

Amsterdam
Postbus 98
1000 AB Amsterdam

Datum
22 juni 2012
Uw kenmerk

Ons kenmerk
2012/327327
Behandeld door
Henke, R.
Doorkiesnummer

Bijlage(n)

Onderwerp
Resultaten DNB onderzoeken innovatieve beleggingen

Geacht bestuur,

In het kader van thematisch toezicht heeft De Nederlandsche Bank (DNB) in 2011 bij meerdere pensioenfondsen beleggingsonderzoeken uitgevoerd naar het beleid en de beheersomgeving rondom innovatieve beleggingen.¹ Door middel van deze brief willen wij u graag nader informeren over de generieke uitkomsten van deze beleggingsonderzoeken. Hiermee streeft DNB er naar om *guidance* aan de pensioensector te geven en zo de totstandkoming van ‘good practices’ te bevorderen.

De afgelopen jaren is het aandeel van innovatieve beleggingen in de portefeuille van pensioenfondsen toegenomen. In de praktijk betreft dit een breed scala aan alternatieve beleggingscategorieën zoals beleggingen in private equity, hedge fondsen, life settlements, infrastructuur, duurzame bosbouw en microkredieten. De toename van deze innovatieve beleggingen is hoofdzakelijk ingegeven door een streven naar diversificatievoordelen en een hoger verwacht rendement. Tegelijkertijd gaan innovatieve beleggingen veelal gepaard met een grote mate van complexiteit, hogere beheerskosten en een gebrek aan liquide en transparante marktprijzen. Als hulpmiddel bij de beoordeling van het risicobeheer heeft DNB daarom in 2007 de Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen uitgegeven. DNB heeft daarin gewezen op de specifieke risico- en rendementskenmerken van deze beleggingen en op het belang van een passend beheersingsraamwerk. De ervaringen tijdens de financiële crisis hebben het belang hiervan nogmaals onderstreept.

Dat innovatieve beleggingen hoge eisen stellen aan het beleid en de beheersomgeving is niet alleen onderkend in het rapport van de Commissie Frijns, maar ook in de handreiking beleggingsbeleid die de pensioenkoepels in 2010 hebben uitgegeven. Dat de sector vervolgens is gestart met het doorvoeren van concrete verbeteringen in het beleid en de beheersing vindt DNB positief. Tegelijkertijd constateert DNB op basis van ervaringen in het lopende toezicht en de beleggingsonderzoeken dat het niveau van de risicobeheersing nog niet altijd aansluit bij de

¹ In totaal zijn bij 35 pensioenfondsen beleggingsonderzoeken uitgevoerd in het kader van het thema-onderzoek naar innovatieve beleggingen en de uitvraag naar beleggingen in private equity en hedge fondsen.

complexiteit van de beleggingen. In dit kader blijft het essentieel voor pensioenfondsen om het beleid en de beheersomgeving rondom innovatieve beleggingen verder aan te scherpen.

DNB is zich bewust van de grote verschillen die tussen pensioenfondsen bestaan in termen van beleggingsbeleid. Toezicht is dan ook maatwerk. Desondanks hebben de beleggingsonderzoeken van het afgelopen jaar geleid tot enkele sectorbrede aandachtspunten ten aanzien van innovatieve beleggingen. Deze zijn op hoofdlijnen als volgt te kenmerken:

- **Beleggingsbeleid:** Bij veel pensioenfondsen ontbreekt een voldoende uitgewerkte strategie met bijbehorende richtlijnen ten aanzien van innovatieve beleggingen. De toegevoegde waarde van innovatieve beleggingen in de portefeuille wordt bovendien niet altijd voldoende onderbouwd en gemotiveerd. Zo wordt de kostenstructuur van innovatieve beleggingen niet altijd in verhouding tot de toegevoegde waarde van de beleggingscategorie bekeken. DNB heeft gezien dat dit kan leiden tot een overschatting van diversificatievoordelen en een onderschatting van beheerskosten en specifieke risicokenmerken zoals staart- en liquiditeitsrisico's.
- **Selectie- en evaluatieprocedure:** Bij sommige pensioenfondsen ontbreekt een adequate en vooraf vastgelegde selectieprocedure met betrekking tot innovatieve beleggingen en externe uitvoerders. Dit maakt fondsen kwetsbaar voor onverwachte verliezen doordat het risicoprofiel van de daadwerkelijke beleggingen kan afwijken van het door het bestuur gewenste risicoprofiel zoals dat op voorhand in het beleggingsbeleid is vastgesteld. Daarnaast wordt het functioneren van de beleggingscommissie, externe vermogensbeheerders en fiduciaire managers niet altijd periodiek geëvalueerd. Overigens vindt DNB het positief dat een aantal fondsen de selectieprocedure in de afgelopen periode heeft verbeterd, bijvoorbeeld door het inhuren van onafhankelijke expertise op het gebied van innovatieve beleggingen.
- **Monitoring:** De rapportages die pensioenfondsen ontvangen van externe uitvoerders geven vaak onvoldoende inzicht in de performance ontwikkeling en attributie, alsmede de blootstelling aan materiële risicofactoren. Daarnaast ontbreekt het vaak aan een geaggregeerde rapportage indien de investeringen in één beleggingscategorie zijn verdeeld over meerdere vermogensbeheerders. Hierdoor wordt het lastiger om ongewenste gelijkgerichtheid binnen de portefeuille tijdig te signaleren. Ook komt het nogal eens voor dat besturen niet in staat zijn om het waarderingsproces van innovatieve beleggingen adequaat en onafhankelijk in beeld te brengen.
- **Governance:** Bij een substantieel aantal pensioenfondsen ontbreekt een heldere rolverdeling en vastlegging van taken en verantwoordelijken voor de verschillende gremia in het beleggingsproces zoals het bestuur, de beleggingsadviescommissie, de externe adviseurs en uitvoerders. Ook is het risicobeheer niet altijd onafhankelijk en adequaat vorm gegeven zodat 'countervailing power' ten opzichte van de uitvoerders niet is geborgd. Hierdoor kunnen niet-bestuursleden onbedoeld een beleidsbepalende rol in het proces krijgen of ontstaat er teveel vrijheid voor uitvoeringsorganisaties bij de implementatie van het beleggingsbeleid.

Aangehecht vindt u een bijlage met een nadere toelichting bij de bovenstaande aandachtspunten. Hierbij treft u tevens een lijst met relevante vragen aan die DNB in het uitvoerende toezicht toepast, alsook geconstateerde 'good practices'. U kunt deze vragen gebruiken om te beoordelen in hoeverre de relevante aandachtspunten op uw fonds van toepassing zijn. Op deze manier kunnen de vragen u op weg helpen bij het signaleren van eventuele tekortkomingen en het doorvoeren van verbeteringen binnen uw fonds.

Mede op basis van de bijlage van deze brief zal DNB later dit jaar een *self assessment* aan de pensioensector voorleggen ten aanzien van het beleid en de beheersing van beleggingen in private equity en hedge fondsen. DNB verwacht dat pensioenfondsen op basis van deze *self assessment* een plan van aanpak opstellen om eventuele tekortkomingen in beleid of beheersing te adresseren. De overkoepelende resultaten van de *self assessments* worden uiteraard met de sector gedeeld en besproken om de totstandkoming van 'good practices' te bevorderen. Daarnaast kunnen de uitkomsten van de *self assessments* aanleiding geven voor een herziening of nadere invulling van de Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen. DNB zal u hier nader over informeren. Daarnaast gaat DNB het komende jaar verder met het verrichten van thematische onderzoeken, onder meer op het gebied van beleggingen. Daarbij wordt specifiek gekeken naar de beleggingen in commercieel vastgoed en de beheersing van de uitbestedingsrelaties. Deze onderwerpen zijn onderdeel van de DNB toezichtthema's van 2012 die te vinden zijn op de website van DNB.²

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

Hoogachtend,
De Nederlandsche Bank NV



Prof. Dr. O.C.H.M. Sleijpen
Divisiedirecteur Toezicht pensioenfondsen en beleggingsondernemingen

² Zie <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/nieuws-2012/dnb267718.jsp>.

Bijlage – Aandachtspunten in het beleggingsbeleid en risicobeheer van pensioenfondsen ten aanzien van innovatieve beleggingen

In deze bijlage vindt u voor elk van de vier genoemde aandachtspunten een toelichting alsmede een bijbehorend overzicht met relevante vragen. Deze vragenlijsten zijn weliswaar niet uitputtend, maar hebben als doel om *guidance* te geven bij het signaleren van eventuele tekortkomingen zodat waar nodig gepaste bijstellingen binnen uw fonds kunnen plaatsvinden ten aanzien van innovatieve beleggingen. De vragen hebben daarmee betrekking op een breed scala aan beleggingscategorieën waaronder investeringen in private equity en hedge fondsen via een directe participatie of via zogenaamde paraplufondsen (*fund of funds*), maar ook life settlements, infrastructuur, duurzame bosbouw en microkredieten. Overigens concentreert een aantal vragen zich specifiek op beleggingen in hedge fondsen en private equity, omdat van de innovatieve beleggingen deze categorieën het meeste voorkomen in de beleggingsportefeuille van Nederlandse pensioenfondsen.

