december dan ontstaat een mismatch in de Wtp. Er wordt in dat geval **te weinig beleggingsrisico** en **te veel renterisico**⁵ gelopen (vanwege de te hoge afdekking).

Indien er (zoals bij het voorbeeldfonds) op dit moment veel lange looptijden swaps in de portefeuille zitten maar in het Wtp beleid er geen beschermingsrendement is voor jonge deelnemers, dan kan de mismatch in de eerste maand(en) in het nieuwe stelsel fors oplopen als niet vóór het invaarmoment deze exposure wordt afgebouwd. Anderzijds kan het afbouwen van de renteafdekking vóór het invaarmoment voor grote risico's zorgen indien de rente na het handelen maar vlak voor het invaarmoment daalt. Indien de dekkingsgraad richting invaren juist extra wordt beschermd dan lijkt het aanpassen van de portefeuille (in het geval dat de Wtp renteafdekking lager is dan ftk) niet logisch.

In het vervolg van deze nieuwsbrief gaan we uit van een transitie na invaren.

Benodigde analyse voor besluitvorming: maak inzichtelijk wat de impact is van de mismatch onder het ftk (hoe beïnvloedt dat de kans dat de invaardoelen niet worden behaald, dat de minimaal benodigde invaardekkingsgraad niet wordt behaald). En maak inzichtelijk wat de impact is van de mismatch onder de Wtp (hoe beïnvloedt dat de rendementen in de eerste maand(en) in het nieuwe stelsel). De beste wijze om deze analyse uit te voeren is wat ons betreft met een scenario-analyse.

⁵ In de Wtp heeft het voorbeeldfonds een renteafdekking van 40%. Indien in de eerste maand de renteafdekking nog 70% is en de curve positie ongewijzigd, dan heeft het fonds feitelijk nog te veel renterisico afgedekt (voornamelijk op de langlopende producten) maar ook te weinig beleggingsrisico in de portefeuille.



Vraag 3: is transitiemoment afhankelijk van de dekkinggraad?

De keuze om te handelen vóór of na het transitiemoment kan afhankelijk zijn van de hoogte van de dekkinggraad. Stel dat de dekkinggraad begin december (een maand voor invaardatum) hoog is: zeg 130%. En stel dat de benodigde invaardekkinggraad (om alle transitiedoelstellingen te behalen) 110% bedraagt. Dan kan een pensioenfonds beredeneren dat de kans dat de benodigde invaardekkinggraad wordt behaald zeer groot is, waardoor het te overwegen is om alvast over te gaan naar het Wtp beleid en daarmee in de laatste maand of weken extra dekkinggraadrisico toe te voegen. Voor veel fondsen kan een rentedaling in combinatie met een lagere renteafdekking echter grote gevolgen hebben voor de inwaarverdeling. In dit geval kan handelen ná inwaarmoment beter passen en mogelijk ook worden gekozen om dit te doen, ongeacht het verloop van de dekkinggraad richting invaren.

Mocht het pensioenfonds de transitie afhankelijk willen maken van de dekkinggraad dan adviseren wij om *op voorhand* een bandbreedte vast te leggen om uitgebreide discussies op het laatste moment te voorkomen.

Indien uw fonds de keuze afhankelijk van de dekkinggraad wenst te maken, ga dan voor elke dekkinggraad door de beslisboom vanaf vraag 1.

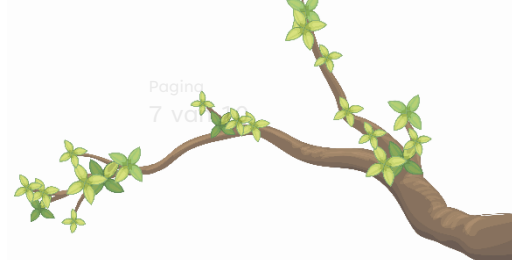
Benodigde analyse voor besluitvorming: de omvang van de delta's en de kans dat de dekkinggraad onder de benodigde invaardekkinggraad terechtkomt in het geval de transitie al voor de invaardatum start (beiden opgenomen bij de uitgangspunten) geven een goede basis voor de discussie.

