

Beleggingsbeleid pensioenfondsen onder de loep

Meerdere pensioenfondsen hebben de risico's van hun beleggingsbeleid onderschat en hebben onvoldoende aandacht voor de governance en beheersing van beleggingsrisico's. Dat blijkt uit het themaonderzoek dat de Nederlandsche Bank in 2009 heeft uitgevoerd naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Het onderzoek omvat een periode van hevige marktturbulentie, een periode waarin de pensioensector grote verliezen leed. De onderzoeksresultaten staan echter grotendeels los van de crisis en vormen aanleiding voor DNB om, mede samen met de sector, beter risicobeheer bij de fondsen te bewerkstelligen. Daarnaast gaat DNB pleiten voor aanpassingen in het wettelijke kader, zodat in de toekomst fondsen een betere afweging maken tussen rendement en risico.

In 2009 heeft de Nederlandsche Bank een uitgebreid themaonderzoek uitgevoerd naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. In het normale lopende toezicht voert DNB risicogebaseerde onderzoeken uit naar het beleggingsbeleid van individuele fondsen. Dit themaonderzoek gaat verder: het heeft een bredere schaal en meer diepgang. De kernvraag van het onderzoek is: 'hebben pensioenfondsen hun beleggingsrisico's voldoende in beeld en is het vermogensbeheer goed vormgegeven?'. Voor het onderzoek zijn sectorbrede toezichtgegevens geanalyseerd, zijn de opgedane ervaringen uit het reguliere toezicht benut en is steekproefsgewijs bij een tiental pensioenfondsen een diepgaand onderzoek 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.

Het onderzoek is uitgevoerd in een periode van hevige marktturbulentie. Juist onder deze extreme omstandigheden heeft een aantal risico's zich gemani-

festeerd en zijn tekortkomingen in het beleggingsbeleid aan het licht gekomen. De crisis heeft gewerkt als een vergrootglas. Uit het onderzoek komt naar voren dat meerdere pensioenfondsen de risico's van het beleggingsbeleid onderschatten. Ook zijn knelpunten en hiaten geconstateerd op de volgende terreinen: de strategie, de uitvoering, de buffers én de governance en beheersing.

Grote verliezen

In 2008 hebben pensioenfondsen grote verliezen geleden. Het totale verlies van de gehele pensioensector over 2008 bedroeg EUR 219 miljard. Aan de activazijde van de balans verloren de fondsen bijna EUR 112 miljard op hun beleggingen, terwijl aan de passivazijde de verplichtingen met bijna EUR 108 miljard stegen door de dalende rente.

Buffers

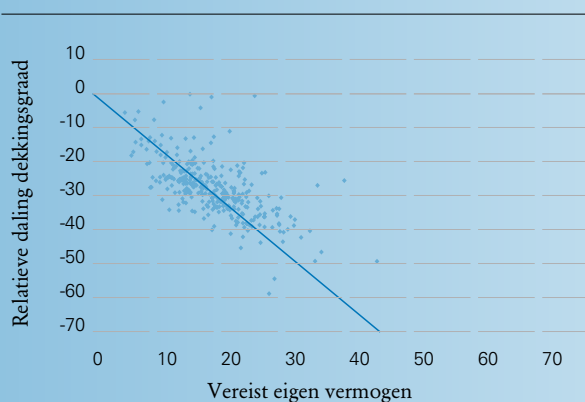
De vermogensbuffer, het vereist eigen vermogen, van pensioenfondsen moet voldoende groot zijn om met 97,5% zekerheid een jaarverlies op te kunnen vangen. De omvang hangt af van de gevoeligheid van de balans van een pensioenfonds voor financiële schokken. Pensioenfondsen berekenen het vereist eigen vermogen met behulp van een zogenoemd standaardmodel. In de regelgeving zijn de aannames over de omvang van de door te rekenen schokken vastgelegd. In 2008 waren deze echter veel groter dan waarmee rekening werd gehouden. Zo bedroeg de daling in de wereldaandelenindex, de MSCI, 39%, terwijl pensioenfondsen in het standaardmodel rekenen met een waardedaling van 25%. Daarnaast droeg de rentedaling sterk bij aan de daling van de dekkingsgraden. Een lagere rente betekent een stijging van de waarde van de verplichtingen. Ook hier was de realiteit soms extremer dan de uitgangspunten van het standaardmodel. Bovendien is gebleken dat risicofactoren tijdens de crisis sterker samenhangen dan verwacht, waardoor veronderstelde diversificatievoordelen uitbleven. Bijna alle factoren leidden simultaan tot een daling van de dekkingsgraad.

