

Amsterdam
Postbus 98
1000 AB Amsterdam

Datum
15 maart 2010
Uw kenmerk

Ons kenmerk
2010/149710
Behandeld door

Doorkiesnummer
020 524
Bijlage(n)

Onderwerp
Resultaten beleggingsonderzoek

Geacht bestuur,

In 2009 heeft DNB een onderzoek uitgevoerd naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Tijdens de jaarlijkse DNB bijeenkomst voor pensioenbestuurders op 17 september jl. en in het DNB-Kwartaalbericht¹ van december is aandacht besteed aan de resultaten van dit beleggingsonderzoek. Naar aanleiding daarvan is vanuit de sector gevraagd meer inzicht te geven in de onderzoeksbevindingen. Om tegemoet te komen aan deze belangstelling willen we u door middel van deze brief graag nader informeren over de onderzoeksresultaten.

Op hoofdlijnen heeft het DNB-beleggingsonderzoek geleid tot de volgende conclusies:

- Er bestaat onvoldoende aandacht voor de beleggingstrategie van fondsen in relatie tot de kenmerken van het fonds, waardoor het risicoprofiel op gespannen voet kan komen te staan met de belangen van deelnemers.
- De financiële opzet en daarbinnen de beleggingsstrategie wordt te vaak gestoeld op optimistische veronderstellingen.
- De vertaling van het beoogde strategische beleggingsbeleid naar de daadwerkelijke beleggingsportefeuille heeft tot extra verliezen geleid, bovenop de verliezen die direct op het conto van de marktomstandigheden kunnen worden geschreven.
- Het vereist eigen vermogen wordt niet altijd correct vastgesteld, waardoor een goed zicht op het aan te houden eigen vermogen ontbreekt.
- Door tekortkomingen in de governance, uitbesteding en risicobeheersing zijn pensioenfondsen kwetsbaar gebleken.

Inmiddels heeft ook de commissie Frijns haar rapport 'Pensioen: onzekere zekerheid' gepresenteerd. De bevindingen van de commissie Frijns komen voor een belangrijk deel overeen met de bevindingen van het DNB-beleggingsonderzoek. De aanbevelingen van de commissie Frijns sluiten eveneens grotendeels aan op bovenstaande conclusies en zijn gericht op het

¹ 'Beleggingsbeleid pensioenfondsen onder de loep', Kwartaalbericht December 2009, www.dnb.nl.

verbeteren van de governance van pensioenfondsen in het algemeen en het risicobeheer en de uitvoering van het beleggingsbeleid in het bijzonder.

In bijgaande bijlage vindt u een toelichting op bovenstaande conclusies, waarbij aan de hand van de resultaten van het onderzoek de conclusies worden geïllustreerd. De resultaten zijn vanzelfsprekend geanonimiseerd weergegeven. De focus ligt daarbij op de tekortkomingen die in het onderzoek zijn gesignaleerd, maar dat wil niet zeggen dat er geen goede voorbeelden zijn aangetroffen.

Vanuit uw eindverantwoordelijkheid voor het beleggingsbeleid en de uitvoering vragen wij uw aandacht voor de bijgaande onderzoeksbevindingen. Aan de hand van deze bevindingen kunt u vervolgens nagaan of zich binnen uw fonds vergelijkbare problemen voordoen en kunt u waar nodig verbeteringen aanbrengen. We zijn ons er overigens van bewust dat tussen fondsen grote verschillen bestaan en dat ook de tekortkomingen per fonds uiteenlopen.

Het onderzoek van DNB toont aan dat het beleggingsbeleid soms ernstige tekortkomingen kent die het vertrouwen in de pensioensector kunnen ondermijnen. DNB heeft met individuele pensioenfondsen afspraken gemaakt om die tekortkomingen te adresseren. Het is echter ook van belang dat sectorbreed aandacht wordt besteed aan verbeteringen. DNB heeft met de pensioenkoepels de onderzoeksresultaten besproken. Voor de pensioenkoepels is dit aanleiding geweest 'good practices' te gaan ontwikkelen. DNB juicht dit initiatief toe en gaat er vanuit dat deze 'good practices' straks voor u een belangrijk hulpmiddel vormen voor het doorvoeren van verbeteringen.

Mocht u naar aanleiding van deze brief nog vragen hebben dan kunt u contact opnemen met de toezichthouder van uw fonds.