Vraag 4: kort op de invaardatum (snel) of de tijd nemen (rustig)?

De keuze of er rustig of snel dient te worden gehandeld is wederom mede afhankelijk van de grote van *de delta*: de omvang van de transacties. Als de transitie van de portefeuille rustig wordt doorgevoerd dan loopt de mismatch binnen de Wtp op. Als er een mismatch optreedt, de renteafdekking nog te hoog is (in verhouding tot het gewenste niveau binnen de Wtp) én de rente stijgt dan loopt het fonds fors rendement mis doordat er een negatief rendement op matching wordt gemaakt. Zeker als veel pensioenfondsen gelijktijdig door dezelfde deur moeten is het niet ondenkbaar dat de lange rente gaat stijgen, waarmee de omvang van de mismatch wordt vergroot (zie het intermezzo). De keuze om snel te handelen zorgt voor een beperking van de mismatch. Echter, snel handelen met een grote delta, een groot volume en/of tegelijkertijd met andere grote fondsen, kan tot liquiditeitsproblemen, hoge transactiekosten en een hoge marktimpact leiden (zie de impact analyse op pagina 8). Het fonds dient een afweging te maken of rustig of snel de verandering doorvoeren de meeste baten en/of minste lasten voor de deelnemers geeft. Voor de koploperfondsen gold dat zij de enige drie pensioenfondsen waren die per 1 januari 2025 over zijn gegaan naar het nieuwe stelsel. Daarmee waren de omvang van de transacties beperkt en hadden zij geen “last” van het feit dat meerdere pensioenfondsen dezelfde transacties wilden doen. Dit is naar ons oordeel een essentieel verschil tussen de drie koploperfondsen en de andere fondsen. Als veel (grote) fondsen op een bepaald inwaarmoment snel willen handelen en grofweg met dezelfde *delta's* als het voorbeeldfonds, dan zullen vele fondsen tegelijk de afdekking op de lange looptijden verkleinen.

In het vervolg van deze nieuwsbrief gaan we in op de impact van snel willen handelen na 1 januari.

Benodigde analyse voor besluitvorming: risicoanalyse waarbij zowel voor snel handelen een risicoscenario wordt uitgewerkt als voor langzaam handelen een (ander) risicoscenario wordt uitgewerkt. Een langere mismatch (het risico van langzaam handelen) dient te worden afgezet tegen de hogere transactiekosten/liquiditeitsrisico's (het risico van snel handelen). De analyse onder het intermezzo kan mogelijk helpen om een eerste stap te zetten in deze analyse.



Vraag 5: voor alle beleggingscategorieën dezelfde strategie?

De optimale transitiestrategie kan variëren per portefeuille onderdeel. Wij adviseren daarbij om onderscheid te maken naar:

1. **De allocatie naar de returnportefeuille:** het voorbeeldfonds dient de allocatie naar return producten te verhogen. Het risico dat zij loopt als dit niet snel wordt geïmplementeerd is dat het overrendement achterblijft als de markten het heel goed doen in de eerste maand(en) na invaren. Dit risico achten wij een beperkt en een goed uitlegbaar risico.
2. **De allocatie naar illiquide producten:** het voorbeeldfonds hoeft de allocatie naar illiquide producten niet op of af te bouwen. Indien een fonds illiquide dient te verlagen dan adviseren wij om daar al in het laatste ftk beleggingsplan rekening mee te houden (en dus op voor te sorteren). Indien een fonds illiquide dient te verhogen dan zien wij daarvoor geen bloedspood (conform argumentatie hierboven bij de uitbouw van de returnportefeuille).
3. **De mate van renteafdekking:** het voorbeeldfonds dient de mate van renteafdekking aanzienlijk af te bouwen en heeft ervoor gekozen om dat te doen na de invaardatum (op basis van de analyses bij de vorige vragen).
4. **De curve positie:** voor de curve positie is het naar onze mening te overwegen om al voorafgaand aan de invaardatum de langstlopende swaps te verkopen, ook al wordt ervoor gekozen om de totale mate van renteafdekking niet voor het invaarmoment te wijzigen. Daarmee voegt een fonds feitelijk een 2^e orde risico toe aan de portefeuille (curve risico), maar het 1^e orde risico (de mate van afdekking) blijft wel op peil tot aan de invaardatum (zie het punt hierboven). Deze overweging is mede gebaseerd op de enorme transacties die moeten worden doorgevoerd in een marktsegment (langlopende swaps) waar Nederlandse pensioenfondsen een groot deel van uitmaken. Het **risico dat wij voorzien** is dat een fonds in januari nog (te) veel langlopende swaps in de boeken heeft die niet passen bij het Wtp beleid, dat vervolgens een collectieve verkoopgolf komt van Nederlandse pensioenfondsen, waarbij er nauwelijks natuurlijke kopers zijn, waardoor de curve steiler zal worden (de lange rentes lopen op) waardoor de swaps fors minder waard worden. Dit leidt de eerste maanden tot een forse mismatch op de beoogde renteafdekking. Dit is derhalve op de middellange termijn een risico ongeacht de keuze van uw pensioenfonds om snel of rustig de transitie uit te voeren (zie vraag 4): indien de vraag en aanbod op langlopende producten zoals swaps structureel verandert door de transitie, dan zal dit impact hebben op alle pensioenfondsen die deze swaps nog in de portefeuille hebben. In het intermezzo wordt hier nader op ingegaan.

