



Dekkingsgraadbescherming  
in aanloop naar de WTP-transitie

## Inhoud

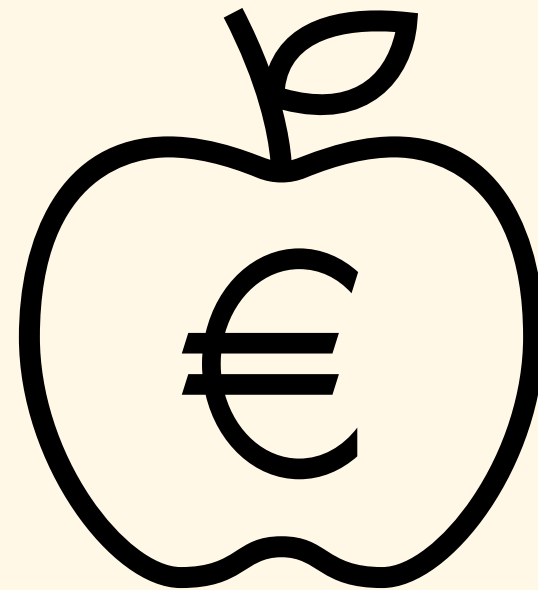
Inleiding	3
Afdekken dekingsgraadrisico: lineair versus niet-lineair	4
Ontwikkeling prijs dekingsgraadbescherming	5
Samenvatting en conclusies	11



## Inleiding

Binnenkort gaan de eerste pensioenfondsen daadwerkelijk over naar een nieuwe regeling onder de Wet Toekomst Pensioenen (WTP). En vele anderen zullen de komende jaren volgen. Een spannend moment voor pensioenfondsen. Enerzijds vanwege de operationele risico's die met de transitie gemoeid zijn, anderzijds speelt ook het financiële risico een belangrijke rol. Met name de onzekerheid met betrekking tot het dekkingsgraadniveau waarop de transitie wordt uitgevoerd. Het draagvlak onder de deelnemers zal immers een stuk hoger zijn bij een hogere dekkingsgraad, waarbij er direct (inhaal-)indexaties (dus extra kapitaal) kunnen worden toegekend, de solidariteitsbuffer goed gevuld kan worden en/of de afschaffing van de doorsneepremie kan worden gefinancierd.

Bij een lage dekkingsgraad daarentegen zullen de pensioenvermogens veelal gekort moeten worden om de benodigde buffers te vullen en zal het draagvlak voor de transitie afnemen. Dit geldt overigens niet alleen voor pensioenfondsen die invaren naar een nieuwe pensioenregeling, maar ook voor pensioenfondsen die hun verplichtingen via een buy-out willen overdragen aan een verzekeraar. In dit artikel bespreken we kort de beleggingstechnieken om deze dekkingsgraadriscico's te beheren en laten we zien hoe de prijs van een dergelijke afdekking zich heeft ontwikkeld over de afgelopen jaren.



## Afdekken dekkingsgraadrisico: lineair versus niet-lineair

De meest rechttoe rechtaan oplossing om een dekkingsgraad te stabiliseren is een volledige 'de-risking' van de pensioenfondsbalans. Simpel gezegd: alle zakelijke waarden verkopen en het volledige renterisico van de nominale verplichtingen afdekken (of de nominale verplichtingen vermenigvuldigd met het dekkingsgraadniveau om de absolute hoogte van de dekkingsgraad te stabiliseren). Een dergelijke 'de-risking' is echter vanuit de continuïteitsgedachte van een pensioenfonds niet gewenst. Immers, je mist tijdelijk exposure naar de risicovollere beleggingen, wat zomaar kan leiden tot gemist rendement. Ook de toezichthouder is hier kritisch op; het kan immers niet zo zijn dat het lange termijn risicoprofiel van een pensioenfonds verandert door een tussentijdse transitie.

