

ALLES WAT U ALTIJD AL WILDE WETEN OVER BALANSMANAGEMENT

Jan Willem van Stuijvenberg, oprichter en eigenaar van Van Stuijvenberg Financial Services

beantwoordt een aantal vragen over balansmanagement

Door Jolanda de Groot

Wat is balansmanagement?

Balansmanagement is een vorm van risicomanagement die bezittingen en verplichtingen van pensioenfondsen met elkaar in evenwicht brengt. Bij het vinden van deze balans spelen diverse factoren een rol. Denk hierbij aan de karakteristiek van de verplichtingen (oud fonds, jong fonds, indexatie ambities), de omvang van het vermogen, de hoogte van de huidige dekkingsgraad en het gewenste risicoprofiel. Verder speelt de voorkeur van het pensioenfondsbestuur op diverse vlakken een belangrijke rol.

Op welke manieren gaan pensioenfondsen op dit moment om met balansmanagement?

Over het algemeen kan gesteld worden dat de Nederlandse markt op dit vlak ver ontwikkeld is. Reeds vele jaren is balansmanagement een onderwerp op de bestuursagenda. Tot driekwart jaar geleden was hét thema op het gebied van balansmanagement vooral rente risicoreductie: de balans werd minder gevoelig gemaakt voor bewegingen in de rente. De rentegevoeligheid van de beleggingen werd door middel van vooral lang lopende rente swaps verhoogd en kwam zo dichterbij de rentegevoeligheid van de verplichtingen. Aangezien een 'plain vanilla' rente swap een symmetrisch product is, heeft degene die deze swap afsluit minder last van rentedalingen, maar ook minder profijt van rentestijgingen. Op dit moment is het thema nog steeds risicoreductie. Nu echter wordt het



Jan Willem van Stuijvenberg

ADVERTENTIE

Asia • Australia • Europe • Middle East • The Americas



Bij T. Rowe Price geloven we dat teamwerk essentieel is. Een toegewijd team van meer dan 385 beleggingsprofessionals* wereldwijd deelt onderling de beste ideeën over landen, sectoren en beleggingscategorien ten behoeve van al onze cliënten.

troweprice.com/truth

T. Rowe Price
INVEST WITH CONFIDENCE

*Beleggingsprofessionals van de T. Rowe Price bedrijven per 31 december 2010. Uitgegeven door T. Rowe Price International Ltd, 60 Queen Victoria Street, Londen EC4N 4TZ, geautoriseerd en gereguleerd door de UK Financial Services Authority (the "FSA"). Dit materiaal is niet bestemd voor gebruik door particuliere cliënten overeenkomstig de regelgeving van de FSA. T. Rowe Price, Invest With Confidence en het logo van het dikhoornschaap zijn geregistreerde handelsmerken van T. Rowe Price Group, Inc. in de Europese Unie en andere landen. Dit materiaal werd geproduceerd in het Verenigd Koninkrijk.

neerwaartse renterisico met rente opties afgedekt, terwijl tegelijkertijd de mogelijkheid open gelaten wordt om te profiteren van rentestijgingen. Deze verandering ten opzichte van driekwart jaar geleden is zowel ingegeven door de lage dekkingsgraad van veel pensioenfondsen als door de lage marktrente in combinatie met de verwachting (hoop) dat de rente binnen afzienbare tijd weer gaat stijgen.

Op welke manier/manieren kan een pensioenfonds zich indekken tegen het risico van een verder dalende dekkingsgraad, terwijl tegelijkertijd het opwaartse potentieel open blijft?

Ik neem op dit moment drie populaire manieren waar om het neerwaartse risico af te dekken en het opwaartse potentieel open te laten. In de eerste plaats zie ik dat er aan de rentekant regelmatig gebruik gemaakt wordt van opties op de rente c.q. swaptions. Daarnaast wordt er ten aanzien van het aandelenrisico gebruik gemaakt van equity basket put options. Ook bestaat er veel interesse voor een derde product: de hybrid solution.