Hoogachtend,
De Nederlandsche Bank NV



mw mr dr F. de Vries
Divisiedirecteur

Belangrijkste bevindingen van het onderzoek naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen

Is het onderzoek representatief voor de gehele pensioensector?

In de eerste helft van 2009 heeft DNB een onderzoek uitgevoerd naar de beleggingen van pensioenfondsen. Daarbij is gebruik gemaakt van zowel bureau- als veldonderzoek. De hieronder gepresenteerde bevindingen zijn gebaseerd op een sectorbrede analyse van toezichtgegevens, zoals de jaar- en kwartaalstaten en de herstelplannen. Daarnaast zijn de ervaringen uit het reguliere toezicht benut waaronder de in begin 2009 uitgevoerde 'uitvraag inzake actief beheer'. Bij een tiental pensioenfondsen is diepgaand veldonderzoek gedaan naar de manier waarop ze feitelijk beleggen. Deze fondsen zijn zodanig gekozen dat ze in diverse opzichten een goede afspiegeling van de sector vormen. Bovendien is eind 2009 bij een selectie van fondsen een uitvraag gedaan naar de beleggingsresultaten over 2008 waarbij eerdere bevindingen zijn bevestigd. De gepresenteerde onderzoeksresultaten zijn derhalve representatief voor de gehele pensioensector. Bij de hierna gepresenteerde onderzoeksbevindingen ligt de focus op de tekortkomingen die in het onderzoek zijn gesignaleerd. Dit wil niet zeggen dat er geen goede voorbeelden zijn. Tijdens het onderzoek zijn ook pensioenfondsen aangetroffen die beschikken over een adequate risicobeheersing, die bovendien de staartrisico's van hun financiële opzet goed op het netvlies hebben staan.

Wat waren de gevolgen van de kredietcrisis voor de pensioensector?

Pensioenfondsen hebben tijdens de kredietcrisis grote verliezen geleden. De gemiddelde dekkingsgraad daalde over 2008 van 144% naar 95%. Onder de gemiddelde daling ging echter een grote variatie schuil. Bij een tiental pensioenfondsen bleef de daling van de dekkingsgraad beperkt tot minder dan tien punten; daarentegen was in enkele gevallen de daling groter dan honderd punten. Het totale beleggingsverlies over 2008 bedroeg € 112 miljard. De bevindingen in het onderzoek laten zien dat dit geleden verlies groter is dan zuiver op basis van de bijzondere omstandigheden mocht worden verwacht.

Waaruit blijkt dat de aandacht voor beleggingsstrategie in relatie tot de totale financiële opzet onvoldoende was?

De onderzoeksbevindingen laten zien dat er onvoldoende aandacht bestaat voor de relatie tussen de beleggingsstrategie en de totale financiële opzet van pensioenfondsen. Daardoor kan het risicoprofiel van een fonds op gespannen voet komen te staan met de belangen van deelnemers. Voor fondsbesturen is het van belang te bezien of het beleggingsbeleid past bij de aard en de omvang van de pensioenverplichtingen. Een pensioenfonds moet de beleggingsrisico's in relatie tot de verplichtingen kunnen dragen. Het onderzoek heeft laten zien dat dit niet altijd het geval is. De volgende onderzoeksbevindingen vormen daarvoor een illustratie:

- Het in de praktijk gevoerde beleggingsbeleid kent soms een veel kortere horizon dan mag worden verwacht op basis van de verplichtingenstructuur, die een veel langere termijn kent. Er bestaat daardoor te weinig verband tussen de kenmerken van het fonds en het beleggingsbeleid van het fonds.
- De continuïteitsanalyse speelt een te beperkte rol bij het inzichtelijk maken van de beleggingsstrategie. Uit de toezichtpraktijk is gebleken dat het instrument weinig wordt gebruikt om de consequenties van beoogd beleid te analyseren. Er zou veel meer focus moeten liggen op het analyseren van de slechte scenario's.

- Pensioenfondsen die in de uitgangssituatie (ook in reële termen) aan hun huidige en toekomstige verplichtingen konden voldoen, zijn toch in een tekortsituatie beland.
- Fondsen die hadden besloten te liquideren hebben desondanks de oorspronkelijke blootstellingen aan markt- en renterisico's gehandhaafd. Als gevolg van de geleden verliezen is liquidatie uitgesteld en moest eerst een herstelplan worden opgesteld.
- Fondsen waarbinnen geen nieuwe opbouw plaatsvindt en geen premies meer binnenkomen, zogenaamde gesloten fondsen, kenden een te risicovolle beleggingsmix in verhouding tot de capaciteit om deze risico's te kunnen dragen. Als gevolg van de geleden verliezen is het bestaansrecht van een aantal fondsen ondermijnd.

