

Marktvisie: Dekkingsgraad- bescherming gedurende transitie

Juli 2022



Inleiding

Het nieuwe pensioenstelsel staat bij elk pensioenfonds bovenaan de agenda. Hoewel niet alle details van het nieuwe stelsel uitgewerkt en vastgelegd zijn in de regelgeving, bereiden fondsen zich reeds volop voor op de veranderingen die het nieuwe stelsel met zich meebrengt. De transitieperiode in aanloop naar het nieuwe stelsel is één van de eerste uitdagingen waarmee pensioenfondsen te maken zullen krijgen.



Arthur Stroj
Client Portfolio Manager
Liability Driven Investment

Een pensioenfonds dat wil invaren in het nieuwe stelsel kan gebruikmaken van het transitie-FTK. Het transitie-FTK biedt pensioenfondsen de ruimte om op een stabiele en evenwichtige wijze richting het nieuwe stelsel te groeien. De regels die gelden binnen het transitie-FTK liggen derhalve ook in lijn met het nieuwe pensioenstelsel. Zo kan er eerder geïndexeerd worden, maar gelden er ook strengere kortingsregels binnen het transitie-FTK. Daarnaast dient een fondsspecifieke invaardekkingsgraad vastgesteld te worden die evenwichtig invaren waarborgt. Deze fondsspecifieke invaardekkingsgraad ligt naar verwachting tussen de 95% en 110%.

Zolang een pensioenfonds in een zogenaamd overbruggingsplan kan aantonen dat in de loop naar het nieuwe pensioenstelsel de invaardekkingsgraad kan worden gehaald, is er geen vuiltje aan de lucht. Echter, indien gedurende de aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel wordt geconstateerd dat het fonds de invaardekkingsgraad niet zal halen of wanneer het fonds onder de "kritieke dekkingsgraad" van 90% komt, zal er direct gekort moeten worden.

Er zal pensioenfondsen dus veel aan gelegen zijn om deze situatie te voorkomen. Een aantrekkelijke oplossing is het beschermen van de dekkingsgraad met niet-lineaire instrumenten zoals aandelenopties en swaptions.

In deze marktvisie lichten wij toe hoe dekkingsgraadbescherming met niet-lineaire derivaten op een weloverwogen en goed onderbouwde manier kan worden ingezet gedurende de transitieperiode naar het nieuwe pensioenstelsel.

Transitieperiode werpt nieuw licht op strategie

Het gebruik van niet-lineaire derivaten is bij het overgrote deel van Nederlandse pensioenfondsen de afgelopen jaren “nicht in Frage” geweest. De algemene consensus – mede bevestigd door ALM studies – is dat een recht-toe-recht-aan inzet van deze strategie over een langere periode enkel premie kost. Daarnaast blijkt het in de praktijk lastig te zijn om afscheid te nemen van een dergelijke beschermingsstrategie omdat mensen de neiging hebben meer waarde te hechten aan het vermijden van verlies dan aan het behalen van een equivalente winst, het zogenaamde fenomeen “loss aversion”.

De transitieperiode richting het nieuwe pensioenstelsel werpt een nieuw licht op het gebruik van niet-lineaire derivaten. Allereerst is er een duidelijke doelstelling: “het beschermen van de dekkingsgraad in aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel en meer specifiek op invaardatum”. De duur van de inzet van de strategie blijft derhalve beperkt doordat de transitieperiode eindig is en dus de te betalen premie te overzien. De invaardatum markeert een natuurlijk afscheidsmoment van de niet-lineaire strategie. Een andere katalysator van de hernieuwde interesse in de inzet van niet-lineaire derivaten is uiteraard ook de in veel gevallen sterk gestegen dekkingsgraad: er valt wat te beschermen.

Dekkingsgraadbescherming

In hoeverre en in welke vorm is de inzet van dekkingsgraadbescherming met niet-lineaire derivaten passend voor een pensioenfonds in aanloop naar het nieuwe pensioenstelsel? De onderstaand beschreven vijf stappen tot implementatie bieden houvast.

Stap 1. Doelstelling

Het formuleren van een heldere doelstelling vormt de basis voor een dekkingsgraadbeschermingsstrategie. In het kader van het transitie-FTK ligt de algemene doelstelling voor de hand: “het beschermen van de dekkingsgraad op invaardatum”. Deze algemene doelstelling kan verder gespecificeerd worden op basis van de huidige dekkingsgraad ten opzichte van de fondsspecifieke invaardekkingsgraad. De tabel deelt pensioenfondsen op naar financiële positie en corresponderende gespecificeerde doelstelling.

