



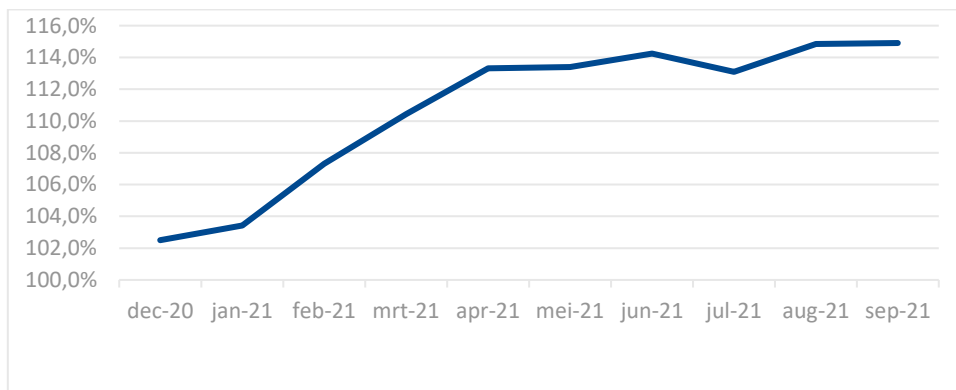
## Nieuwsbrief

# Invaardekkingsgraad zekerstellen?

*Pensioenfondsen kunnen nu de invaardekkingsgraad zekerstellen. Moeten ze dat doen, en wat kost dat?*

De dekkingsgraden van pensioenfondsen zijn enorm gestegen sinds eind vorig jaar door de gestegen rente (+0,5%) en de prachtige aandelenrendementen (+20%). Voor een gemiddeld pensioenfonds (50% rente-afdekking, 50% zakelijke waarden en een duratie van de verplichtingen van 25) betekent dit een dekkingsgraadwinst van een kleine 15%<sup>1</sup>.

**Figuur 1: Dekkingsgraadontwikkeling 2021 (t/m Q3)**



Waar dit fonds begin van het jaar nog moest vrezen voor een aanzienlijke korting bij overgang naar het nieuwe stelsel, heeft ze nu de mogelijkheid om die korting “definitief” te voorkomen. Dat kan grofweg op twee manieren:

1. Alle risicovolle beleggingen verkopen en de renteafdekking ophogen naar 100%.
2. Een beschermingsconstructie aanbrengen.

In deze nieuwsbrief gaan we in op de tweede mogelijkheid: het beschermen van de dekkingsgraad zonder de portefeuille volledig aan te passen.<sup>2</sup>

### 1. Hoe werkt het?

We gaan uit van ons gestileerde voorbeeldfonds<sup>3</sup> waarbij dit fonds op 1-1-2024 (de eerst mogelijke datum) wenst in te varen. Het fonds wenst een bescherming aan te leggen op een dekkingsgraad van 95%, de generieke richtdekkingsgraad. Ofwel zij wil “garanderen” dat de dekkingsgraad per 1-1-2024 hoger is dan 95%.

Navolgende tabel laat zien wat het huidige risico is (op invaardatum) voor het fonds:

<sup>1</sup> Alle dekkingsgraden die we in deze nieuwsflits noemen zijn op marktwaarde.

<sup>2</sup> De eerste optie is mogelijk ook interessant maar leidt ertoe dat de portefeuille voor een paar jaar volledig wordt aangepast. Het pensioenfonds acteert gedurende die jaren niet als lange termijn belegger.

<sup>3</sup> Waarbij de matching portefeuille (50%) volledig bestaat uit swaps+cash en de return portefeuille volledig uit aandelen (MSCI World). We gaan er gemakshalve ook vanuit dat er geen pensioenopbouw plaats vindt.



| Dekkingsgraad op 1-1-2024 (bij invaren) |       |          |      |      |      |      |      |      |      |      |
|---|-------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|   |       | Aandelen |      |      |      |      |      |      |      |      |
|   |       | -40%     | -30% | -20% | -10% | 0%   | 10%  | 20%  | 30%  | 40%  |
| Rente                                   | -2,0% | 78%      | 82%  | 86%  | 90%  | 93%  | 97%  | 101% | 105% | 109% |
|   | -1,5% | 81%      | 85%  | 89%  | 93%  | 97%  | 101% | 106% | 110% | 114% |
|   | -1,0% | 84%      | 88%  | 93%  | 97%  | 102% | 107% | 111% | 116% | 120% |
|   | -0,5% | 87%      | 92%  | 99%  | 103% | 108% | 113% | 118% | 123% | 128% |
|   | 0,0%  | 92%      | 99%  | 104% | 109% | 115% | 121% | 127% | 132% | 138% |
|   | 0,5%  | 99%      | 105% | 111% | 118% | 124% | 131% | 137% | 144% | 151% |
|   | 1,0%  | 106%     | 114% | 121% | 129% | 137% | 144% | 152% | 160% | 167% |
|   | 1,5%  | 117%     | 126% | 136% | 145% | 154% | 163% | 172% | 182% | 191% |
|   | 2,0%  | 134%     | 146% | 157% | 169% | 180% | 192% | 203% | 215% | 226% |