Waaruit blijkt dat de financiële opzet en daarbinnen de beleggingsstrategie te vaak wordt gestoeld op optimistische veronderstellingen?

Informatie ontleend aan de herstelplannen laat zien dat de financiële opzet en daarbinnen de beleggingsstrategie te vaak is gestoeld op optimistische veronderstellingen. Optimistische inschattingen leiden ceteris paribus tot een risicovollere beleggingsmix en tot een grotere kans op tegenvallers. Besturen zullen hun beleggingsstrategie moeten baseren op realistische rendements- en risicoverwachtingen. Het onderzoek heeft laten zien dat in de huidige praktijk te vaak optimistische veronderstellingen worden gehanteerd.

De volgende onderzoeksbevindingen bieden daarvoor een illustratie:

- Naar het oordeel van DNB hanteerde 45% van de fondsen die een herstelplan moesten inleveren, verhoudingsgewijs hoge (portefeuille)rendementsveronderstellingen waarmee scherp aan de wind wordt gevaren ten opzichte van de wettelijke maximale parameters. 13% van de fondsen hanteerde bij het doorrekenen van de herstelplannen zelfs een verwacht rendement dat gespiegeld aan de Ministeriële Regeling inzake de parameters als te hoog moest worden gekwalificeerd.
- De veronderstelde mogelijkheden om de premie te verhogen in tijden van nood, blijken in de realiteit niet altijd mogelijk.
- Een aantal sponsors heeft te kennen gegeven dat zij de bijstortingsverplichtingen niet volledig kunnen nakomen. In een enkel geval gold zelfs dat een sponsor in het geheel niet in staat was zijn verplichtingen na te komen.² Ook bleken uitvoeringsovereenkomsten niet altijd waterdicht te zijn, waardoor vermeende bijstortingsverplichtingen minder hard waren dan werd verondersteld.
- Pensioenfondsen staan niet altijd stil bij de impact van slechtweerscenario's op de houdbaarheid van strategieën en ook ongunstige scenario's kennen te optimistische rendementsverwachtingen. Doordat veel nadruk wordt gelegd op het 'gemiddelde pad', ontstaat een zekere mate van schijnzekerheid. Met afwijkingen van dit gemiddelde pad wordt onvoldoende rekening gehouden.

² Overigens zijn er ook diverse fondsen geweest die een bijstorting van hun sponsor hebben ontvangen, zonder dat de sponsor daartoe verplicht was.

Waaruit blijkt dat er een onvolledige vertaling plaatsvindt van het beoogde strategische beleggingsbeleid naar de daadwerkelijke beleggingsportefeuille?

Het onderzoek heeft zichtbaar gemaakt dat de uitvoering van de beleggingsstrategie een bron vormt van additionele risico's. De vertaling van het beoogde strategische beleggingsbeleid naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille heeft tot extra verliezen geleid, bovenop de verliezen die direct op het conto van de marktomstandigheden kunnen worden geschreven.

Aan de afwijkingen tussen de beleggingsstrategie en de uiteindelijke realisatie liggen vele oorzaken ten grondslag. Deze oorzaken hangen veelal samen met innovatieve beleggingen en actief beheer. Zo proberen fondsen met behulp van tactische afwijkingen van de strategische benchmark extra rendement te behalen. Onder invloed van de kredietcrisis zijn echter forse underperformances gerealiseerd. Fondsbestuurders zullen bij de vertaling van strategisch beleggingsbeleid naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille meer aandacht moeten besteden aan de inhoud van de beleggingsmandaten, de beleggingsproducten waarin wordt geïnvesteerd, de invloed van leverage, de securities lending programma's en de liquiditeits- en herfinancieringsrisico's.