In het vervolg van deze nieuwsbrief gaan wij ervan uit dat de strategie per categorie verschilt.

Benodigde analyse voor besluitvorming: maak onderscheid naar de verschillende portefeuilleonderdelen en maak expliciet een keuze in de optimale transactie-strategie.

Vraag 6: hoe worden de mismatches toebedeeld?

Indien er een bepaalde mismatch wordt geaccepteerd, in het geval dat er bijvoorbeeld voor wordt gekozen om de transitie rustig te laten plaatsvinden ná het invaarmoment, dan dient het fonds te bepalen hoe deze mismatch wordt verdeeld. Er kan voor worden gekozen om de reguliere toedeelregels, zoals strategisch beoogd, toe te passen. Stel dat een fonds (zoals de meeste fondsen) heeft gekozen voor een theoretisch beschermingsrendement en de rente stijgt terwijl de renteafdekking nog niet naar het gewenste (lagere) niveau is gebracht, dan komt de mismatch terecht in het overrendement. Dit overrendement komt dan vooral bij jongeren terecht. Er kan ook voor worden gekozen om (tijdelijke) transitie toedeelregels op te stellen tot dat de transitie van de portefeuille compleet is en het rente afdekkingspercentage op niveau. In dat geval komt de “mismatch” terecht bij de oudere deelnemers. Het nadeel van deze richting is de meer complexe operationele inrichting bij de uitvoerders (administrateur, custodian en fiduciar/LDI beheerder). Daarnaast dient deze nasorteer-systeematiek (geleidelijke toegroei naar de definitieve toedeelregels) wel wettelijk mogelijk te zijn en te worden ondersteund door uw uitvoerder.

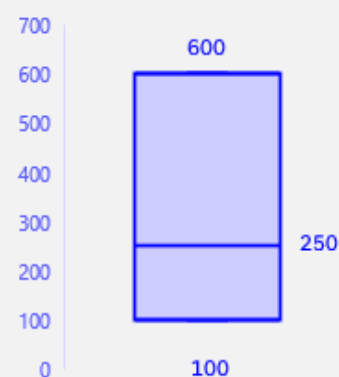
Benodigde analyse voor besluitvorming: maak een risicoanalyse voor beide scenario's. Daarbij is het van belang om op te merken dat de wetgeving op dit terrein nog in ontwikkeling is.

Intermezzo: Impact analyse LDI

Als consultant handelen wij niet zelf voor onze klanten. Daarom hebben we voor deze nieuwsbrief de LDI beheerders benaderd die actief zijn voor de Nederlandse pensioenfondsen⁶. We hebben ze een zevental vragen voorgelegd om een beeld te krijgen van de potentiële impact van de LDI transitie. Onderstaand geven we ons eigen (Sprenkels) antwoord op elk van die vragen. Waar we ons baseren op informatie van de elf LDI beheerders dan geven we dat aan. Daarbij geven we enkel ranges aan van de antwoorden die we hebben ontvangen. We baseren ons daarbij primair op de handel in langlopende swaps (>20 jaar).