Financiële positie en corresponderende doelstelling

Financiële positie	Doelstelling
Dekkingsgraad < invaardekkingsgraad	Herstel van de dekkingsgraad en voorkomen van daling onder de ‘kritieke dekkingsgraad’ van 90%
Dekkingsgraad > invaardekkingsgraad	Voorkomen daling onder invaardekkingsgraad
Dekkingsgraad >> invaardekkingsgraad	Voorkomen daling onder invaardekkingsgraad en beschermen financiële buffer

Bron: Columbia Threadneedle Investments

Het inzetten van dekkingsgraadbescherming is duidelijk meer opportuun voor pensioenfondsen waarvan de dekkingsgraad zich boven of ruim boven de invaardekkingsgraad bevindt en in mindere mate voor pensioenfondsen waarvan de dekkingsgraad zich onder de invaardekkingsgraad bevindt. Het overbruggingsplan dat opgesteld dient te worden wanneer gebruik wordt gemaakt van het transitie-FTK vormt een goed houvast voor het specificeren van de doelstelling omdat dit plan vooruitkijkt naar de verwachte ontwikkeling van de dekkingsgraad ten opzichte van de invaardekkingsgraad.

Stap 2. Educatie

Het begrip en de werking van niet-lineaire instrumenten en strategieën is belangrijk om tot een weloverwogen en passende inzet te komen. Daarnaast kan op basis van educatie een inschatting worden gemaakt of een niet-lineaire strategie binnen het governance budget van een pensioenfonds past. Educatie wordt idealiter afgestemd op de geformuleerde doelstelling van het pensioenfonds. De nadruk wordt gelegd op het verschil tussen lineaire en niet-lineaire dekkingsgraadbeschermingsstrategieën, de werking en beschikbaarheid van instrumenten, de werking van verschillende strategieën en relevante risicomaatstaven. Initiële scenario-analyses vormen eveneens een belangrijk oriënterend onderdeel van de educatie.

Stap 3. Strategie

De eerdere indeling van pensioenfondsen naar financiële positie biedt richting wat betreft de vertaling van de geformuleerde doelstelling naar een strategie op hoofdlijnen.

Financiële positie, corresponderende doelstelling en strategie

Financiële situatie	Doelstelling	Kenmerken strategie	Strategie
Dekkingsgraad < invaardekkings-graad	Voorkomen daling onder de "kritieke dekkingsgraad" van 90% en herstel van de dekkingsgraad	Lage kosten strategieën zonder opgave opwaarts potentieel. Mogelijkwijz afzien van dekkingsgraad-bescherming	(Contingent) Put, Put-spread, long receiver swaption
Dekkingsgraad > invaardekkings-graad	Voorkomen daling onder invaardekkings-graad	Strategieën met mogelijkwijz opgeven deel opwaarts potentieel	(Contingent) Put, put-spread, long receiver swaption, collar strategieën
Dekkingsgraad >> invaardekkings-graad	Voorkomen daling onder invaardekkings-graad en beschermen financiële buffer	Strategieën gericht op afdekken neerwaarts risico of zelfs staart-risico's met ruimte om opwaarts potentieel op te geven, Mogelijkwijz kosten neutrale strategieën	Lower strike (Contingent) Put, long receiver swaption, collar strategieën, put-spread-collar

Bron: Columbia Threadneedle Investments

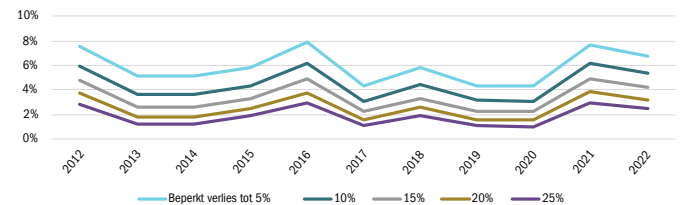
Uit bovenstaand overzicht volgt dat pensioenfondsen met een ruimere financiële positie meer vrijheid hebben bij het vormgeven van een beschermingsstrategie.