Wat zijn swaptions?

Een swaption is een optie op de rente. Deze optie heeft bij aanvang een waarde net als een put optie. De swaption variant die hier veelal gebruikt wordt, is de receiver swaption. Het fonds heeft dan bijvoorbeeld het recht, maar niet de plicht, om na drie jaar een vooraf vastgestelde swaprente (uitoefenrente) over een hoofdsom te mogen ontvangen voor een periode van 30 jaar. Een gewone renteswap werkt symmetrisch en krijgt bij een rentedaling een positieve waarde en bij een rentestijging een negatieve waarde. Een swaption werkt in tegenstelling tot een swap asymmetrisch. Wanneer de rente bij het aflopen van het contract lager is dan de uitoefenrente heeft de swaption een positieve waarde. Is de rente echter hoger dan de uitoefenrente bij afloop van het contract dan heeft de swaption geen waarde. Degene die de swaption is aangegaan, is dan enkel de bij aanvang betaalde premie kwijt. Dit leidt ertoe dat pensioenfondsen wanneer swaptions worden ingezet, geen last hebben van rentedalingen, terwijl bij een voldoende rentestijging de dekkingsgraad toeneemt.

Wanneer zijn swaptions interessant?

Swaptions zijn alleen interessant wanneer je de overtuiging hebt dat de rente gaat stijgen en het fonds zich niet kan permitteren om het neerwaartse renterisico niet af te dekken. Verder zie ik dat de belangstelling voor swaptions toeneemt op het moment dat het volgende zich voordoet:

- 1. Het absolute niveau van de dekkingsgraad is laag.**
- 2. De verwachting dat de rente gaat stijgen is sterk.**
- 3. Er een verhoogde druk komt vanuit de toezichthouder om meer aan risicomanagement te doen.**

Dit spreekt voor zich en wordt ingegeven door het feit dat een swaption het bij een rentestijging veel beter doet dan een

swap en pensioenfondsen een lagere dekkingsgraad in het algemeen niet vast willen zetten.

Zijn er ook nadelen verbonden aan het gebruik van swaptions?

Het nadeel van het gebruik van swaptions zit in de bij aanvang te betalen premie. Deze premie kan behoorlijk oplopen. Ter illustratie: wanneer een fonds de verplichtingen middels swaptions voor een periode van vier jaar volledig wil beschermen tegen een dalende rente en het opwaarts potentieel volledig wil openlaten, is een premie van 7,5% per jaar van de verplichtingen niet onrealistisch. Als marktverwachtingen zoals ingeprijsd in de swap rente termijn structuur uitkomen, is het fonds de betaalde premie kwijt en daalt de dekkingsgraad. Het gebruik van swaptions is daarom een strategie die discretionair slechts tijdelijk kan worden ingezet.

Wat zijn equity basket put options en hoe werken ze?

Een equity basket put option is een put optie op een mandje van aandelenindices. Dit mandje wordt overeenkomstig de regioverdeling waarin een fonds in aandelen belegt, samengesteld. Het voordeel van een equity basket put option is dat, net als bij een swaption, het risico op een daling van aandelenmarkten wordt afgedekt, terwijl het opwaarts potentieel wordt opengelaten. Een extra voordeel van de equity basket put option is dat het effect van het afdekken van aandelenrisico veelal groter is dan het afdekken van additioneel renterisico. Renterisico is immers vaak al voor een hoog percentage afgedekt waardoor het marginale effect van extra afdekking gering is.

Wanneer zijn equity basket put options interessant?

Dit is analoog aan swaptions. Equity basket put options zijn interessant wanneer aandelen fundamenteel goedkoop zijn en men de visie heeft dat deze op termijn gaan stijgen, terwijl het fonds zich geen verdere daling van aandelen kan permitteren.

Zijn er ook nadelen verbonden aan het gebruik van equity basket put options?