1. Welke transactie omvang (in PV01) verwachten jullie voor de Wtp implementatie?

Hoeveel er gehandeld moet worden rond de invaardata is niet eenduidig vast te stellen en is van veel factoren afhankelijk. De invaardata zijn niet 100% zeker, niet alle *delta's* en curve posities zijn openbaar, de dekkingsgraad op invaardatum speelt een rol en het maakt uit wat het mogelijke handelsvolume is van de grootste fondsen. Dat gezegd hebbende zien we momenteel dat pensioenfondsen de rentehedge **verhogen** om de dekkingsgraad naar het invaarmoment toe te stabiliseren. Dit wordt door meerdere LDI beheerders herkend en indicatief leidt dat tot een extra vraag naar langlopende swaps van ca. 50 - 100 mln PV01. Deze additionele PV01 dient dus extra te worden afgebouwd op de invaardata. Met alle voorbehouden van dien (die ook duidelijk door de LDI beheerders worden gemaakt), ligt de door LDI beheerders ingeschatte gemiddelde benodigde afbouw aan renteafdekking rond de invaardata op **250 mln PV01** (totaal van alle transities). Daarbij sluiten we aan bij de opmerkingen van de LDI beheerders dat dit getal onzeker is en we destilleren een range van 100 mln – 600 mln PV01 uit de antwoorden van de beheerders, hetgeen al duidelijk de onzekerheid aangeeft.



Per saldo concluderen we dat de transactieomvang naar verwachting zeer aanzienlijk is.

2. Welke transactie omvang (in PV01) is er normaliter in (de eerste week van) januari?

De beheerders geven aan dat hier geen eenduidige informatie over voorhanden is waardoor indicaties moeten worden gehanteerd. Wij destilleren uit de antwoorden van de beheerders dat de handel in langlopende swaps de eerste week van januari normaliter zeer beperkt is met indicatief een handelsvolume van minder dan **0,5 mln PV01 per dag**. In de laatste weken van januari groeit dat aan tot een reguliere **2 mln. PV01 per dag**.

Per saldo concluderen wij dat het te verhandelen volume **een veelvoud** is van wat er normaal wordt verhandeld als wordt gekeken naar een transitie kort na 1 januari.

3. Wat zijn normale transactiekosten voor handel in langlopende swaps?

De transactiekosten zijn de spreads ten opzichte van de mid-rentecurve op dat moment. De beheerders geven aan dat dit afhankelijk is van volume (hoe meer volume hoe hoger de transactiekosten) en looptijden (hoe langer lopend, hoe hoger de transactiekosten). De beheerders onderschrijven *grosso modo* de door ons ingeschatte range van **0,25-0,50 bps** voor langlopende swaps onder normale marktomstandigheden, voor kortlopende swaps ligt dit lager.

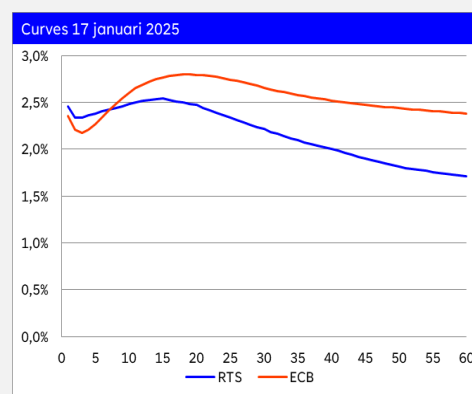
4. Wat zijn transactiekosten en marktimpact in tijden van stress en illiquiditeit, die wellicht in januari gaan optreden?