Bij een verdere specificering van de strategie zullen een aantal keuzes moeten worden gemaakt:

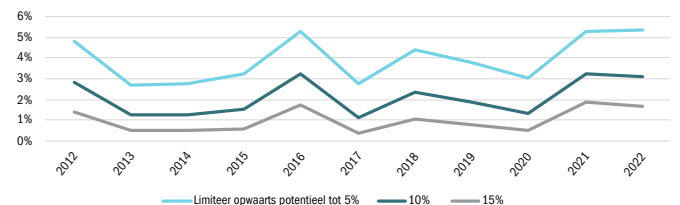
- De **impact van balansrisico's** – renterisico en aandelenrisico – op de dekkingsgraad bepaalt waar de nadruk ligt binnen de strategie. Als bijvoorbeeld reeds relatief veel renterisico wordt afgedekt, dan ligt het voor de hand om de focus op het afdekken van aandelenrisico te leggen.
- De **mate van afdekking** van balansrisico's wordt bepaald op basis van scenario-analyse waarbij de invaardekkingsgraad een belangrijke input is.
- De **keuze van de instrumenten** die gehanteerd gaan worden. Wordt er bijvoorbeeld gebruik gemaakt van beursgenoteerde instrumenten of OTC-instrumenten? Worden er basket-opties gebruikt of opties op indices? Leidend in deze keuze zijn onder andere het **basisrisico** van de strategie, de **liquiditeit en te handelen volume** van de instrumenten en de **valuta-afdekking**.
- De **looptijd van instrumenten** binnen de strategie. Wordt er bijvoorbeeld één afloopdatum gehanteerd van de instrumenten of worden er korter lopende instrumenten gehanteerd die periodiek worden doorgerold of wellicht een dakpanstructuur?

Last but not least spelen **kosten** een belangrijke rol bij het bepalen of een gewenste strategie haalbaar is. Als een gewenste strategie in eerste instantie niet binnen het beschikbare budget past, dan kan hier in veel gevallen een mouw aan gepast worden door bijvoorbeeld een goedkopere alternatieve strategie te onderzoeken of de implementatie van de gewenste strategie af te laten hangen van de kosten versus het beschikbare budget. Kosten zijn vooral goed te overzien wanneer een deel van het opwaarts potentieel wordt opgegeven. Onderstaand figuur illustreert de indicatieve kosten van bescherming en opbrengst van verkoop van opwaarts potentieel voor aandelenopties bij verschillende uitoefenniveaus als percentage van de notional van de optie.

Indicatieve kosten en opbrengsten aandelenopties bij verschillende uitoefenniveaus



Verlozen beschermd vanaf...	5%	10%	15%	20%	25%
Kosten februari 2022	6,8%	5,4%	4,2%	3,2%	2,4%
Gemiddelde kosten sinds 2012	5,9%	4,4%	3,4%	2,5%	1,9%



Limiteer opwaarts potentieel tot...	5%	10%	15%
Te verdienen premie per feb 2022	5,4%	3,1%	1,6%
Gemiddeld sinds 2012	3,9%	2,1%	1,0%

Bron: Columbia Threadneedle Investments, Bloomberg. Premies voor 1-jaar put/call optie op S&P500 met uitoefenniveaus conform tabel. Gemiddelde kosten betreft feb 2012 tm feb 2022. Historische optieprijzen indicatief en gebaseerd op Black and Scholes optie pricing model en relevante marktdata.

In zowel de specificering van de strategie als de kostenafweging spelen scenario analyses, ervaring en expertise een belangrijke rol. Bij het maken van de bovengenoemde strategische keuzes kunnen onze klanten nadrukkelijk rekenen op ontzorging door Columbia Threadneedle Investments.

Waarom dekingsgraadbescherming bij Columbia Threadneedle Investments?

Columbia Threadneedle is zeer ervaren in het implementeren en beheren van niet-lineaire strategieën voor pensioenfondsen alsmede het strategisch adviseren van partijen over dergelijke strategieën. Wij zijn een specialistische partij die werkt vanuit de partnership-gedachte: wij staan naast de klant tijdens de ALM-studie, het ontwikkelen van een passende strategie, het ontzorgen bij de operationele opzet en het verzorgen van de transacties en klantspecifieke rapportages. Momenteel voeren wij al tal van niet-lineaire strategieën uit voor zowel pensioenfondsen in Groot-Brittannië als in continentaal Europa, waarbij zowel renterisico, aandelenrisico en inflatierisico wordt afgedekt. De implementatie van ruim EUR 10 miljard notional in aandelenbeschermingsstrategieën in de afgelopen 3 jaar alleen al, benadrukt onze relevante en recente ervaring als specialistische partij in niet-lineaire strategieën.

Stap 4. Operationele opzet

Niet-lineaire derivaten worden in de regel bilateraal verhandeld met een tegenpartij. Dit betekent dat er geschikte tegenpartijen geselecteerd zullen. Deze dienen daarnaast gemonitord te worden. Voorts dienen er ook afspraken met tegenpartijen omtrent onderpanduitwisseling vastgelegd te worden in een credit support annex (CSA).

