

Datum  
26 april 2011  
Uw kenmerk

Ons kenmerk  
2011/237247  
Behandeld door

Doorkiesnummer

Bijlage(n)  
1

Onderwerp  
Resultaten beleggingsonderzoeken 2010

Geacht bestuur,

In navolging van het onderzoek naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen in 2009 heeft DNB het afgelopen jaar bij meerdere pensioenfondsen opnieuw diepgaande beleggingsonderzoeken uitgevoerd. Door middel van deze brief willen wij u graag nader informeren over de resultaten van deze onderzoeken, evenals over de thema's waar DNB zich het komende jaar in het pensioentoezicht in relatie tot het beleggingsbeleid op zal richten.

De bevindingen van het eerdere DNB beleggingsonderzoek uit 2009 en het rapport van de commissie Frijns hebben het belang van structurele verbeteringen rondom het beleggingsbeleid en het risicobeheer benadrukt. Daarbij werd de sector destijds opgeroepen om pro-actief met deze aanbevelingen aan de slag te gaan. DNB vindt het positief dat de sector deze aanbevelingen op een goede manier heeft opgepakt en het afgelopen jaar is gestart met het doorvoeren van concrete verbeteringen. De handreiking beleggingsbeleid die de pensioenkoepels in 2010 hebben uitgegeven, vormde daarbij een goed startpunt.

Ook in het kader van het DNB beleggingsonderzoek uit 2009 hebben sommige fondsen substantiële verbeteringen doorgevoerd met betrekking tot het beleggingsbeleid en risicobeheer. Tegelijkertijd is de kwaliteit van (de beheersing van) het beleggingsbeleid en het risicobeheer naar de opvatting van DNB sectorbreed nog niet op het gewenste niveau. Tegen deze achtergrond blijft het essentieel om verdere verbeteringen rondom het beleggingsbeleid en de risicobeheersing te realiseren. DNB wil hier een bijdrage aan leveren, onder andere via deze brief.

DNB is zich er van bewust dat tussen fondsen grote verschillen bestaan. Desondanks hebben de ervaringen in het lopende toezicht en de (nieuwe) beleggingsonderzoeken uit 2010 geleid tot enkele sectorbrede aandachtspunten. Deze aandachtspunten liggen in het verlengde van de conclusies uit het eerdere DNB beleggingsonderzoek van 2009 en zijn op hoofdlijnen als volgt te kenmerken:

- Bij veel pensioenfondsen staat de complexiteit van het beleggingsbeleid onvoldoende in verhouding tot het niveau van de risicobeheersing en de aanwezige expertise. DNB heeft

gezien dat dit kan leiden tot een onderschatting van de financiële risico's en onvoorziene beleggingsverliezen.

- Bij een substantieel aantal pensioenfondsen ontbreekt voldoende 'countervailing power' ten opzichte van de vermogensbeheerder in de vorm van onafhankelijk en adequaat risicobeheer op het niveau van het pensioenfonds. Hierdoor bestaat, bijvoorbeeld, de mogelijkheid dat het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille niet overeenkomt met de strategische portefeuille die op voorhand door het bestuur is vastgesteld.
- De mandaten die pensioenfondsen afsluiten met fiduciair managers of vermogensbeheerders zijn nogal eens te ruim opgesteld en geven uitvoerders teveel vrijheidsgraden in het nemen van (actieve) risico's. Bovendien ontbreken in veel gevallen adequate selectie- en evaluatiecriteria met betrekking tot uitvoerders.
- Tot slot blijken sommige pensioenfondsen niet in staat om de financiële risico's van illiquide en innovatieve beleggingen te beheersen en de waarderingen adequaat en onafhankelijk in beeld te brengen.