Beheerders onderschrijven onze inschatting dat transactiekosten vijf keer zo hoog kunnen zijn in tijden van stress en illiquiditeit en dat een range van **1,25-2,5 bps** niet ongebruikelijk is, maar bijvoorbeeld bij COVID nog wel wijder is geweest. Beheerders geven daarbij aan dat de **marktimpact** een nog veel significantere invloed kan hebben van potentieel **tientallen basispunten**. Onder marktimpact wordt verstaan dat de mid curve zelf (heel) volatiel wordt door een plotselinge verandering van vraag en aanbod. Daarbij is het ook mogelijk dat de curve bijvoorbeeld sterk oploopt en daarna weer daalt. Dan lijken de transactiekosten laag maar is er een enorme (nadelige) marktimpact. Door beheerders wordt er tevens op gewezen dat er partijen zijn in de markt die hierop in kunnen (en willen) spelen zoals hedge funds die kunnen voorsorteren op de handel van Nederlandse pensioenfondsen. Eventueel zouden fondsen die op een later moment invaren en in de tussentijd de dekkingsgraad willen beschermen voordeel kunnen halen uit de situatie dat andere fondsen eerder invaren en hun bescherming afbouwen. Per saldo concluderen we dat voorzichtigheid geboden is om op of rond 1 januari grote volumes te verhandelen. Hier ligt ook een rol voor de wetgever/toezichthouder om ruimte te bieden aan pensioenfondsen om niet geforceerd te hoeven handelen.

⁶ Wij baseren ons daarbij op informatie van de volgende 11 LDI beheerders, waarbij we hen danken voor de input: Aegon, AXA, Blackrock, BNP, Cardano, CTI, GSAM, MN, Pimco, Robeco en SSGA

5. Is aan te geven welk deel van de lange Europese swap markt (>30 jaar) in handen is van NL Pensioenfondsen?

Beheerders geven aan dat hier geen marktinformatie over beschikbaar is, mede omdat een deel buiten de publieke markten wordt verhandeld, maar dat ze op basis van ervaring zien dat het aandeel van Nederlandse fondsen in het lange segment significant tot zeer significant is⁷. Dat blijkt bijvoorbeeld uit het feit dat Nederlandse pensioenfondsen stevig participeren in de uitgifte van nieuwe langlopende obligaties. Dat uit zich ook in het feit dat de swap curve momenteel (zeer) inverse is, hetgeen mede is gedreven door de extra vraag naar swaps voor de ophoging van de renteafdekking tot invaardatum. De inversiteit van de swap curve is ook veel groter dan de inversiteit van de obligatiecurve. Beheerders geven wel aan dat veel pensioenfondsen inmiddels de curvepositie op de lange looptijden hebben opgebouwd en (in ftk termen) wat onderwogen zijn in de renteafdekking op het zeer lange stuk (40- en 50-jaars).



Per saldo verwachten wij dat een collectieve strategiewijziging bij pensioenfondsen invloed gaat hebben op de swapcurve.

6. Welke potentiële versteiling (50 jaars - 15 jaars swap rente) zien jullie optreden als gevolg van de Wtp implementatie?

Ook voor dit vraagstuk is er (uiteraard) geen zekerheid te geven. Maar wij verwijzen voor een inschatting van het effect als Sprenkels daarvoor naar de invoering van de UFR voor pensioenfondsen in juni 2012. Door de UFR regelgeving werd de dekkingsgraad minder gevoelig voor de lange rente en begonnen pensioenfondsen de langstlopende swaps af te bouwen. In onderstaande grafiek (50 jaars swap rente minus 20 jaars swap rente) is goed waar te nemen dat daardoor in korte tijd een versteiling optrad van ca. 30 bp. De curve was licht inverse en werd weer positief.

LDI beheerders zijn niet allemaal even expliciet in de verwachte versteiling, maar de richting wordt wel breed onderschreven. Hierbij kan worden onderbouwd dat een vlakke curve te verwachten is (verhoging van meer dan 50 bps op de lange looptijden). Er wordt als extra argument aangegeven dat de swap curve een stuk inverser is dan de obligatiecurves (zie ook de vorige pagina) en dat normalisatie van het verschil ook al leidt tot een significante versteiling. Daarnaast kan ook de vraag naar swaps op kortere looptijden (15-20 jaars) mogelijk toenemen, wat het effect kan versterken.

Per saldo verwachten we een versteiling van curve door een verhoging van de rentes op de lange looptijden (minder inversiteit) nadat de fondsen zijn ingevaren.