Verder is per aandachtspunt een aantal good practices opgenomen die DNB in het toezicht is tegengekomen. Met deze voorbeelden wil DNB een bijdrage leveren aan de totstandkoming van verbeteringen rondom het beleggingsbeleid en de risicobeheersing ten aanzien van innovatieve beleggingen. Mocht u naar aanleiding van deze bijlage nog vragen hebben, dan kunt u contact opnemen met de toezichthouder of contactpersoon van uw fonds.

1. Beleggingsbeleid

Pensioenfondsen investeren in toenemende mate in innovatieve beleggingen. Gemene deler van deze innovatieve beleggingsvormen is een grote mate van complexiteit, een asymmetrisch risicoprofiel, een hogere en soms ondoorzichtige kostenstructuur en een gebrek aan liquide en transparante marktprijzen. Innovatieve beleggingen gaan daarom gepaard met relatief hoge eisen ten aanzien van de kwaliteit van het beleggingsbeleid en de risicobeheersing. Hierbij is het belangrijk aan te tekenen dat wet- en regelgeving ten principale geen belemmeringen vormen voor deze beleggingen.

DNB verwacht dat pensioenfondsen een strategisch beleggingsbeleid in lijn met de risicobereidheid en risicodraagkracht van het fonds vaststellen op basis van een gedegen onderzoek. Beleggingen worden uitsluitend aan de portefeuille toegevoegd indien zij na een grondige en kritische analyse blijken te passen binnen de beleggingsstrategie en het risicoprofiel van het fonds in relatie tot de aard en omvang van de verplichtingen. Bovendien dient op voorhand te worden getoetst wat de toegevoegde waarde is in termen van risico en rendement, diversificatie en samenhang met de verplichtingen. Het pensioenfonds schat niet alleen in of de risicobeheersing op een prudente manier kan plaatsvinden, maar ook of de beheerskosten en *fees* in verhouding staan tot de toegevoegde waarde. Ook dient de kostenstructuur te waarborgen dat er geen perverse prikkels zijn voor de externe vermogensbeheerder. In het kader van de principes voor beheerst beloningsbeleid verwacht DNB van pensioenfondsen dat zij via de uitbestedingsrelatie hun invloed kunnen aanwenden om het beloningsbeleid bij de dienstverlenende organisatie in lijn te brengen met deze principes.³

Pensioenfondsen die investeren in innovatieve beleggingen kunnen in hun risicobeheer niet volstaan met alleen een simpele risicomaatstaf of een ex-post beheersomgeving. Adequaat

³ De principes voor beheerst beloningsbeleid van de AFM en DNB zijn te vinden op de website van DNB.

risicobeheer vereist in deze context een proactieve risicobeheerfunctie waarbij tevens gebruik wordt gemaakt van scenario-analyses en stresstests. Dit stelt pensioenfondsen in staat om daadwerkelijk 'in control' te zijn in het gehele beleggingsproces, van strategiebepaling, implementatie en monitoren tot het bijsturen van het operationele beleggingsbeleid.

Good practices met betrekking tot beleggingsbeleid

- Strategie: Na een analyse van de beschikbare capaciteit en kennis binnen het fonds en het benodigde beheersingsniveau voor beleggingen in hedge fondsen, heeft het bestuur besloten om het beleid ten aanzien van hedge fondsen verder aan te scherpen. Dit betekent dat het fonds alleen in hedge fonds typen en strategieën investeert waarvan men de risico's ook kan doorgronden en beheersen.
- ALM studie: Het pensioenfondsbestuur was zich bewust van de specifieke risico- en rendementskarakteristieken van beleggingen in hedge fondsen en realiseerde zich dat de uitkomsten van een ALM studie gevoelig zijn voor de gehanteerde aannames. Het bestuur zag er daarom op toe dat er in de ALM studie geen sprake was van overmatig optimisme ten aanzien van de rendement- en risicoparameters van de door haar gekozen strategieën.