Er zijn veel verschillende mogelijkheden met betrekking tot het opzetten van contracten met tegenpartijen. Er kan bijvoorbeeld gebruik worden gemaakt van umbrella-contracten met tegenpartijen die reeds opgezet zijn binnen een bestaande structuur. Het door Columbia Threadneedle aangeboden maatwerk fonds is hier een voorbeeld van. Dit is een fondsstructuur voor één pensioenfonds waarbinnen een volledige ontzorging met betrekking tot infrastructurele zaken als contracten met tegenpartijen is geregeld. Een andere mogelijkheid is het opzetten van eigen contracten waarbij een specialistische partij als agent optreedt bij het handelen van niet-lineaire derivaten.

Naast het opzetten van contracten met tegenpartijen is er ook aandacht nodig voor de dagelijkse waardering van de instrumenten en de risicomaatstaven en uiteraard de communicatie en rapportage hiervan aan het pensioenfonds en de custodian.

De operationele opzet is een stap die in de regel tijd kost: een pensioenfonds waar dekingsgraadbescherming met niet-lineaire instrumenten een serieuze optie voor is, zal hier zeker rekening mee moeten houden.

Stap 5. Implementatie en beheer

Onder deze stap valt allereerst de implementatie van de instrumenten die in de voorgaande stappen zijn geselecteerd. Dit dient zorgvuldig te gebeuren, onder meer omdat het veelal minder gangbare instrumenten betreft waar lang niet alle tegenpartijen, die normaliter voor standaard renteswaps worden gebruikt, een competitieve pricing kunnen bieden.

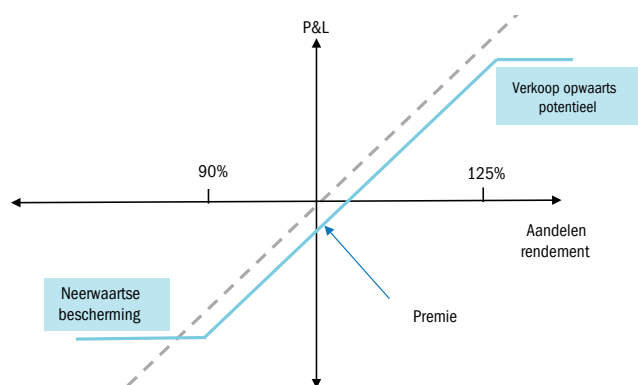
Het pensioenfonds kan ervoor kiezen de initiële implementatie af te laten hangen van triggers als de marktomstandigheden, te betalen premie of de dekingsgraad. Ook is het aan te bevelen vast na te denken over een exit-strategie: wordt de strategie tot invaardatum of einddatum van de instrumenten aangehouden, of eerder afgewikkeld? Mocht zich namelijk tussentijds een crisis voordoen, dan zal de volatiliteit navenant toenemen en de waarde van de strategie stijgen. Het is goed om, voordat de strategie wordt geïmplementeerd, al een beeld te hebben op welke niveaus een eventuele winst van de strategie zou kunnen worden verzilverd. Dit besluit kan wederom op basis van triggers als marktomstandigheden, waarde van de instrumenten of dekingsgraad worden vormgegeven.

Case study

Onderstaande case study illustreert de toegevoegde waarde van dekingsgraadbescherming in de transitieperiode naar het nieuwe pensioen stelsel.¹

Pensioenfonds XYZ wenst zijn dekingsgraad van 120% te beschermen in de transitieperiode richting het nieuwe pensioenstelsel. Het fonds wil zich allereerst richten op bescherming middels aandelenopties waarbij de focus ligt op neerwaartse afdekking middels een put optie. Het fonds is voornemens de premie te drukken door opwaarts potentieel te verkopen met een call. De strategie moet er voor zorgen dat de dekingsgraad niet onder de invardekingsgraad van 103% terecht komt. De exit van de strategie wordt in lijn gebracht met de voorgenomen invaardatum van 1 januari 2025.

Profiel uitbetaling aandelen collar bij expiratie



¹ Case study op basis van een pensioenfonds met de volgende karakteristieken: duratie verplichtingen 22,5 jaar, 50% renteafdekking op basis van swap, match/return: 50/50, 35% aandelenallocatie. Berekeningsdatum 31/03/2022.

Op basis van scenario analyses besluit het fonds 50% van de aandelenexposure af te dekken door het afsluiten van een aandelen-collar met bescherming vanaf 10% daling van de aandelenmarkten (90% uitoefenniveau put) en het verkopen van het opwaarts potentieel van aandelen vanaf 25% (125% uitoefenniveau call) het beste past bij de doelstelling en budgetrestrictie ten aanzien van aandelenbescherming.