7. Is die versteiling iets tijdelijks (vanwege plotseling wijziging vraag-aanbod) of iets blijvends (vanwege structurele wijziging vraag-aanbod)?

De vraag-aanbod verhouding wijzigt structureel omdat pensioenfondsen minder langlopend gaan afdekken. Dit kan in dat geval een blijvende impact op de curve hebben. Dit vermindert de liquiditeit op het zeer lange segment (waar dan vooral verzekeraars nog actief zijn als kopers van langlopende producten) hetgeen kan leiden tot een verdere versteiling. LDI beheerders geven wel aan dat er uiteraard meer ontwikkelingen zijn die de curve kunnen beïnvloeden (bijvoorbeeld de omvang van het aanbod, de uitgifte van obligaties en de beëindiging van het ECB opkoopprogramma).

Het antwoord bij vraag 6 geeft inzicht in de structurele effecten.

De marktimpact (zie het antwoord op vraag 4) geeft de risico's aan van een tijdelijke piek in de rente-curve vanwege plotselinge vraag-aanbod wijzigingen met name in tijden dat er weinig vraag-aanbod is zoals eind december/begin januari. Per saldo adviseren wij pensioenfondsen om bij het doorlopen van de beslisboom zowel de structurele impact op de curve (vraag 6) als de tijdelijke impact op de curve (vraag 4) mee te wegen in de besluitvorming.

⁷ Er wordt door sommige beheerders een schatting van rond de 50% van de markt gegeven.

Samenvatting en take-aways

In bijgaande nieuwsbrief hebben we besproken hoe een pensioenfonds kan komen tot een beheerste transitie van de beleggingsportefeuille naar het nieuwe stelsel. De afwegingen zullen daarbij voor elk pensioenfonds anders zijn. Wij hopen dat deze nieuwsbrief u helpt om dit vraagstuk ter hand te nemen en daarbij de juiste vragen te blijven stellen. Wij merken daarbij op dat wij de markten niet kunnen voorspellen en dat de impact van de transitie op de markten onzeker is.

Mede op basis van onze ervaringen bij de koplopers en onze klanten die deze discussie al uitgebreid hebben gevoerd komen wij tot een aantal generieke adviezen en overwegingen:

- Breng zo snel mogelijk de *delta's* (de verschillen tussen de ftk en de Wtp portefeuille) in kaart en neem daarbij de eventuele verhoging van de bescherming richting het invaarmoment mee.
- Focus de discussie over de transitie van het vermogensbeheer op de renteafdekking en de huidige invulling van de renteafdekking (curve positie, producten) omdat dit het meest ingewikkelde vraagstuk is.
- Start zo snel mogelijk de discussie op met uw LDI beheerder, ook over de mogelijke marktimpact.
- Overweeg een andere invaardatum dan 1 januari en weeg daarbij de lasten en baten af.
- Overweeg om in het ftk een curve positie te accepteren door nu al de zeer langlopende swaps (>30 jaar) af te bouwen zodanig dat deze al zoveel mogelijk in lijn is met de gewenste afdekking voor Wtp. Door het accepteren van een curvepositie kan de totale renteafdekking zoals gewenst binnen het ftk tot aan het invaarmoment wel in stand worden gehouden.

Tot slot: in het geval wij als adviseur reeds betrokken zijn bij uw beleggingscommissie dan nemen we deze nieuwsbrief uiteraard mee in onze advisering. Indien wij geen vaste adviseur zijn van uw beleggingscommissie, dan zijn wij graag bereid om eens aan te sluiten bij uw pensioenfonds om vrijblijvend deze materie door te spreken.

Wilt u meer weten over de transitie van de beleggingsportefeuille van uw pensioenfonds of een ander investment vraagstuk? Of wilt u met ons hierover van gedachten wisselen? Neem dan contact op met:

Onze contactgegevens:



Martijn Euverman
Martijn.Euverman@sprekels.nl
+31 6 20 96 56 85



Marit Kosmeijer
Marit.Kosmeijer@sprekels.nl
+31 6 86 81 02 85