Meer specifieke oorzaken voor implementatieverliezen zijn:

- Beleggingsmandaten bevatten te veel vrijheid doordat de vermogensbeheerder een tracking error mandaat meekrijgt zonder verdere beperkingen. Of de tracking error heeft een dusdanige omvang dat deze geen beperking vormt. Vermogensbeheerders krijgen daardoor veel vrijheid om af te wijken van de strategische benchmark.
- Vastrentende mandaten beperken zich niet tot beleggingen met voornamelijk renterisico, maar als gevolg van een ruim mandaat worden ook producten toegestaan zoals bankobligaties en gestructureerde kredietproducten. Hierdoor ontstaan debiteurenrisico's.
- Het afdekken van het renterisico heeft niet conform het strategische beleggingsbeleid gewerkt. Dit kan onder meer samenhangen met de benaderingsmethode die wordt toegepast in de waardering van de verplichtingen of door de wijze waarop de afdekking is geconstrueerd.
- Er zijn posities aangegaan waarbij long ('koop') en short ('verkoop') posities in nagenoeg identieke producten (een zogeheten basis trade) worden genomen, waarbij de belegger van mening is dat de twee producten ten opzichte van elkaar niet juist zijn geprijsd. De verwachting daarbij is dat de winst van de belegging in het ene product het verlies aan de andere kant overtreft.
- Beleggingen in producten met leverage (hefboomwerking) hebben tot extra verliezen geleid. Deze producten waarbij wordt geleend zorgen er voor dat de investeringsomvang toeneemt waardoor meer risico wordt gelopen. Voorbeelden zijn onder meer onroerendgoedfondsen, infrastructuurfondsen, hedgefondsen en private equity. De impact van de leverage wordt niet altijd onderkend, waardoor verliezen zijn geleden die in extreme gevallen zelfs opliepen tot nagenoeg de volledige belegging. Ook is met behulp van securities lending (via het beleggen van het in cash ontvangen onderpand) en door het direct aangaan van leningen de balans verlengd, waardoor de risico's zijn vergroot.

- Tijdens de kredietcrisis ontstonden kosten, toen aangegane leningen moesten worden geherfinancierd. Bovendien bleek dat de (direct opvraagbare) leningen die beleggingsfondsen in de markt hadden afgesloten in veel gevallen niet werden verlengd door kredietverschaffers vanwege zorgen rondom de waardeontwikkeling van onderliggende beleggingen. Daardoor zagen zij zich gedwongen hun posities op het dieptepunt van de markt af te bouwen. Hoewel de gekozen structuur via beleggingsfondsen wel heeft voorkomen dat pensioenfondsen meer dan hun inleg konden verliezen, heeft het gedwongen liquideren van de onderliggende beleggingen zich vertaald in verliezen voor de pensioenfondsen.
- Tijdens de kredietcrisis ontstonden liquiditeitsproblemen die tot verliezen hebben geleid. Als gevolg van derivatenposities ontstond behoefte aan cash, maar er waren onvoldoende liquide middelen beschikbaar. Daarvoor bestonden meerdere oorzaken. Zo zijn beleggingen ondergebracht in securities lending programma's waardoor deze niet beschikbaar zijn voor verkoop. Daarnaast wordt in niet gereguleerde illiquide markten belegd en worden beleggingen in aandelen en vastrentende waarden vormgegeven door te participeren in fondsen/mandaten, waarbij uittreding aan regels is gebonden. Tenslotte bleek dat voorheen liquide markten tijdens de crisis opdroogden.

Waaruit blijkt dat het vereist eigen vermogen vaak niet correct wordt toegepast?

Uit het onderzoek blijkt dat de standaardbenadering voor de berekening van het vereiste eigen vermogen niet altijd correct wordt toegepast. Daardoor ontbreekt een goed zicht op het vereiste eigen vermogen.

De volgende onderzoeksbevindingen vormen daarvoor een illustratie:

- Door een productgewijze benadering toe te passen wordt slechts één schok toegepast, terwijl de scenario's (schokken) in de standaardbenadering van toepassing zijn op de integrale balans. Wanneer meerdere risicofactoren een rol spelen in de waardering van een beleggingsproduct, wordt het risicoprofiel onderschat. Dit speelt niet alleen bij complexe financiële producten, die moeten worden ontrafeld in onderliggende risicofactoren, maar ook bij bijvoorbeeld bedrijfsobligaties.
- Niet alle componenten worden meegenomen in de berekening van het vereist eigen vermogen. Zo worden bijvoorbeeld de credit spread risico's uit hoofde van de herbelegging van kasgeldonderpand uit securities lending programma's niet meegenomen in de berekening van de impact van het kredietrisico-scenario onder de standaardbenadering.
- Scenario's worden niet toegepast op de werkelijke beleggingsportefeuille maar op de nagestreefde portefeuille of op een fictieve portefeuille bestaande uit strategische benchmarks.
- Posities worden niet goed gewaardeerd doordat goede marktprijzen (bij vastgoed) en/of adequate waarderingsmodellen (bij complexe producten) ontbreken. Zo ontbreekt het vaak aan interne capaciteit om complexe beleggingen adequaat te waarderen. Daardoor ontstaat afhankelijkheid van een externe partij, waarbij niet altijd sprake is van een

onafhankelijke externe partij. Hierdoor ontbreekt het zicht op de werkelijke waarde van beleggingen.