De nadelen van het gebruik van equity basket put options zijn gelijk aan die van swaptions. Omdat het een derivaat met een asymmetrische werking betreft, dient hier bij aanvang van het contract een premie betaald te worden. Als bestaande marktverwachtingen uitkomen is men de putoptiepremie kwijt. Een lage dekkingsgraad en lage aandelenkoersen zijn drijvende krachten voor de interesse in dit product.

Wat zijn hybrid solutions en hoe werken ze?

Een hybrid solution fungeert in de praktijk als een putoptie op de dekkingsgraad. Een pensioenfonds hoeft zich niet te verzekeren voor de situatie waarin de rente daalt, terwijl dit wordt goedgemaakt door een forse stijging van de aandelenkoersen. Immers, in dat geval zal de dekkingsgraad gewoon stijgen. Een hybrid verzekert pensioenfondsen enkel



voor die situaties waarbij de ontwikkeling van zowel de rente als de aandelenkoersen negatief is voor de dekkingsgraad (rentedaling in combinatie met dalende aandelenkoersen). Een hybrid neemt alleen in waarde toe wanneer beide markten zo bewegen dat de dekkingsgraad daalt. Een vaak gehoord argument is dan ook dat een hybrid enkel een verzekering is voor die gevallen dat dit ook echt gewenst is. Een hybrid is een combinatie van een swaption en een equity basket put option die alleen uitkeert als beide markten tegengzitten. Omdat een hybrid alleen uitkeert als aan beide voorwaarden voldaan wordt, is een hybrid solution 'goedkoper' dan een individuele swaption en een individuele equity basket putoption.

Zijn er ook nadelen verbonden aan het gebruik van hybrid solutions?

Het grote nadeel aan hybrid solutions is dat deze oplossingen zeer complex, illiquide en erg kostbaar zijn. Vergeleken met het aanhouden van swaptions en equity basket put options is de 'kostenreductie' niet erg groot. Voorts kan eigenlijk niet van kostenreductie gesproken worden. Immers een portefeuille met swaptions en equity basket put options genereert waarde wanneer ofwel de rente daalt danwel de aandelen dalen, danwel beide dalen. Bij een hybrid moeten beide markten gelijktijdig tegengzitten en kunnen de losse componenten niet separaat worden verhandeld. Bij een hybrid wordt, net zoals bij een swaption, een implied volatility voor de rente betaald die hoger is dan de daadwerkelijke volatiliteit en wordt een hogere implied volatility aangenomen voor de aandelenmarkt dan de werkelijke volatiliteit van de aandelenmarkt. Daarnaast betaal je ook nog een hogere correlatie dan de werkelijke correlatie tussen de rente en de koersontwikkeling van de aandelenmarkten. Deze drie factoren zorgen ervoor dat bij aanvang de verwachtingswaarde van het te maken rendement sterk negatief is. Hiernaast is de hybrid solution illiquide en daardoor zeer moeilijk te prijzen.

Waar moet men nog meer opletten bij deze producten?

Swaptions, equity basket put options en hybrids elimineren rente- en aandelenrisico en verlagen zonder twijfel de volatiliteit van de dekkingsgraad. Men is zich er echter soms niet van bewust dat de waarde van deze producten ook afhangt van andere factoren dan de stand van de rente en aandelenindices. De waarde hangt ook sterk af van de marktperceptie van volatiliteit en correlatie. Wanneer bijvoorbeeld de rente constant blijft, terwijl de onrust op de financiële markten afneemt, zal de marktperceptie van volatiliteit dalen. Swaptions zullen in dat geval dalen in waarde hetgeen direct doorwerkt in de dekkingsgraad. Men elimineert dus rente en aandelenrisico, maar krijgt er ten dele wel andere risico's voor terug. «

Swaptions, equity basket put options en hybrids elimineren rente- en aandelenrisico en verlagen de volatiliteit van de dekkingsgraad.