Om zowel het korte termijn risico (van de transitie) als het lange termijn risico (behoud van extra rendement) te beheren ligt een oplossing met non-lineaire instrumenten (oftewel aandelenopties en renteswaptions) voor de hand. Daarmee is er behoud van het lange termijn rendement, maar wordt een bepaald niveau van de dekkingsgraad op korte termijn beschermd. Het ligt hierbij voor de hand om het te beschermen dekkingsgraadniveau zo te bepalen dat daarmee in ieder geval de belangrijkste doelstellingen van het pensioenfonds kunnen worden doorgevoerd (opbouw buffer, etc.) zonder dat dit ten koste gaat van de individuele pensioenvermogens.

Voor elk pensioenfonds kan dit een ander dekkingsgraadniveau zijn.

Daarnaast is het belangrijk om na te denken over de looptijd van de opties: bij voorkeur loopt de dekkingsgraadbescherming precies af op het moment van de transitie. Mocht hier onduidelijkheid over zijn (en dat geldt voor veel pensioenfondsen) dan is het aan te raden om enige marge in te bouwen door te kiezen voor een iets langere looptijd van de dekkingsgraadbescherming (het doorrollen van de dekkingsgraadbescherming is namelijk relatief duur).

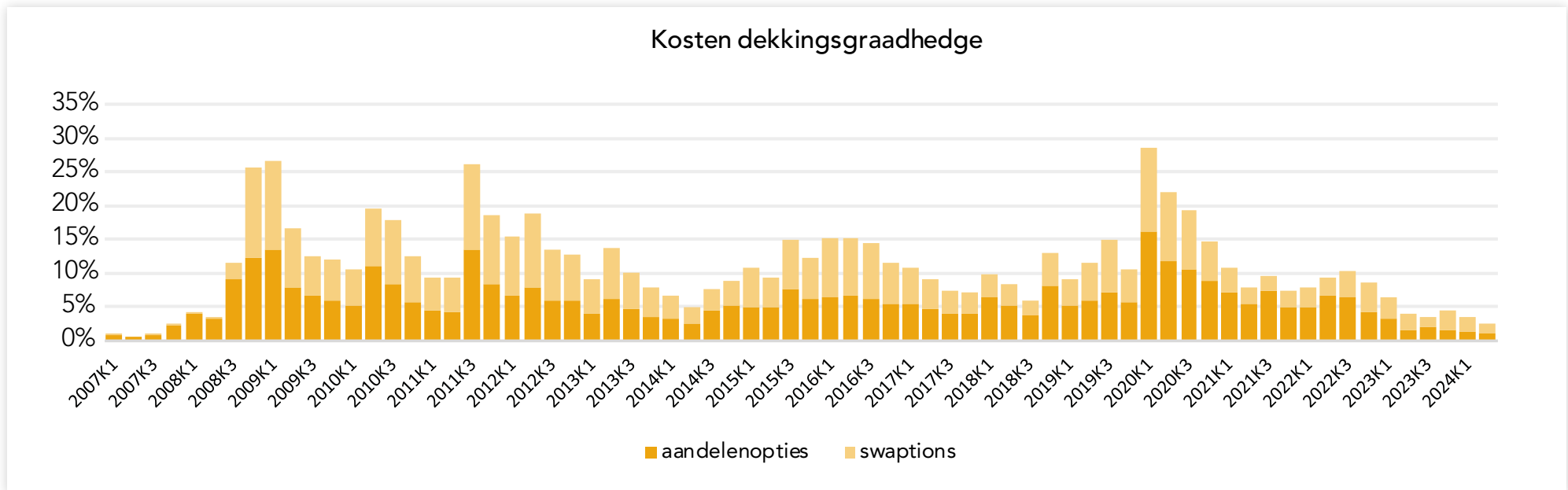
Een belangrijke factor bij het bepalen of een dekkingsgraadbescherming voor een pensioenfonds interessant is, is natuurlijk de prijs hiervan. De prijs is afhankelijk van vele factoren die we nu nader onder de loop zullen nemen.