De groter dan voorziene schokken vonden hun weerslag in de daling van de dekkingsgraden. Fondsen die meer risico's lopen, wat tot uitdrukking komt in een

hoger vereist eigen vermogen, hebben in de crisis conform verwachting grotere verliezen geleden (zie grafiek 1). Gemiddeld genomen was het vermogensverlies in 2008 van pensioenfondsen ongeveer anderhalf maal zo groot als de buffers die fondsen normaal gesproken moeten aanhouden. Overigens hebben sommige fondsen aanzienlijk meer verloren dan op basis van de schokken mocht worden verwacht.

Grafiek 1 Vereist eigen vermogen versus daling dekkingsgraad in 2008

Procenten



Als risico's zich voordoen worden deze primair opgevangen door de buffers van pensioenfondsen. Fondsen hebben tijdens de crisis echter meer verloren dan waar de wettelijk vereiste buffers vooraf op waren berekend. Gemiddeld genomen is het verlies ongeveer anderhalf keer de omvang van de buffer. De vraag rijst of de buffers wel een afdoende weerspiegeling vormen van de risico's waaraan fondsen feitelijk blootstaan (zie box 1). Uit het onderzoek komt verder naar voren dat meerdere pensioenfondsen grotere verliezen hebben geleden dan alleen op basis van de crisisonstandigheden mocht worden verwacht. Zo is de daling van de dekkingsgraad voor een groot aantal fondsen meer dan 60 punten (van bijvoorbeeld 143% naar 80%); ruim twee keer het vereist eigen vermogen van een standaardpensioenfonds. Enkele fondsen zijn zelfs meer dan 100 punten van hun dekkingsgraad kwijtgeraakt. Het DNB beleggingsonderzoek legt een aantal belangrijke oorzaken van deze ontwikkelingen bloot.

Strategie

Een belangrijke bevinding van het onderzoek is dat pensioenfondsen meer aandacht moeten besteden aan hun beleggingsstrategie in relatie tot de totale financiële opzet. De beleggingsstrategie is een belangrijk onderdeel van de financiële opzet van een pensioenfonds en kan niet los worden gezien van de andere elementen ervan. De financiële opzet wordt bepaald door de verplichtingenstructuur van het fonds, de inzetbaarheid van het premie-instrument, de rendementsverwachtingen, eventuele afspraken met de sponsor over bijstortingen, het indexatiebeleid en de beleggingsstrategie. Ook de mate van risicoaversie speelt een belangrijke rol. Bij meerdere fondsen is geconstateerd dat de financiële opzet en daarbinnen de beleggingsstrategie zijn gestoeld op (te) optimistische veronderstellingen, bijvoorbeeld met betrekking tot rendementsverwachtingen of de bereidwilligheid van de sponsor om tekorten aan te zuiveren. Zo wilden of konden sommige sponsors niet bijstorten, terwijl zij daar wel contractueel toe waren verplicht (daar staat tegenover dat er ook sponsors waren die vrijwillig een extra bijdrage storten). Dat optimisme heeft onder meer geleid tot een risicovollere beleggingsmix.

Meerdere fondsen hebben vanuit strategisch perspectief de risico's waaraan zij blootstaan onderschat of gegeven de financiële opzet te grote risico's genomen. Zo hebben enkele fondsen die hadden besloten om te liquideren hun oorspronkelijke blootstelling aan

marktrisico's gehandhaafd. Dit terwijl bij de voorziene overdracht van middelen het afdekken van risico's past. Ook een aantal gesloten fondsen, fondsen waar geen premies meer binnenkomen, heeft forse verliezen geleden vanwege een risicovolle beleggingsmix, terwijl deze instellingen minder goed in staat zijn deze risico's op te vangen nu zij dit sturingsinstrument niet meer kunnen inzetten. Kortom, in de praktijk blijkt er in een aantal gevallen te weinig aandacht te zijn geweest voor de beleggingsstrategie in relatie tot de totale financiële opzet van pensioenfondsen, waardoor het risicoprofiel op gespannen voet stond met de capaciteit om deze risico's te dragen.