Aandachtspunten met betrekking tot de beleggingsstrategie:

1. Beoordeelt u bij het bepalen van de beleggingsstrategie in hoeverre uw pensioenfonds risico's *wil* en *kan* lopen? En houdt u daarbij rekening met fondsspecifieke karakteristieken zoals de 'rijpheid' van het fonds en de mogelijkheden om bij te sturen via premies?
2. Hanteert u een voldoende kritische en onafhankelijke grondhouding bij de beslissing om een beleggingscategorie aan uw beleggingsportefeuille toe te voegen?
3. Wordt de toegevoegde waarde van een beleggingscategorie getoetst door middel van een gedegen analyse? En worden daarbij de resultaten van scenario-analyses en stresstesten ook mee genomen?
4. Toetst u bij de overweging een beleggingscategorie aan de beleggingsportefeuille toe te voegen of de daarvoor benodigde beheersomgeving aanwezig is? En neemt u daarbij onder meer de volgende elementen in ogenschouw:
 - Of de risicobeheersing op een prudente manier kan plaatsvinden?
 - Of de benodigde beheerskosten acceptabel zijn in relatie tot de toegevoegde waarde van de beleggingscategorie?
 - Of er voldoende expertise en capaciteit binnen uw fonds beschikbaar is?
 - Of de *fee*-structuur de noodzakelijke *alignment of interest* waarborgt?

Specifiek ten aanzien van beleggingen in hedge fondsen en private equity:

1. Neemt u de specifieke risicokenmerken van beleggingen in hedge fondsen, zoals het niet-lineaire karakter en staartrisico's, mee in uw ALM studie?
2. Kijkt u in de ALM studie ook naar de specifieke risicokenmerken van private equity, zoals het gebruik van leverage en liquiditeitsrisico's?
3. Houdt u in de ALM studie rekening met de grote variëteit aan hedge fonds en private equity strategieën? En maakt u daarbij expliciet welke strategie of stijl past bij de gehanteerde aannames in de ALM studie (in termen van rendement, volatiliteit, correlaties en liquiditeit)?

Aandachtspunten met betrekking tot het beleggingsplan en –richtlijnen:

1. Beschikt uw fonds over een goed gedocumenteerd beleggingsplan (uitwerking van het beleggingsbeleid) dat voldoende aansluit bij het strategische beleggingsbeleid?
2. Houdt u in het beleggingsplan voldoende rekening met de specifieke risico's van innovatieve beleggingscategorieën zoals beleggingen in private equity en hedge fondsen?
3. Heeft u in het beleggingsplan expliciete en gedetailleerde risicolimieten, maatstaven en benchmarks per beleggingscategorie opgenomen?
4. Beschikt uw fonds over beleggingsrichtlijnen waarin de gewenste allocatie naar specifieke beleggingscategorieën voldoende gedetailleerd is uitgewerkt?

Specifiek ten aanzien van beleggingen in hedge fondsen en private equity:

1. Zijn de gewenste strategieën ten aanzien van beleggingen in hedge fondsen en private equity voldoende duidelijk omschreven en vastgelegd in uw beleggingsplan of -richtlijnen?
2. Heeft u in het beleggingsplan de keuze geëxpliciteerd voor een directe participatie of een participatie in paraplufondsen (*fund of funds*)?
3. Neemt u in de beleggingsrichtlijnen passende en gedetailleerde risicolimieten op ten aanzien van beleggingen in hedge fondsen, zoals een liquiditeitsrestrictie, een maximaal gebruik van leverage, een minimaal niveau van transparantie en een maximale standaarddeviatie?
4. Heeft u beleid opgesteld voor de gewenste spreiding van private equity beleggingen over regio's, sectoren en vintages? Kijkt u ook naar het gebruik van leverage en liquiditeitsrisico's?

2. Selectie- en evaluatieprocedure

Een geformaliseerde en vooraf vastgelegde selectieprocedure van externe vermogensbeheerders vormt een integraal onderdeel van het beleggingsproces. Door investeringsvoorstellen op voorhand te toetsen voorkomt het pensioenfonds immers dat er investeringen worden uitgevoerd die niet in het beleid van het fonds passen. Het vooraf vastleggen van de procedure waarborgt tegelijkertijd dat de selectie op een eenduidige, gestructureerde en transparante wijze plaatsvindt. Dit zorgt er voor dat de afgesloten beleggingsmandaten in voldoende mate aansluiten bij de door het bestuur gewenste beleggingsstrategie.