## Ontwikkeling prijs dekkingsgraadbescherming

In onderstaande grafiek laten we voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds zien wat de ontwikkeling van de (gemodelleerde) prijs is van een dekkingsgraadbescherming<sup>1</sup> op een minimaal dekkingsgraadniveau van 110 en een looptijd van 2 jaar. De dekkingsgraad wordt beschermd door een combinatie van aandelenopties (ter bescherming van de zakelijke waarden portefeuille) en renteswaptions (ter bescherming van de rentemismatch). De kosten van beide instrumenten worden uitgesplitst in onderstaande grafiek:

We zien dat de prijs van de dekkingsgraadbescherming fluctueert van ongeveer 0,5% van de dekkingsgraad naar wel 28,7% van de dekkingsgraad, oftewel meer dan 55 keer zo veel! Het moment van implementatie van de hedge is dus zeker van belang. Eind juni 2024 bedroeg de kostprijs van de dekkingsgraadhedge slechts 2,7% (bestaande uit 1,1% kosten voor aandelenopties en 1,6% voor de renteswaptions). In historisch perspectief absoluut een interessant niveau om je dekkingsgraadhedge te implementeren.



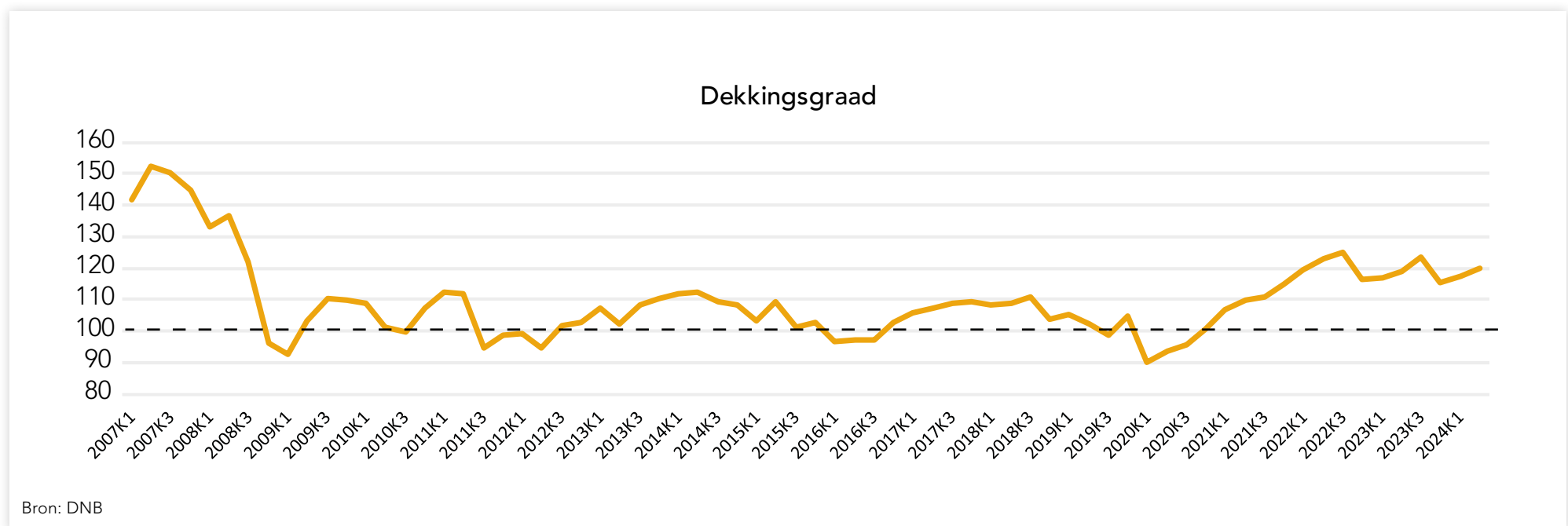
<sup>1</sup> Overigens betreft het geen 100% garantie dat de dekkingsgraad beschermd is. Immers de hedge kan altijd afwijken van de daadwerkelijke ontwikkeling van de beleggingen. Bovendien hebben ook actuariële effecten invloed op de hoogte van de dekkingsgraad.