Aangehecht vindt u een bijlage. In deze bijlage vindt u een toelichting bij de bovenstaande aandachtspunten. Hierbij treft u ook een lijst met relevante vragen aan die DNB in het uitvoerende toezicht toepast. U kunt deze vragen gebruiken om te beoordelen in hoeverre de desbetreffende aandachtspunten op uw fonds van toepassing zijn. Op deze manier kunnen de vragen u hulp bieden bij het signaleren van eventuele tekortkomingen en het doorvoeren van verbeteringen binnen uw fonds.

Ook in 2011 gaat DNB verder met het verrichten van thematische onderzoeken, onder meer op het gebied van beleggingen. In het verlengde van de eerder genoemde aandachtspunten wordt daarbij specifiek gekeken naar de kwaliteit van de beheersomgeving bij en waardering van innovatieve en illiquide beleggingen en de beheersing van het uitbestedingsrisico bij vermogensbeheermandaten. Deze onderwerpen zijn onderdeel van de DNB toezichtthema's van 2011. Deze toezichtthema's zijn recent gepubliceerd en te vinden op de website van DNB. De overkoepelende resultaten van de thematische onderzoeken worden uiteraard met de sector gedeeld en besproken, waarbij er wederom naar wordt gestreefd om *guidance* aan de sector te geven en zo de totstandkoming van "good practices" te bevorderen. Indien de thematische onderzoeken tekortkomingen aan het licht brengen, zal DNB deze met de individuele fondsen delen met als doelstelling dat deze worden gecorrigeerd.

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



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

## Bijlage 1 - Aandachtspunten in het beleggingsbeleid van pensioenfondsen

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

### 1. Verhouding tussen risicobeheer en deskundigheid enerzijds en complexiteit beleggingsbeleid anderzijds

Het is van belang dat de invulling van het risicobeheer en de deskundigheid binnen het pensioenfonds aansluit op de complexiteit van het beleggingsbeleid. Fondsen die beleggen in complexe producten kunnen in hun risicobeheer niet volstaan met alleen een simpele risicomaatstaf. Hoe meer complexiteit een pensioenfonds in haar beleggingsbeleid introduceert, hoe meer de eisen met betrekking tot het risicobeheer opschuiven van een ex-post beheersomgeving naar een ex-ante proactieve risicobeheerfunctie. Dit stelt fondsen in staat om de risicoblootstelling vroegtijdig bij te sturen als blijkt dat de risico's anders zijn qua aard en omvang dan vooraf gedacht.

Daarnaast is ook de bestuurlijke expertise een belangrijke factor. Fondsbestuurders moeten ervoor zorgen dat de complexiteit van het beleggingsbeleid aansluit bij de bestuurlijke expertise. Daarbij staat een kritische grondhouding van bestuurders voorop. De bestuurder neemt het initiatief en laat zich niet leiden door de uitvoerder.

Het is belangrijk dat het risicobeheer in alle fasen van het beleggingsproces wordt betrokken. Dus van het vaststellen van het strategische beleggingsbeleid tot aan de daadwerkelijke uitvoering daarvan. Alleen een integraal risicobeheer maakt het mogelijk om op voorhand te beoordelen of risico's voldoende duidelijk en acceptabel zijn voordat er in (complexe) producten wordt belegd.

#### Good practices met betrekking tot de balans tussen risicobeheer en beleggingsbeleid

- “Niet snappen is niet doen”: Een positief voorbeeld dat DNB in de praktijk is tegen gekomen betreft een pensioenfonds waar het bestuur zich bij elk voorstel van de uitvoerder, zoals het gebruik van nieuwe beleggingsinstrumenten, uitvoerig laat uitleggen wat het voorstel precies inhoudt en welke risico's er aan verbonden zijn. Het bestuur beslist vervolgens zelf, onafhankelijk van de uitvoerder, of het zich voldoende comfortabel voelt met het voorstel om het ook daadwerkelijk uit te voeren. Daarbij wordt het motto van “niet snappen is niet doen” door het bestuur gehanteerd.
- Adequate risicobeheersing: In dit voorbeeld gaat het om een pensioenfonds waarvan het onderpand uit hoofde van *securities lending* wordt herbelegd. Het pensioenfonds constateerde echter dat het mandaat oneigenlijk werd ingevuld doordat het herbeleggen van het onderpand in toenemende mate richting gestructureerde beleggingsproducten (zoals *asset backed securities*) verschoof. Omdat het pensioenfonds via *securities lending* niet aan kredietrisico blootgesteld wilde worden, heeft het fonds besloten om te stoppen met *securities lending*.