Het fonds wil voorkomen dat het in het rode vlak terechtkomt en koopt daarom een swaption om zich te beschermen tegen de rentedaling en een put optie om zich te beschermen tegen een aandelendaling<sup>4</sup>. De uitbetaling van de opties dient zodanig te zijn dat de dekkingsgraad minimaal 95% bedraagt (rekening houdend met de prijs van de opties).

Het aanschaffen van deze opties, met een looptijd tot 1-1-2024, kost op dit moment indicatief 4%<sup>5</sup>. Na aanschaffen van de optie is het risicoprofiel van het fonds op invaardatum (1-1-2024) als volgt:

| Dekkingsgraad op 1-1-2024 (bij invaren) |       |          |      |      |      |      |      |      |      |      |
|---|-------|----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|   |       | Aandelen |      |      |      |      |      |      |      |      |
|   |       | -40%     | -30% | -20% | -10% | 0%   | 10%  | 20%  | 30%  | 40%  |
| Rente                                   | -2,0% | 95%      | 95%  | 95%  | 100% | 103% | 107% | 111% | 115% | 119% |
|   | -1,5% | 95%      | 95%  | 95%  | 99%  | 103% | 108% | 112% | 116% | 120% |
|   | -1,0% | 95%      | 95%  | 95%  | 99%  | 103% | 108% | 113% | 117% | 122% |
|   | -0,5% | 95%      | 95%  | 95%  | 98%  | 103% | 109% | 114% | 119% | 124% |
|   | 0,0%  | 99%      | 99%  | 99%  | 105% | 111% | 116% | 122% | 128% | 134% |
|   | 0,5%  | 107%     | 107% | 107% | 113% | 120% | 127% | 133% | 140% | 146% |
|   | 1,0%  | 117%     | 117% | 117% | 125% | 132% | 140% | 148% | 155% | 163% |
|   | 1,5%  | 131%     | 131% | 131% | 140% | 150% | 159% | 168% | 177% | 186% |
|   | 2,0%  | 153%     | 153% | 153% | 164% | 176% | 187% | 199% | 210% | 222% |

Zoals uit de tabel blijkt is de dekkingsgraad per 1-1-2024 in alle gevallen hoger dan 95%. De opties bieden daarmee de bescherming die gewenst is.

Indien markten niet bewegen (het blauwe blokje in de tabel) dan “verliest” het pensioenfonds geleidelijk de betaalde premie van 4%. Daarom is de dekkingsgraad per 1-1-2024 in dat geval 111% en dat is 4% lager dan als het pensioenfonds de opties niet had aangeschaft<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Het is ook mogelijk om een zogenaamde hybride optie af te sluiten waarmee een meer nauwkeurige bescherming wordt verkregen en deze opties zijn eveneens wat goedkoper, maar omwille van de eenvoud gaan we daar hier even aan voorbij. In ons voorbeeld wordt feitelijk iets “teveel” bescherming gekocht.

<sup>5</sup> Gebaseerd op het (theoretische) Black & Scholes pricing model van Bloomberg per 11 oktober 2021. Werkelijke prijzen komen tot stand op een markt van vraag en aanbod. De aandelenbescherming begint op 80% van de huidige waarde en de rentebeschermer begint bij een rente die 0,5% lager ligt dan de huidige rente. De aandelenoptie kost bijna 3% van het vermogen en de swaption bijna 1,5% van het vermogen.

<sup>6</sup> De premie is een investering in een financieel product en zijn geen “kosten”. Direct na aankoop staat de waarde van de opties op de balans en is er geen dekkingsgraadverlies.



De prijs voor deze bescherming van de generieke invaardeckingsgraad van 95% bedroeg aan het begin van het jaar nog meer dan 10%. Dat komt enerzijds omdat de dekkingsgraad toen veel lager was (bijna 15% lager) en anderzijds omdat de looptijd tot invaardatum toen langer was. Beide effecten hebben een prijsopdrijvend effect op de beschermingsconstructie. De prijs voor de bescherming is de laatste maanden dus sterk afgenomen.

Het is goed mogelijk dat deze prijs de komende tijd verder afneemt. In ons voorbeeld is de looptijd van de bescherming 2 jaar en 3 maanden (van 1-10-2021 tot 1-1-2024). Stel dat het fonds dezelfde optie op 31-12-2022 afsluit (en de looptijd dus slechts een jaar bedraagt) dan halveert de prijs (naar ca. 2%). Ook als de dekkingsgraad stijgt dan wordt de constructie goedkoper.