## 6 Dekkingsgraadbescherming in aanloop naar de WTP-transitie

dekkingsgraadhedge zijn:

- 1 **actueel dekkingsgraadniveau:** hoe hoger de actuele dekkingsgraad hoe goedkoper het is om een bepaald dekkingsgraadniveau (in dit geval 110) af te dekken. Onderstaand wordt de ontwikkeling van de gemiddelde dekkingsgraad van Nederlandse pensioenfondsen getoond vanaf 2007:

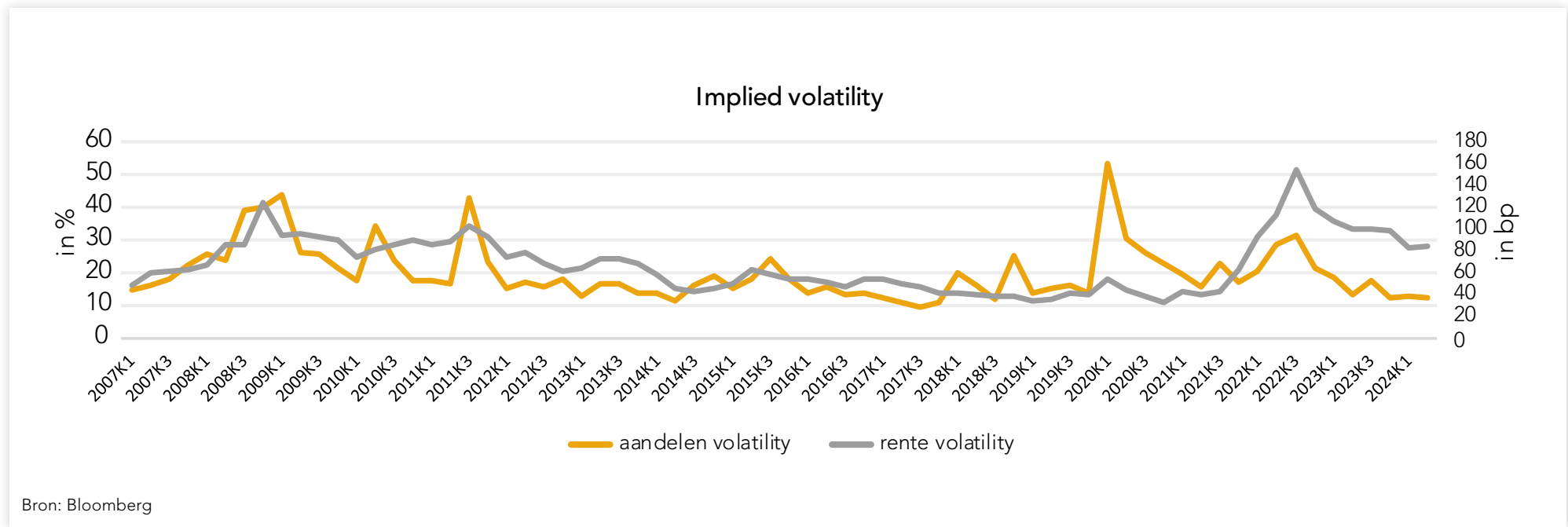
Het is overduidelijk (en volkomen logisch) dat de kostprijs van een dekkingsgraadhedge negatief gecorreleerd is met de hoogte van de dekkingsgraad. Maar het is zeker niet de enige factor.