De selectieprocedure begint doorgaans met het vaststellen van het mandaat. Het mandaat geeft naast de omvang onder meer aan om welke beleggingscategorie het gaat, wat eventueel de gewenste geografische spreiding is, wat de rendementsdoelstelling is en, indien aan de orde, welke stijlkenmerken in aanmerking komen. Vervolgens wordt er een *long list* samengesteld van vermogensbeheerders die in aanmerking komen voor het specifieke mandaat. Hieruit volgt een *short list* met voorkeurskandidaten. Op één of meerdere kandidaten wordt een zogenaamde due diligence uitgevoerd met als doel te beoordelen of de externe vermogensbeheerder voldoet aan de eisen van het pensioenfonds. Een due diligence vereist een diepgaande en grondige analyse van de prestatiegegevens, de strategie, en de financiële, operationele en juridische risico's van een vermogensbeheerder. Dit behelst meer dan het stellen van een paar kritische vragen en het volgen van een presentatie. De benodigde diepgang van het due diligence proces is afhankelijk van de complexiteit van de belegging. Juist bij illiquide beleggingen is een due diligence van groot belang om te voorkomen dat men geconfronteerd wordt met onvoorziene risico's. Een *site visit* (een operationele audit waarbij wordt gekeken naar de opzet en werking van onder meer de governance structuur en de risicobeheersing) kan dan toegevoegde waarde hebben. Na een positieve uitkomst van de due diligence wordt een investeringsvoorstel opgesteld. Een investeringsvoorstel dient van voldoende diepgang te zijn zodat het fondsbestuur in staat wordt gesteld om zelfstandig een weloverwogen afweging te maken tussen de gepresenteerde alternatieven en vervolgens een onderbouwde beslissing te nemen.

Verder verwacht DNB in het kader van een beheerste bedrijfsvoering en uitbesteding dat op regelmatige basis het functioneren van de beleggingscommissie, het bestuursbureau, de fiduciaire manager, de externe vermogensbeheerders, de externe adviseurs, evenals de geschiktheid van de relevante beleggingscategorieën binnen de strategische beleggingsportefeuille worden geëvalueerd.

Good practices met betrekking tot de selectie- en evaluatieprocedure

- **Inhuur expertise:** Het pensioenfonds in kwestie heeft expertise ingehuurd om innovatieve beleggingen beter te kunnen beoordelen zonder daarbij zelf de regie te verliezen.
- **Besluitvorming:** Het bestuur baseerde haar besluiten om in innovatieve beleggingen te beleggen op uitgebreide investeringsvoorstellen van de uitvoeringsorganisatie, vergezeld met advies van haar beleggingsadviescommissie en diepgaande due diligence rapporten over de voorkeurskandidaten. De gehele selectieprocedure is in detail vastgelegd.
- **Beleggingsadviescommissie:** Er worden door het bestuur jaarlijks vooraf doelstellingen geformuleerd voor de beleggingsadviescommissie. Jaarlijks vindt er achteraf een formele beoordeling plaats van de beleggingsadviescommissie in het geheel en van haar externe leden individueel aan de hand van de opgestelde doelstellingen.

Aandachtspunten met betrekking tot de selectieprocedure:

1. Is de selectieprocedure uitvoerig binnen uw fonds beschreven? Is er bijvoorbeeld sprake van een heldere rolverdeling en vastlegging van taken en verantwoordelijkheden voor de verschillende gremia in het beleggingsproces?
2. Is de selectieprocedure door het bestuur goedgekeurd?
3. Op welke wijze wordt vastgesteld dat een voorgestelde investering past binnen het opgestelde beleid en strategie van uw fonds?
4. Ligt de kritische afweging en de uiteindelijke beslissing over een investeringsvoorstel in de praktijk ook daadwerkelijk bij het bestuur?
5. Is er een *audit trail* aanwezig van alle selecties binnen uw fonds?

Aandachtspunten ten aanzien van selectie- en evaluatiecriteria:

1. Zijn er binnen uw fonds selectiecriteria vastgelegd op basis waarvan getoetst kan worden welke vermogensbeheerders in aanmerking komen voor het uitvoeren van een mandaat? Is er bijvoorbeeld sprake van een scoringsmethodiek of evaluatieraamwerk, bestaande uit zowel kwalitatieve en kwantitatieve criteria?
2. Heeft het bestuur deze selectiecriteria opgesteld dan wel vooraf geaccordeerd?
3. Sluiten de selectiecriteria aan bij de doelstellingen en het beleid van uw fonds? En in hoeverre sluiten deze criteria aan bij de aannames die zijn gebruikt in de ALM studie?
4. Houdt u bij het bepalen van selectiecriteria voldoende rekening met de specifieke kenmerken van innovatieve beleggingscategorieën? Kijkt u bij beleggingen in hedge fondsen bijvoorbeeld ook naar de mate van transparantie van onderliggende posities, de doelmatigheid en transparantie van de kostenstructuur en het asymmetrische risicoprofiel?
5. Op welke wijze evalueert het bestuur het functioneren van de externe vermogensbeheerder? Heeft de vermogensbeheerder netto opgebracht wat u er van had verwacht?
6. Onderzoekt u of er sprake is van een adequate spreiding van de beleggingen in bijvoorbeeld private equity om te voorkomen dat er ongewenste concentraties optreden?
7. Levert een beleggingscategorie na aftrek van alle kosten voldoende toegevoegde waarde?
8. Heeft u inzicht in de volledige beleggingskosten van de externe vermogensbeheerders?