Uitvoering

Het onderzoek heeft daarnaast zichtbaar gemaakt dat de uitvoering van de beleggingsstrategie een bron vormt van aanzienlijke additionele risico's. De vertaling van het beoogde strategische beleggingsbeleid naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille heeft tot aanzienlijke verliezen geleid, boven op de verliezen die direct op het conto van de marktomstandigheden kunnen worden geschreven. Hoewel de oorzaken van deze verliezen divers zijn, hangen ze veelal samen met innovatieve beleggingen en actief beheer. Dergelijke beleggingsstrategieën brengen extra risico's met zich mee.

Additionele risico's zijn bovendien ontstaan doordat beleggingsmandaten veel vrijheid laten. Meerdere fondsen bleken hun vermogensbeheerder onvoldoende duidelijke restricties op te leggen. Daardoor heeft de vermogensbeheerder te veel vrijheid kunnen nemen om qua beleggingscategorieën en -producten af te wijken van de strategische benchmark. Voorts hebben pensioenfondsen verliezen geleden doordat zij een hefboomwerking in hun balans hebben aangebracht met behulp van derivaten, door middel van participatie in securities lending programma's of door leningen aan te gaan. Pensioenfondsen werden daardoor ook blootgesteld aan liquiditeitsrisico's en (indirect) aan herfinancieringsrisico's. Hoewel pensioenfondsen in beginsel gekenmerkt worden door voorspelbare kasstromen, werd een aantal pensioenfondsen tijdens de crisis zodoende toch met korte termijn liquiditeitstekorten geconfronteerd.

De uitvoering van het beleggingsbeleid heeft dus een potentieel grote invloed op het beleggingsrisico van een pensioenfonds. Wanneer de daadwerkelijke beleggingsportefeuille afwijkt van het strategische beleggingsbeleid, wordt het risicoprofiel dat gebaseerd is op de

strategische portefeuilleallocatie minder relevant. Het is daardoor lastiger voor fondsen om een realistische inschatting te maken van de toekomstige rendementsontwikkeling en de daaruit voortvloeiende risico's.

Berekening van buffers

Naarmate een pensioenfonds meer beleggingsrisico's neemt, moet het een grotere vermogensbuffer aanhouden. Pensioenfondsen berekenen met behulp van een zogenoemd standaardmodel de omvang van deze buffer, het vereist eigen vermogen. Hoewel alle fondsen gebruik maken van het standaardmodel voor de berekening van het vereist eigen vermogen, wijkt het risicoprofiel van meerdere pensioenfondsen af van de uitgangspunten die ten grondslag liggen aan dit model. Zo wordt er in het standaardmodel geen solvabiliteitsopslag voor liquiditeit- en concentratierisico's gehanteerd of blijven de risico's vanwege actief beheer, die soms zeer fors zijn, buiten beschouwing. Dit vormt een verklaring voor de buitenproportionele verliezen van een aantal pensioenfondsen ten opzichte van hun buffers. Daarbij zij opgemerkt dat regelgeving vereist dat indien de standaardmethode resultaten oplevert die substantieel afwijken van het werkelijke risicoprofiel, een pensioenfonds in contact dient te treden met DNB over te treffen maatregelen, zoals het formuleren en doorrekenen van een intern model. Adequate vaststelling van het vereist eigen vermogen wordt verder bemoeilijkt door problemen met de waardering van complexe producten en illiquide activa. Het ontbreekt pensioenfondsen daarbij vaak aan een passende waarderingssystematiek. Voorts is gebleken dat sommige pensioenfondsen fouten maken bij de berekening van hun buffer.

Governance en beheersing

Ten slotte heeft het onderzoek in meerdere gevallen materiële tekortkomingen in de governance en bedrijfsvoering aan het licht gebracht. Het betreft dan vooral het risicomangement en het 'in control' zijn van het bestuur. Pensioenfondsen blijken niet altijd doordrongen van de rol en het belang van een adequate risicobeheersing. Adequate governance en beheersing vormen een basisvoorwaarde voor een gezond beleggingsbeleid. Genoemde tekortkomingen hebben in belangrijke mate bijgedragen aan de omvang van de geleden verliezen. Fondsen kunnen en moeten op dit terrein belangrijke verbeteringen aanbrengen.