## 7 Dekkingsgraadbescherming in aanloop naar de WTP-transitie

2 **implied volatility** oftewel de verwachte volatiliteit die is ingeprijsd in de optiewaarderingen. Als er veel (verwachte) onrust is op de financiële markten gaat de prijs van een optie omhoog. De verwachte volatiliteit van de aandelenmarkt hoeft hierbij zeker niet gelijk op te gaan met die van de rentemarkt. Zie ook onderstaande grafiek waarbij beide weergegeven zijn (op de linker as de aandelenvolatiliteit in % en op de rechter as de rentevolatiliteit in basispunten):

Als voorbeeld: toen COVID-19 zich begin 2020 verspreidde nam de verwachte volatiliteit op de aandelenmarkt sterk toe. Op de rentemarkt was dit niet het geval: de rente was immers al laag en de verwachting was dan ook dat door COVID-19 deze lage rentes niet significant zouden veranderen. Enigszins het tegenovergestelde zagen we eind 2022/begin 2023 toen het 'inflatiespook' een groot effect had op de rentemarkten en in mindere mate op de aandelenmarkten.

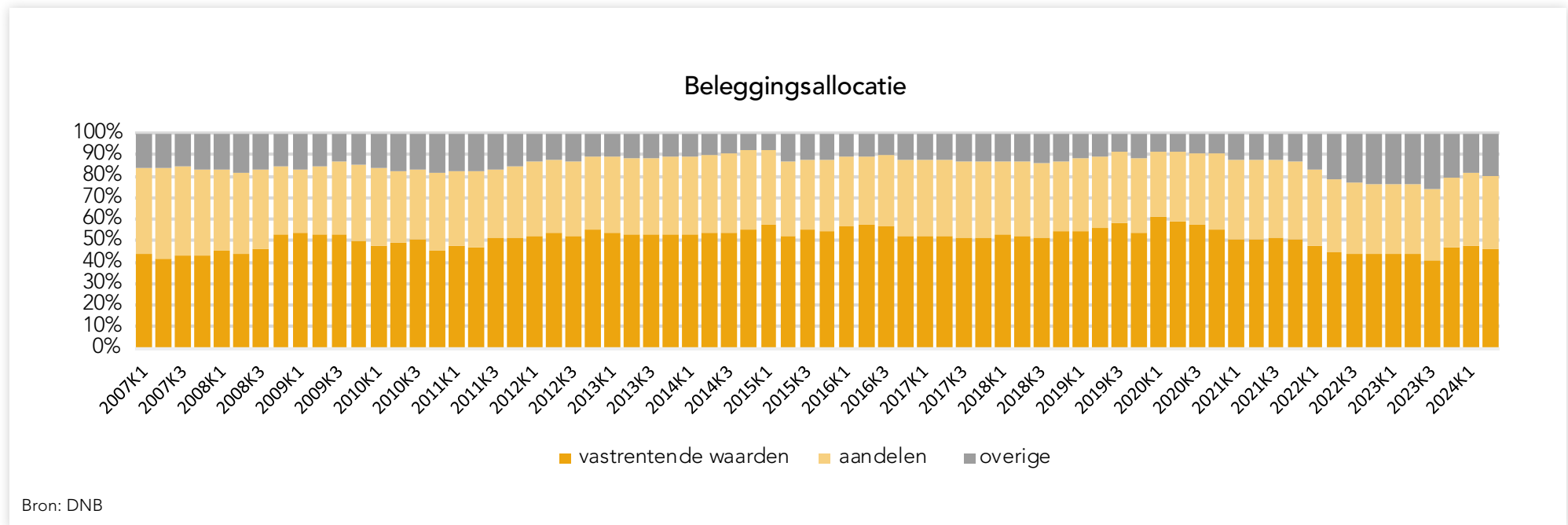


## 8 Dekkingsgraadbescherming in aanloop naar de WTP-transitie

3 **actuele beleggingsallocatie:** een andere factor die van belang is, is de beleggingsallocatie. Immers, hoe risicovoller er belegd wordt, in dit geval hoe meer er in zakelijke waarden wordt belegd, des te duurder het is om dat risico af te dekken. De ontwikkeling van de beleggingsallocatie van Nederlandse pensioenfondsen vanaf 2007 wordt in onderstaande grafiek weergegeven:

We zien hierbij dat de allocatie naar aandelen redelijk constant is geweest over de betreffende periode. De allocatie van overige beleggingscategorieën versus vastrentende waarden fluctueert wel op totaalniveau.