Aandachtspunten ten aanzien van due diligence:

1. Is het due diligence proces binnen uw fonds geformaliseerd, van te voren vastgelegd en door het bestuur goedgekeurd?
2. Heeft het due diligence proces binnen uw fonds voldoende diepgang? Maakt u bijvoorbeeld regelmatig gebruik van *site visits*?
3. Is de diepgang van het due diligence proces binnen uw fonds afhankelijk van de complexiteit van de belegging? En schakelt u externe expertise in voor de juridische, financiële en strategische due diligence in het geval van een complexe belegging?
4. Resulteert een due diligence verplicht in een rapport met daarin een goed onderbouwd en helder advies?

3. Monitoring

Een noodzakelijke voorwaarde voor risicobeheersing is dat het pensioenfondsbestuur en de beleggingscommissie tijdig de relevante informatie over strategie, posities, performance en risico's volledig tot hun beschikking hebben. Dit vereist onder meer een adequate rapportage. Met adequaat inzicht wordt bedoeld dat de rapportages het mogelijk maken om een beoordeling van de performance uit te voeren en inzicht te krijgen in de relevante ex-ante risicokenmerken van de beleggingsportefeuille. Vanwege het specifieke risicoprofiel is dit laatste bij innovatieve beleggingen van extra belang. Een gedetailleerde beschrijving van de risicokenmerken bestaat in rapportages onder meer uit positieoverzichten met een voldoende mate van detaillering, performance attributie, relevante risicoparameters, inzicht in staartrisico's door middel van stresstesten en scenarioanalyses, overzichten van tegenpartij- en liquiditeitsrisico's en informatie over limietbenutting en –overschrijding.

Naast de reguliere rapportage is het voor de monitoring van innovatieve beleggingen ook van belang om regelmatig formeel contact te hebben met de vermogensbeheerders van de verschillende beleggingsproducten tijdens reguliere *conference calls* en *site visits*, bijvoorbeeld om de ontvangen rapportages te toetsen of voor het stellen van ad-hoc vragen. Het verdient de aanbeveling de uitkomsten van deze contactmomenten schriftelijk vast te leggen. Tevens dient met enige regelmaat gekeken te worden naar andere elementen met betrekking tot de externe vermogensbeheerders, zoals bijvoorbeeld wijzigingen in personele bezetting (key-person risk), wijzigingen in de strategie of mandaat, wijzigingen in de aandeelhoudersstructuur (redemptions, subscriptions, side-letters) of het bestaan van operationele issues (rechtzaken, fraude, operationele fouten).

Ook de monitoring van het waarderingsproces is bij innovatieve beleggingen van groot belang. In de praktijk gaan innovatieve beleggingen veelal gepaard met illiquiditeit en complexiteit. Dit vergroot de kans op waarderingsproblemen. Bovendien zijn pensioenfondsen voor de waardering in veel gevallen afhankelijk van derden, soms zelfs de verkopende partij waardoor de waarde van deze beleggingen niet altijd onafhankelijk wordt vastgesteld. Dit kan leiden tot een verkeerde inschatting van de financiële positie van het fonds en daardoor tot een onjuiste informatieverstrekking richting deelnemers en toezichthouders.

Aandachtspunten met betrekking tot de rapportages:

1. Op welke wijze is de informatiebehoefte van uw fonds ten aanzien van innovatieve beleggingen in kaart gebracht?
2. Is er sprake van heldere rapportages vanuit de externe vermogensbeheerders die qua diepgang en frequentie aansluiten bij de behoeften van uw fonds en de aard van de beleggingen?
3. Zijn de rapportage en verantwoording rondom innovatieve beleggingen zodanig dat u de uitvoering van het beleid daadwerkelijk kan controleren, beoordelen en eventueel kan bijsturen?
4. Heeft uw fonds zelf voldoende kennis in huis om de rapportages over innovatieve beleggingen te doorgronden? Zo niet, schakelt u dan de expertise in van een onafhankelijke derde partij om een kritisch beeld te kunnen vormen van de aangeleverde informatie?
5. Is er naast de rapportages van de externe vermogensbeheerders tevens een geaggregeerde rapportage per beleggingscategorie en voor de totale beleggingsportefeuille beschikbaar?
6. Welke (onafhankelijke) controle is er op de betrouwbaarheid van de rapportages?