Tot slot hebben de volatiliteit van de rente- en aandelenmarkt een (grote) invloed op de prijs van de opties. De huidige (geïmpliceerde) volatiliteit van de aandelenmarkt bedraagt 25%, bij een volatiliteit van 20% neemt de prijs met 30% af. Datzelfde effect treedt op in de rentemarkt waar de (geïmpliceerde) volatiliteit 55 basispunten bedraagt. Indien die volatiliteit daalt naar 45 basispunten dan neemt de prijs eveneens af met 30%.

Uiteraard geldt het omgekeerde ook, dus een *hogere* volatiliteit, een *lagere* dekkingsgraad en een *latere* invaardatum leiden allemaal tot een *hogere* prijs voor de beschermingsconstructie.

## 2. Kanttekeningen

Wij merken op dat wij geen voorstander zijn van het *structurele* gebruik van niet lineaire derivaten voor pensioenfondsen. Het zijn relatief complexe producten waarbij timing en onderhoud belangrijk zijn en onze analyses tonen een beperkte toegevoegde waarde op lange termijn. Eenvoudig gezegd kan het fonds in plaats van het aanschaffen van put opties beter wat minder in aandelen beleggen.

Ons belangrijkste argument om dit nu toch naar voren te brengen is het *specifieke overgangsmoment* naar het nieuwe stelsel. We hebben het niet over het structurele gebruik van niet lineaire derivaten maar over het eenmalig gebruik ervan om op een specifiek moment een bepaalde dekkingsgraad te “garanderen”. En juist daar kunnen opties (die een specifieke einddatum hebben) een goede invulling aan geven.

Qua markt-timing kan een pensioenfonds het beste een optie aanschaffen op het hoogtepunt van de markt. Helaas gaat er geen “bel” en is optimale timing onmogelijk. Het is echter wel zo dat de aandelenkoersen op een all time high staan, dus het is in elk geval niet het slechtste moment om de discussie hierover aan te gaan binnen Beleggingscommissie en Bestuur. Volatiliteiten voor langerlopende opties bevinden zich zo rond het historisch gemiddelde (voor zowel rente als aandelen).

Uiteraard zijn er de nodige aandachtspunten te noemen, hieronder noemen we een paar belangrijke:

- Er is uitgegaan van een “gemiddeld pensioenfonds” zowel qua dekkingsgraad als qua beleid. Wat zijn de effecten (en prijzen) voor uw specifieke fonds?
- Wat doet het fonds bij tussentijdse marktbevingingen, buy and hold of toch bijsturen?
- Wat gebeurt er als het fonds niet invaart per 1-1-2024 maar per 1-1-2025?



- Hoe worden de exposures naar andere categorieën zoals bedrijfsobligaties en vastgoed afgedekt? Een 100% nauwkeurige hedge is onmogelijk, hoe schatten we de basisrisico's (restrisico's) in?
- Kan de (fiduciair) vermogensbeheerder de opties überhaupt afsluiten voor het fonds of is ze daar niet toe geëquipeerd?
- Hoe wegen we deze gecombineerde optie tegen alternatieven (denk aan een tijdelijke verhoging van de rentehedge i.c.m. met een put op aandelen of een wat lagere aandelenallocatie)?

### 3. Conclusie

Er zal nog best wat water door de Rijn stromen voordat een fonds (dat niet gewend is aan het gebruik van niet lineaire derivaten) een constructie als hierboven geschetst aanschaf. Per saldo achten wij het echter verstandig als pensioenfondsen de discussie over dekkingsgraad-garanties opstarten. Al is het maar om te zijner tijd aan de deelnemers te kunnen uitleggen waarom er toen *niet* is gekozen voor dekkingsgraadbeschermende maatregelen.

Heeft u naar aanleiding van deze nieuwsbrief vragen of wilt u sparren over dekkingsgraadbescherming of niet lineaire derivaten? Neem gerust contact met ons op.

Martijn Euverman  
Tel. 06 20 965 685  
[martijn.euverman@sprekelsenverschuren.nl](mailto:martijn.euverman@sprekelsenverschuren.nl)

Rutger van Asselt  
Tel. 06 13 704 106  
[rutger.van.asselt@sprekelsenverschuren.nl](mailto:rutger.van.asselt@sprekelsenverschuren.nl)

Pim Zomerdijk  
Tel. 06 30 12 23 88  
[pim.zomerdijk@sprekelsenverschuren.nl](mailto:pim.zomerdijk@sprekelsenverschuren.nl)

Brendan Nak  
Tel. 06 21 90 39 79  
[brendan.nak@sprekelsenverschuren.nl](mailto:brendan.nak@sprekelsenverschuren.nl)