Voor elk pensioenfonds zal deze categorie weer anders zijn belegd: een nadere analyse van de risicokarakteristieken zal moeten worden gedaan om vast te stellen wat de optimale hedge is voor deze categorie. Een manier om dit te doen is door de bèta (=gevoeligheid) van de betreffende beleggingen te berekenen ten opzichte van aandelenrendementen. Indien deze bèta bijvoorbeeld 0,5 is, kan de aandelenhedge verhoogd worden met 0,5 keer de exposure van de betreffende beleggingscategorie. In de berekening van de dekkingsgraadhedge zijn we inderdaad uitgegaan van een gemiddelde bèta van 0,5.





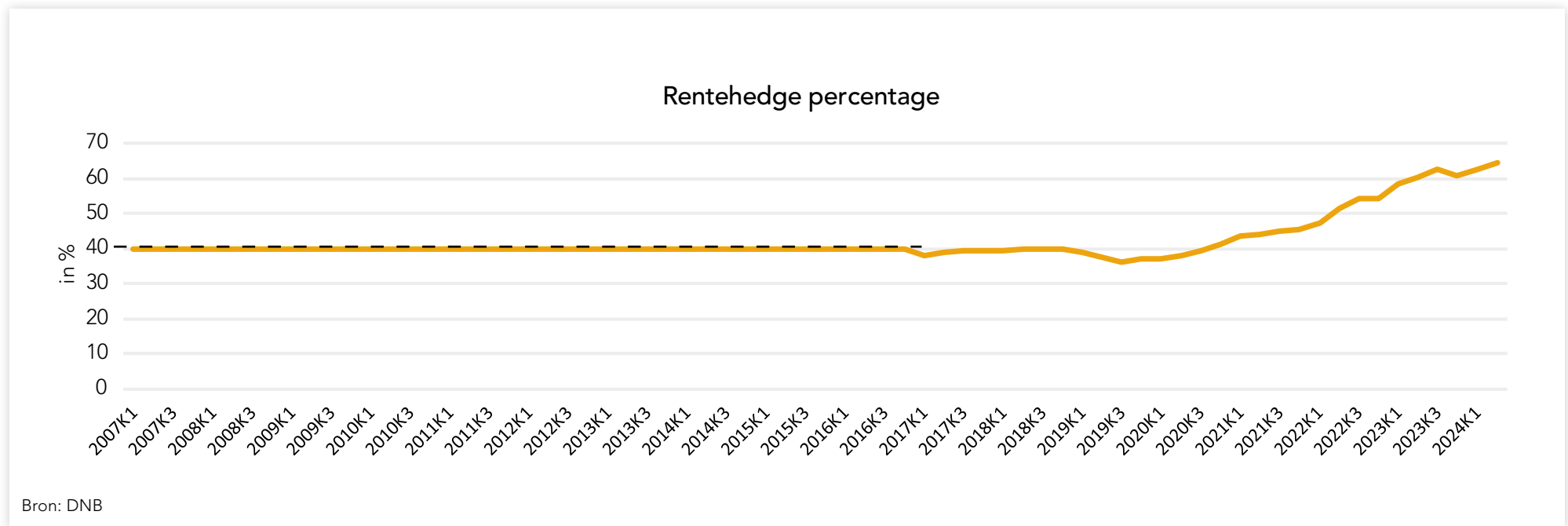
**4 Actuele renteafdeckingspercentage:**

En de laatste relevante factor is het actuele rentehedgeniveau van een pensioenfonds. Immers, hoe meer renterisico al is afgedekt, des te minder exposure benodigd is in de resterende rentehedge.

In onderstaande grafiek wordt de gemiddelde rentehedge getoond van alle Nederlandse pensioenfondsen (vanaf 2017 beschikbaar).