Aandachtspunten met betrekking tot performance en risicokenmerken:

1. Zijn de rapportages en verantwoording rondom innovatieve beleggingen zodanig dat u inzicht krijgt in de onderliggende factoren die de performance en specifieke risico's beïnvloeden?
2. Voert u een plausibiliteitscontrole uit op de rapportages om te controleren of de gerealiseerde performance grotendeels te verklaren valt op basis van de daadwerkelijke marktbevingen en de ex-ante bekende gevoeligheden?
3. Is onder meer de volgende informatie aanwezig in de aangeleverde rapportages:
 - Gehanteerde benchmarks per beleggingscategorie?
 - Begrijpelijke en passende performance indicatoren?
 - Positieve overzichten met een voldoende mate van detaillering?
 - Relevante risicoparameters voor beleggingen in hedge fondsen?
 - Inzicht in staartrisico's door middel van stresstests en scenarioanalyses?
 - Een volledig overzicht van de beheerskosten?
 - Overzicht van passieve dan wel actieve overschrijdingen van beleggingslimieten?

Aandachtspunten met betrekking tot het waarderingsproces:

1. Zijn er binnen uw fonds robuuste en onafhankelijke waarderingsmodellen aanwezig voor innovatieve beleggingen? Op welke wijze zijn deze methodieken gevalideerd?
2. Vinden de waarderungen binnen uw fonds met een voldoende hoge frequentie plaats?
3. Beschikt uw fonds over een waarderingshandleiding waarin de gehanteerde waarderingsmethodieken staan beschreven? En is deze handleiding beoordeeld door de externe accountant?
4. Op welke wijze voorkomt u dat uw fonds afhankelijk is van verkopende partijen (*second parties*) voor de waardering van innovatieve beleggingen?
5. Indien uw fonds niet in staat is om innovatieve beleggingen objectief te waarderen, schakelt u dan de expertise in van een onafhankelijke partij (*third party*) om tot een adequate waardering te komen?

4. Governance

Een beheerste en integere bedrijfsvoering binnen een pensioenfonds vereisen een balans tussen de complexiteit van de beleggingen en het niveau van de risicobeheersing. De organisatiestructuur van een fonds dient deze balans te waarborgen, onder andere door het risicobeheer adequaat en onafhankelijk vorm te geven.⁴ Adequaats impliceert dat het niveau van de risicobeheersing is afgestemd op de complexiteit van de beleggingsportefeuille. Onafhankelijk wil zeggen dat het risicobeheer niet afhankelijk is van de sponsor, fiduciair manager of externe vermogensbeheerders. Daarbij speelt een rol dat hoe meer de complexiteit in het beleggingsbeleid toeneemt, hoe meer de eisen ten aanzien van het risicobeheer opschuiven van een ex-post beheersomgeving naar een ex-ante proactieve risicobeheerfunctie. Om voldoende 'countervailing power' binnen het fonds te organiseren, dient ook de aanwezige kennis en expertise op beleggingsgebied aan te sluiten bij de complexiteit van de beleggingen. Het bestuur dient in ieder geval een goed beeld te hebben van de strategie, performance, de belangrijkste risicokenmerken van de beleggingen in de portefeuille en het risicomangement dat daarbij hoort. Dit vereist allereerst deskundigheid (kennis, vaardigheden en professioneel gedrag) op het gebied van beleggingsbeleid en risicobeheer binnen het bestuur.

Om voldoende grip te houden op het volledige beleggingsproces is een heldere verdeling en vastlegging van taken en verantwoordelijkheden voor de verschillende gremia binnen het fonds (bestuur, beleggingscommissie, externe adviseurs en uitvoerders) van belang. Dit impliceert niet alleen een heldere taakafbakening, maar ook een duidelijke beschrijving van de rolverdeling binnen de verschillende gremia. Op deze manier wordt voorkomen dat externe leden van de beleggingscommissie, zoals fiduciair managers, onbedoeld een beleidsbepalende rol krijgen in het beleggingsproces. Daarbij spelen ook de notulen een belangrijke rol. Notulen dienen niet alleen alle doorlopen stappen in het besluitvormingsproces weer te geven, maar tevens in te gaan op de rolverdeling van de leden van de beleggingscommissie. Dit voorkomt dat het bestuur zich er niet van bewust is dat bepaalde onderwerpen niet aan de orde komen in de beleggingscommissie terwijl zij hier wel van uit gaat.