Het ontbreken van adequate waarderingmodellen bij complexe producten betekent overigens niet alleen dat het vereist eigen vermogen verkeerd wordt vastgesteld, maar heeft ook consequenties voor de omvang van het eigen vermogen. Door het verkeerd waarderen of achterwege laten van afwaarderingen wordt het eigen vermogen overschat en ontstaat een verkeerd beeld van de werkelijke financiële positie van het fonds.

Waaruit blijkt dat er tekortkomingen zijn in de governance, uitbesteding en risicobeheersing?

Het onderzoek laat zien dat de governance, uitbesteding en risicobeheersing bij pensioenfondsen op een aantal punten tekort schiet. De risicobeheersing blijkt in de praktijk op cruciale onderdelen onvoldoende en er wordt te weinig afgedwongen dat op heldere wijze over de risico's wordt gerapporteerd. Fondsbesturen dienen zelf grip te houden op het beleggingsproces: vanaf de ontwikkeling van het strategische beleggingsbeleid tot de implementatie en het monitoren van het operationeel beleggingsbeleid. Daarvoor is een goede risicobeheersomgeving noodzakelijk. Door een goede organisatorische opzet kan bovendien de governance worden verbeterd en kunnen gebreken bij de uitvoering van het beleggingsbeleid tijdig worden gesignaleerd en opgepakt. Ook als het beleggingsbeleid is uitbesteed zullen besturen voldoende grip moeten houden op het beleggingsbeleid. In de praktijk is daarvan te weinig sprake.

De volgende onderzoeksbevindingen vormen een illustratie:

- Er bestaat een sterke focus op het behalen van rendementen. Beleggingen worden gezien als 'kans', waardoor de benodigde aandacht voor risico's en voor de beheersing daarvan naar de achtergrond verschuift.
- Risicomanagementverantwoordelijkheden en bevoegdheden worden niet helder in de organisatie belegd of zijn zelfs afwezig. Daardoor is er te weinig vermogen om de voorstellen vanuit het vermogensbeheer kritisch te kunnen beoordelen.
- De positie van de risicobeheerfunctie is onduidelijk en laat wat betreft onafhankelijkheid, capaciteit en inhoud te wensen over. Zo beperkt de risicobeheerfunctie zich veelal tot risicometing en –monitoring. Het beoordelen of risico's voldoende duidelijk en acceptabel zijn vóórdat er in producten wordt belegd en het zonodig bijsturen van de risicoblootstelling als risico's anders qua aard en omvang blijken te zijn is veeleer bij vermogensbeheer belegd (en daarmee vaak ook buiten het pensioenfonds). Ook het ontwikkelen van een adequaat en robuust risicobeheersingsraamwerk wordt niet altijd expliciet als taak belegd.
- Procedures voor het opnemen van nieuwe instrumenten en strategieën en een onafhankelijke beoordeling van risico's worden niet gevolgd of alleen pro forma doorlopen.
- De risico's die gepaard gaan met herbelegging van middelen verkregen uit onderpand bij securities lending worden onderschat en contracten met de custodian zijn niet helder. Met behulp van securities lending programma's worden delen van de balans kort beleend waarna de ontvangen gelden soms worden belegd. Deze beleggingsactiviteit is vaak uitbesteed aan de custodian die daarmee de rol van vermogensbeheerder krijgt, zonder

dat er sprake is van een heldere functiescheiding (zoals tussen vermogensbeheerder, risicobeheer en waardering).

- Bij de fiduciaire manager zijn meerdere taken ondergebracht, die beter gescheiden kunnen blijven, zoals vermogensbeheer, risicobeheer, advies over strategie en advies over implementatie.
- De risicorapportages zijn niet inzichtelijk, soms foutief en bevatten te weinig informatie. De rapportages zijn veelal gericht op behaalde rendementen. Er bestaat bovendien een neiging bij interne en externe beheerders om de risicorapportage te simpel te houden, omdat de klant het anders niet zou begrijpen. Bestuurders zouden veel meer zelf moeten aangeven welke informatie zij willen ontvangen om een goed oordeel te vormen over de risico's en de resultaten.