



WANNEER EN HOE MAAKT JE BELEGGINGS- PORTEFEUILLE DE TRANSITIE?

Zo dicht mogelijk op de transitiedatum

Bij het omzetten van de beleggingsportefeuille draait het om timing, bescherming en implementatie, hielden strategic risk advisor Julia Ernsting en head of trading Michel Lansink van Cardano hun gehoor voor. “De omzetting van de huidige beleggingsmix in een collectief stelsel met een collectieve risicohouding naar een nieuwe mix op basis van cohorten kan voor kleinere pensioenfondsen wellicht in één keer, cliff-

Voor pensioenfondsen die invaren verandert het beleggingsbeleid naar een nieuwe beleggingsmix die is gebaseerd op de preferenties van cohorten. Fondsen die overgaan naar een flexibel contract maken de transitie van hun portefeuille voor het moment van invaren. Voor de overgang naar een solidair contract hebben pensioenfondsen meer speel- en spreidingsruimte. Daarnaast zal de renteafdekking naar verwachting voor veel fondsen verschuiven van langere naar kortere looptijden.

Het zijn enkele conclusies van de Lunch & Learn themasessie die Cardano op vrijdag 18 augustus hield voor pensioenfondsbestuurders en andere pensioenprofessionals over de vraag hoe je portefeuille de transitie maakt. Duidelijk werd in ieder geval dat generalisaties niet of nauwelijks te maken zijn. Veel stellingen, meningen en verwachtingen kregen dan ook de disclaimer dat besluiten uiteindelijk heel fondsspecifiek zijn. De onderlinge verschillen zijn groot, zo bleek uit de inbreng van de deelnemers aan de sessie. Dat betreft niet alleen de keuze voor al dan niet invaren en zo ja wanneer dan. Met name het beleggingsbeleid na invaren staat in veel gevallen nog niet vast.

edge, zo dicht mogelijk op de transitiedatum. Voor grotere fondsen is dat beter op meerdere momenten te doen gedurende enkele maanden. Dat kan voor of na invaren of voor én na invaren. In dat laatste geval is er risico dat je niet direct aansluit bij de toedeelregeling en dus verkeerde rendementen toedeelt.”

Renteafdekking verschuift naar kortere looptijden

Voor het beschermen van de dekkingsgraad is de verwachting dat er voor de returnportefeuille niet heel veel zal veranderen. Wel is er waarschijnlijk meer impact in de renteafdekking. “We verwachten dat de meest voorkomende transacties rondom invaarmomenten zijn van pensioenfondsen die gevoeligheden in lang lopende renteswaps verplaatsen naar kortere looptijden. In het nieuwe contract specificer je aan de hand van preferenties per cohort in welke mate je beschermd wilt zijn tegen renterisico. Doorgaans is dat voor jongeren wat minder en voor ouderen wat meer. Het algemene beeld is dat het geheel aan renteafdekking verschuift naar kortere looptijden.”

Druk van de ketel

De transactiekosten die alleen al daarmee gemoeid zijn belopen naar schatting 50 tot 75 miljoen euro. “Als we onvoorbereid allemaal op één en dezelfde dag de transitie in de beleggingsportefeuille willen maken is dat onmogelijk. De markt kan dat niet absorberen. Dus moeten we daar anders mee omgaan. Het nieuwe akkoord haalt al wat druk van de ketel met de keuze uit vier invaarmomenten op de eerste dag van 2025, 2026, 2027 en 2028. Dat zorgt al voor spreiding. Toch is het goed om je ervan bewust te zijn dat we aan de vooravond staan van een grote transitie in renteland. Op 1 januari is de markt gesloten en in de laatste weken van december is er hoegenaamd geen liquiditeit beschikbaar. De meeste fondsen zullen de benodigde transacties dan ook uitsmeren.”

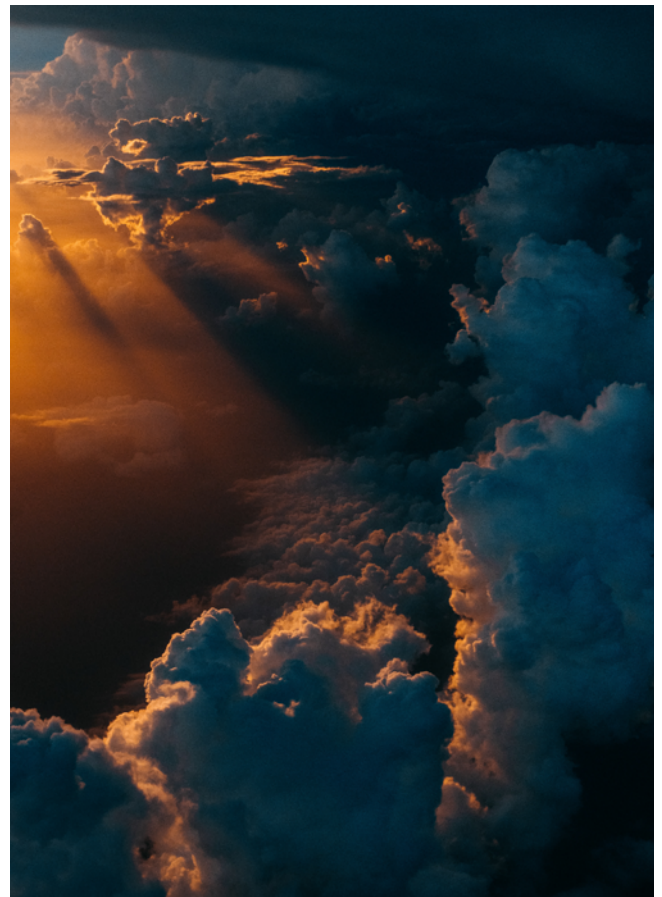
Rentecurve kan gaan versteilen

De bankensector voorspelt dat de rentecurve gaat versteilen als gevolg van de transitie van de oude naar nieuwe beleggingsmix. Toch zijn daar kanttekeningen bij te plaatsen. “Dit zou kloppen als het om een geïsoleerde omgeving gaat, met daarin uitsluitend pensioenfondsen die actief zijn.