Good practices met betrekking tot governance

- Countervailing power: Dit betreft een voorbeeld waar het pensioenfondsbestuur kritische (externe) deskundigen om zich heen heeft verzameld om zo een tegenwicht te kunnen bieden aan de fiduciaire manager of externe vermogensbeheerders. Het bestuur heeft dus niet alleen adviseurs voor het beleggingsbeleid ingeschakeld, maar laat zich ook door een onafhankelijke partij adviseren over het risicobeheer. Op deze manier heeft het bestuur vorm gegeven aan het *challengen* van de vermogensbeheerders.
- Onafhankelijk en adequaat risicomangement: Het bestuur heeft binnen het bestuursbureau een risicobeheerfunctie ingericht die onafhankelijk opereert van de sponsor, uitvoeringsorganisatie en externe vermogensbeheerders. Een aantal risicomangement taken, zoals het opleveren van rapportages en het analyseren van data, zijn uitbesteed. De uiteindelijke beoordeling van de risico's vindt echter plaats bij het bestuursbureau en de daaropvolgende besluitvorming bij het bestuur.

⁴ Zie in dit verband ook het kader over Integraal Risicomangement van DNB (<http://www.toezicht.dnb.nl/3/50-223998.jsp>).

Aandachtspunten met betrekking tot het pensioenfondsbestuur:

1. Is het bestuur betrokken bij het gehele beleggingsproces rondom innovatieve beleggingen?
2. Wat zijn naar uw mening de belangrijkste risicokenmerken van de innovatieve beleggingen in uw portefeuille? En weet u op welke wijze deze risico's worden beheerst en gemonitord?
3. Is het bestuur zelfstandig in staat om een afweging te maken tussen de door adviseurs c.q. uitvoerders gepresenteerde beleidsalternatieven en een onderbouwde beslissing te nemen?
4. Op welke wijze zorgt u ervoor dat de aanwezige deskundigheid binnen het bestuur aansluit bij de complexiteit van de beleggingsportefeuille?
5. Is het benodigde deskundigheidsniveau van bestuursleden binnen uw fonds vastgelegd? En wordt er periodiek getoetst in hoeverre de huidige bestuursleden hieraan voldoen?
6. Hoe waarborgt u dat alle essentiële taken rondom het beleggingsproces zijn belegd? En hoe voorkomt u overlappingen in taken tussen de verschillende bestuursorganen?
7. Geven de notulen van bestuursvergaderingen en vergaderingen van andere relevante bestuursorganen voldoende inzicht in het proces van de besluitvorming binnen uw fonds?

Aandachtspunten met betrekking tot de beleggingsadviescommissie:

1. Heeft de beleggingsadviescommissie binnen uw fonds een helder mandaat inzake de beleggingen in het algemeen en innovatieve beleggingen in het bijzonder?
2. Zijn de verantwoordelijkheden en taken van de beleggingsadviescommissie duidelijk beschreven en begrensd?
3. Is de beleggingsadviescommissie adviserend of is zij in de praktijk ook beleidsbepalend? En indien de beleggingscommissie ook besluiten mag nemen, is het dan op voorhand duidelijk welke besluiten dit betreft?
4. In hoeverre bestaat de kans op (mogelijke) belangenverstremming in de beleggingsadviescommissie door een combinatie van adviserende en beleidsbepalende taken?
5. Neemt u maatregelen om integriteitsrisico's of belangenverstremmingen te voorkomen door bijvoorbeeld een gedragscode of een complianceregeling voor (externe) leden van de beleggingsadviescommissie op te stellen?

Aandachtspunten met betrekking tot de risicobeheersing:

1. Is het bestuur betrokken bij het beleid ten aanzien van de risicobeheersing, bijvoorbeeld bij het opzetten van het risicoraamwerk en het bepalen van risicoparameters en limieten?
2. Is de risicobeheerfunctie binnen uw fonds in staat om de risico's van innovatieve beleggingen op adequate wijze te identificeren en te kwantificeren? Worden stressscenario's daarbij effectief en voldoende ingezet? Wat doet u vervolgens met de uitkomsten van deze stressscenario's?
3. Sluiten de verantwoordelijkheden en taken van het risicobeheer binnen uw fonds aan bij de complexiteit en omvang van de beleggingsportefeuille?
4. Is er binnen uw fonds sprake van een onafhankelijk risicomanagement dat los staat van de werkgever, externe uitvoerders en vermogensbeheerders?
5. Indien u bepaalde taken heeft uitbesteed, bent u dan in staat om voldoende initiërend op te treden en tegenwicht te bieden aan de uitvoerder of vermogensbeheerder en ingeschakelde adviseurs en experts?
6. Indien u risicomanagement heeft uitbesteed aan een externe partij, heeft u dan een goed beeld van de mate van onafhankelijkheid en deskundigheid van de beheersomgeving binnen de externe partij?