De positie van de risicobeheerfunctie is soms onvoldoende duidelijk en laat wat betreft onafhankelijkheid, capaciteit en inhoud te wensen over. Zo blijkt in de praktijk dat verantwoordelijkheden en bevoegdheden van het risicomangement niet altijd helder in de organisatie zijn belegd. Daardoor is er onvoldoende vermogen om de voorstellen die vanuit vermogensbeheer worden gedaan kritisch te beoordelen. Risico's worden niet altijd onderkend en geanalyseerd en er wordt niet altijd adequaat beleid opgezet om deze risico's te begrenzen. Het resultaat is dat er actief beleggingsrisico's worden opgezocht, vaak in de vorm van innovatieve producten, waarbij niet de risicoanalyse, maar de aantrekkelijkheid uit oogpunt van potentieel rendement vooropstaat. Dit maakt fondsen kwetsbaar voor verliezen.

Besturen hebben bovendien niet altijd voldoende controle over de beleggingen, in het bijzonder wanneer sprake is van uitbesteding. Veelal zijn pensioenfondsen, bij gebrek aan een voldoende krachtige en onafhankelijke interne risicobeheerfunctie, afhankelijk van externe partijen, zoals vermogensbeheerders, waaraan taken zijn uitbesteed. De afspraken met deze pensioenuitvoeringsorganisaties blijken bij meerdere fondsen echter onvoldoende om een adequate controle en sturing door het pensioenfondsbestuur mogelijk te maken. Evenmin wordt consequent afgedwongen dat er op heldere wijze over risico's wordt gerapporteerd. Tegenover het verlies aan directe controle door uitbesteding staan dan onvoldoende compenserende beheersingsmaatregelen. De noodzaak van een adequaat beheersingsraamwerk wordt niet altijd afdoende onderkend. In de praktijk is zelfs waargenomen dat besturen die het vermogensbeheer hebben uitbesteed aan een fiduciair manager, zich vervolgens niet langer volledig verantwoordelijk voelen voor de adequate uitvoering daarvan.

Vervolgstappen

Het is zaak dat pensioenfondsen zo snel mogelijk omissies in het risicobeheer wegwerken en een adequate bedrijfsvoering realiseren. Naast een onafhankelijke risicobeheerfunctie is het van belang dat fondsen hun beleggingsbeleid aanpassen aan hun capaciteit en bereidheid om risico's te dragen. Door een juiste organisatorische opzet kan de governance worden verbeterd en kunnen gebreken in het strategische beleggingsbeleid en de uitvoering tijdig worden gesignaleerd en aangepakt.

Naar aanleiding van het onderzoek spreekt DNB de betrokken fondsen uiteraard aan op geconstateerde

tekortkomingen. Ook zal DNB opnieuw onderzoek doen naar het beleggingsbeleid van individuele fondsen. De ernst en de reikwijdte van de bevindingen benadrukken bovendien de noodzaak om sectorbreed verbeteringen te bewerkstelligen. DNB zoekt daartoe in overleg met de sector naar mogelijkheden om deze tot stand te brengen. Voorbeelden uit de praktijk kunnen worden gebruikt om 'good practices' op te stellen, zodat fondsen van elkaar kunnen leren. Ten slotte gaat DNB pleiten voor aanpassingen in het wettelijke kader. Hoewel het FTK heeft bijgedragen aan het transparant maken van risico's en het stimuleren van een beter risicobeheer, bevat het FTK ook elementen die het nemen van risico eenzijdig belonen. Dat wil zeggen dat de potentieel negatieve gevolgen van het aangaan van risico's onvoldoende worden belicht ten opzichte van de voordelen. Dit speelt bijvoorbeeld een rol bij het berekenen van de gedempte kostendeekkende premie en het vereist eigen vermogen. Zo ontstaat bij het berekenen van de gedempte kostendeekkende premie de opmerkelijke relatie dat door het nemen van meer risico de premie lager kan worden vastgesteld. Door het FTK op onderdelen aan te passen kan mede worden bewerkstelligd dat fondsen een betere afweging maken tussen rendement en risico.