Dan zorgt verplaatsen van langlopende rentegevoeligheid naar kortlopende inderdaad voor versteiling in de curve. In realiteit gaat het om veel meer spelers die actief zijn, zoals sectorbanken namens overheden en corporaties, macro-hedgefonds, maar ook banken en verzekeraars. Daarnaast spelen meer factoren een rol. Denk aan macro-economische omstandigheden, een nieuw opkoopprogramma van de ECB, een tweede pandemie, of het einde van de oorlog in Oekraïne. Zulke factoren zorgen voor andere dynamiek. Die kunnen de gevolgen van de transitie vervagen of juist uitvergroten.”

De markt kan veel aan, maar niet overstappen op één dag

Tussen het einde van het eerste kwartaal van dit jaar en het eind van het eerste kwartaal van vorig jaar is bij twintig van de dertig grootste pensioenfondsen de rentehedge met minimaal 5% verhoogd. “Als je dat optelt is er een enorme rentegevoeligheid verhandeld, maar dat is uiteindelijk allemaal geabsorbeerd in de markt.





Dus de markt kan veel aan, ook als het om grote bedragen gaat. Maar overstappen op één dag kan de markt niet aan. Dat kun je ondervangen door de portefeuilletransitie deels in het FTK voor invaren te doen en voor een deel in het nieuwe contract na invaren, of een combinatie van beide. Dan ontstaat een interessante dynamiek. Als je weet dat lange looptijden verschuiven naar kortere, dan ben je daarmee gevoelig voor het verschil tussen lange en korter lopende rentes, de 30-50 spread. Als je als gemiddeld fonds weet dat je moet verschuiven en verwacht dat de curve versteilt, dan zou je nu al kunnen besluiten je langlopende gevoeligheid voor invaren te verplaatsen naar kortere looptijden. Als de curve dan inderdaad versteilt ben je spekkoper. Want je hebt dan een hogere dekingsgraad in het FTK en je neemt meer assets mee in de transformatie. Maar als de curve vervlakt, dan is dat vervelend in het FTK en neem je minder assets mee.”

*Nieuwsgierig naar de whitepaper
De Grote Voorbereiding?
Je kunt die [hier](#) downloaden.*

Handelsvrijheid binnen restricties

Bij de implementatie van de portefeuilletransitie is een plan van aanpak nodig op basis van het verschil tussen de huidige en nieuwe beleggingsmix. “Vervolgens moet je als manager weten hoeveel je kunt handelen in bepaalde periode, bijvoorbeeld drie maanden voor en drie maanden na invaren. Het is van belang dat de manager ruimte krijgt in de uitvoering en handelsvrijheid heeft zodat kansen in markt kunnen worden benut. Leg de handelsmomenten niet vooraf vast. Zo kan de manager meerwaarde laten zien. Voordeel is ook dat er dan minder marktimpact is en je transactiekosten kunt besparen.”

We springen met z'n allen door een hoepeltje

Met alle dynamiek rond invaren is er het risico dat andere dossiers blijven liggen. Naast de transitie van de beleggingsportefeuille kan het gaan om bijvoorbeeld duurzaam beleggen. Zoals een van de deelnemers aan het eind van de sessie het samenvatte: “We hebben nog lang niet alle gevolgen onder ogen. Uiteindelijk gaat het om communicatie, om goed uitleggen van de gemaakte keuzes en om het managen van de verwachtingen. We bouwen een nieuwe wereld met oude instrumenten. En we springen met z'n allen door een klein hoepeltje om in die nieuwe wereld te komen.”

Contactpersoon

Roel Mehlkopf
Pensioenfonds adviseur

T: + 31 6 13 74 55 24
E: r.mehlkopf@cardano.com

Adres

Weena 690, 21e etage
3001 BG Rotterdam, Postbus 19293

cardano

Cardano streeft ernaar om nauwkeurige en actuele informatie te verstrekken uit betrouwbare bronnen. Cardano staat echter niet in voor de juistheid en volledigheid van de informatie die in dit document wordt gegeven (hierna te noemen: Informatie). De Informatie kan technische of redactionele onnauwkeurigheden of typografische fouten bevatten. Cardano geeft geen garanties, expliciet of impliciet, met betrekking tot de vraag of de Informatie juist, volledig of actueel is. De ontvangers hiervan kunnen geen rechten ontleen aan deze Informatie. Het is niet toegestaan de Informatie te vermenigvuldigen, reproduceren, distribueren, verspreiden of tegen vergoeding beschikbaar te stellen aan derden, of voor commerciële doeleinden te gebruiken zonder de voorafgaande uitdrukkelijke, schriftelijke, toestemming van Cardano. De Informatie mag door de ontvanger niet worden geïnterpreteerd als zakelijk, financieel, investeringsadvies, hedging-, handels-, juridisch, regulerend, fiscaal of boekhoudkundig advies. De beslissingen op basis van de Informatie zijn voor rekening en risico van de ontvanger. De Informatie is uitsluitend opgesteld ter informatie en is geen aanbod (of uitnodiging): (1) om effecten of een ander beleggingsproduct te kopen of verkopen, (2) om deel te nemen in een handelsstrategie, of (3) tot het verlenen van een beleggingsdienst.