<sup>2</sup>Uit de grafiek blijkt dat de gemiddelde rentehedge vanaf 2021 sterk is toegenomen van ongeveer 40% naar ongeveer 65%. Dit leidt ertoe dat de kosten voor het afdekken van de resterende renterisico's dalen.

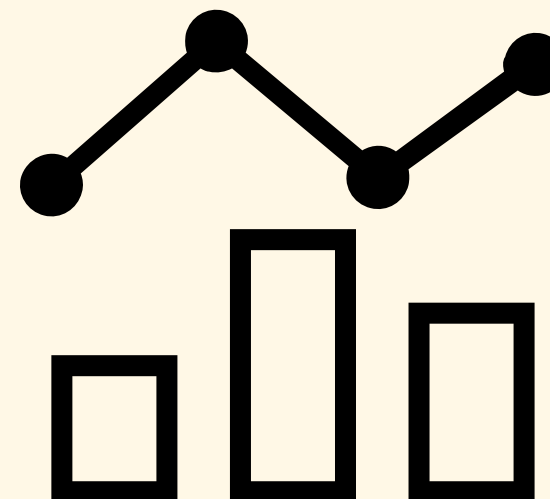
<sup>2</sup> In de berekening van de dekkingsgraadhedge vanaf 2007 hebben we overigens een vast afdeckingspercentage van 40% verondersteld tot 2017.



## 10 Dekkingsgraadbescherming in aanloop naar de WTP-transitie

Bovenstaand zijn verschillende factoren genoemd die impact hebben op de prijs van de dekkingsgraadhedge. Om wat meer gevoel te krijgen voor de prijsgevoeligheid van deze factoren worden in onderstaande tabel verschillende scenario's doorgerekend:

scenario	prijs
Huidige situatie (juni 2024)	2,7%
looptijd opties:	
- looptijd van 1 jaar (i.p.v. 2 jaar)	1,5%
- looptijd van 6 maanden (i.p.v. 2 jaar)	0,7%
dekkingsgraad:	
- 10% punt lagere dekkingsgraad (109,3)	5,5%
- 10% punt hogere dekkingsgraad (129,3)	1,0%
implied volatility:	
- implied volatility x 1,5	5,4%
- implied volatility x 0,5	0,5%
zakelijke waarden:	
- 10% punt hogere allocatie zakelijke waarden	2,9%
- 10% punt lagere allocatie zakelijke waarden	2,4%
rentehedge:	
- 10% punt lagere rentehedge (55%)	2,9%
- 10% punt hogere rentehedge (75%)	2,0%



## Samenvatting en conclusies

In aanloop naar de overgang naar de WTP moeten pensioenfondsen niet alleen aandacht hebben voor de operationele aspecten van de overgang, maar ook voor de financiële risico's van de overgang. De hoogte van de dekkingsgraad bij de overgang kan immers impact hebben op de verdeling van de gelden tussen deelnemers onderling en het financieren van de overige doelstellingen. Bij lage dekkingsgraden kan het draagvlak onder de deelnemers voor de overgang zomaar verdwenen zijn.

Het lijkt dan ook verstandig voor pensioenfondsen om een minimaal dekkingsgraadniveau te beschermen door middel van opties op aandelen en op rentes (swaptions). De kostprijs van deze dekkingsgraadhedge fluctueert sterk en is o.a. afhankelijk van de looptijd van de opties, het dekkingsgraadniveau, de verwachte (implied) volatiliteit van de optiemarkt en het risicoprofiel van het pensioenfonds (zowel de allocatie naar zakelijke waarden als de hoogte van de rentehedge).

Momenteel lijkt de prijs in historisch perspectief alleszins redelijk en lijkt het dan ook niet meer dan logisch dat de implementatie van een dekkingsgraadhedge serieus wordt overwogen bij pensioenfondsen.



---

**Q.S.I.**

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

[www.asr.nl](http://www.asr.nl)

ASR Vermogensbeheer N.V., KVK 30227237 Utrecht

44100\_1024