Scenario analyse dekkinggraad aandelen collar strategie bij expiratie (= invaardatum)

		Aandelen				
		-40%	-20%	0%	+20%	+40%
Swap Rates	+1.0%	113,3%	123,5%	133,6%	143,8%	153,9%
	+0.5%	108,1%	117,3%	126,6%	135,8%	145,1%
		103,2%	111,6%	120,0%	128,4%	136,8%
	-0.5%	98,8%	106,4%	114,0%	121,6%	129,2%
	-1.0%	94,7%	101,6%	108,4%	115,3%	122,1%

		Aandelen				
		-40%	-20%	0%	+20%	+40%
Swap Rates	+1.0%	122,1%	127,2%	132,9%	143,0%	148,2%
	+0.5%	116,1%	120,7%	125,9%	135,1%	139,8%
		110,5%	114,7%	119,4%	127,8%	132,1%
	-0.5%	105,4%	109,2%	113,4%	121,0%	124,9%
	-1.0%	100,7%	104,1%	107,9%	114,8%	118,3%

Aan de bovenzijde zien we de uitgangssituatie voor implementatie van de aandelenbescherming, aan de onderzijde na de implementatie van de aandelenbescherming.² De beschermingsstrategie resulteert in een significante verbetering van de dekkinggraad bij forse daling van de aandelenmarkten, terwijl opwaarts potentieel wordt opgegeven wanneer aandelenmarkten meer dan 25% toenemen. Enkel in het geval van een forse daling van de aandelenmarkten in combinatie met een forse rentedaling, daalt de dekkinggraad onder de invaardekkinggraad van 103%.

Pensioenfonds XYZ besluit, als toevoeging op de aandelen-collar, eveneens een swaption strategie te onderzoeken om de dekkinggraad te beschermen tegen forse rentedaling in aanloop naar het nieuwe stelsel. In scenario's met een flinke neerwaartse rentedaling zou een swaption strategie de dekkinggraad boven de invaardekkinggraad van 103% moeten houden.

Op basis van scenario analyses besluit het fonds een long receiver swaption af te sluiten op de 20-jaars rente met een looptijd die in lijn ligt met de invaardatum. Het uitoefenniveau wordt 50 basispunten onder het forward-niveau op invaardatum gelegd. De premie van de strategie wordt gedrukt door een short payer swaption af te sluiten op de 20-jaars rente met een looptijd die in lijn ligt met de invaardatum. Het uitoefenniveau wordt 100 basispunten boven het forward-niveau op invaardatum gelegd. De notional van de swaptions is gebaseerd op 35% van de verplichtingen per berekeningsdatum.

Scenario analyse dekkinggraad aandelen-collar en swaption-collar strategie bij expiratie (= invaardatum)

		Aandelen				
		-40%	-20%	0%	+20%	+40%
Swap Rates	+1.0%	122,1%	127,2%	132,9%	143,0%	148,2%
	+0.5%	116,1%	120,7%	125,9%	135,1%	139,8%
		110,5%	114,7%	119,4%	127,8%	132,1%
	-0.5%	105,4%	109,2%	113,4%	121,0%	124,9%
	-1.0%	100,7%	104,1%	107,9%	114,8%	118,3%


		Aandelen				
		-40%	-20%	0%	+20%	+40%
Swap Rates	+1.0%	121,0%	126,1%	131,8%	141,9%	147,1%
	+0.5%	115,3%	119,9%	125,1%	134,4%	139,1%
		109,8%	114,0%	118,7%	127,1%	131,4%
	-0.5%	104,7%	108,5%	112,8%	120,4%	124,2%
	-1.0%	103,3%	106,6%	110,5%	117,3%	120,8%


Aan de bovenzijde zien we de situatie met enkel de aandelen-collar, aan de onderzijde na de implementatie van de swaption strategie. De beschermingsstrategie resulteert in een significante verbetering van de dekkinggraad bij forse rentedaling terwijl bij rentestijging een deel van het opwaarts potentieel wordt opgegeven. De dekkinggraad blijft nu ook in het scenario van een forse daling in de aandelenmarkten in combinatie met een forse rentedaling boven de invaardekkinggraad van 103%.

² Enkel optie premie verwerkt in scenario analyse, impliciete aanname dat andere componenten die bijdragen aan de dekkinggraadontwikkeling richting invaardatum een nihil netto effect hebben.

Contact

 Columbia Threadneedle Investments
Nederland
Jachthavenweg 109E
1081 KM Amsterdam
Netherlands

 +31 (0)20-582 3758
Gerben Borkent

 gerben.borkent@columbiathreadneedle.com

Meer informatie: columbiathreadneedle.nl