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?
2. Heeft u op voorhand gedefinieerd hoeveel risico uw pensioenfonds wil lopen om de doelstelling te verwezenlijken (*risicobereidheid*)? Deelt u deze inzichten ex ante met uw stakeholders?
3. Heeft u bij het bepalen van de risicodraagkracht van uw pensioenfonds voldoende rekening gehouden met fondsspecifieke karakteristieken zoals de omvang van de buffer, de mogelijkheden om bij te sturen via premies en sponsorbijdragen en de "rijpheid" van het fonds?
4. Maakt u bij het bepalen van de beleggingsstrategie gebruik van scenarioanalyses waarbij alle relevante beleggingsrisico's in aanmerking worden genomen? Neemt u hierbij ook de resultaten van stresstests mee?
5. Bezielt uw fonds bij geconstateerde materiële afwijkingen, in termen van resultaat en risico, of de beleggingsstrategie nog wel toereikend is?

Aandachtspunten met betrekking tot de implementatie:

1. Wordt in de implementatie van het beleggingsbeleid de beleidsmatige *risicobereidheid* uit de beleggingsstrategie op een juiste manier vertaald naar expliciete en passende risicolimieten, maatstaven en benchmarks?
2. Speelt het risicobeheer binnen uw fonds een pro-actieve rol bij het kritisch beoordelen van (actieve) risicoposities?
3. Is de risicobeheerfunctie in staat om de risico's van alle beleggingen op adequate wijze te kwantificeren? Worden stressscenario's daarbij effectief en voldoende ingezet? Wat doet u vervolgens met de uitkomsten van deze stressscenario's?
4. Heeft het risicobeheer binnen uw fonds te allen tijde een goed zicht op de risico's (balansrisico, beleggingsrisico, liquiditeitsrisico en tegenpartijrisico) van alternatieve beleggingen en derivaten in samenhang met de onderliggende portefeuille?
5. Indien uw fonds gebruik maakt van derivaten, is de rol en toepassing van derivaten in het algemene beleggingsbeleid duidelijk uitgewerkt? Zijn er eenduidige interne richtlijnen voor de soorten toegestane derivaten, het doel en het toegestane gebruik daarvan (inclusief positielimieten en toegestane tegenpartijen)?
6. Is er binnen uw fonds aandacht voor concentratierisico's?

Aandachtspunten met betrekking tot deskundigheid en expertise:

1. Sluit de aanwezige kennis en expertise op beleggingsgebied en risicomangement binnen uw fonds aan op de complexiteit van de beleggingen en de omvang van de te beheersen risico's?
2. 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?
3. Is er sprake van een adequate kwantitatieve en kwalitatieve personeelsbezetting van het risicobeheer binnen uw fonds?
4. Welke waarborgen zijn er binnen uw organisatie om het behoud van kennis en expertise veilig te stellen? Wat is het personele verloop binnen uw fonds en binnen eventuele uitvoeringsorganisaties?

## 2. Onafhankelijk en adequaat risicobeheer (countervailing power)

Zowel het DNB beleggingsonderzoek uit 2009 als het werk van de commissie Frijns hebben uitgewezen dat de governance en bedrijfsvoering binnen pensioenfondsen regelmatig tekort schieten. Zo blijken pensioenfondsen in de praktijk niet altijd te beschikken over een kritische en onafhankelijke risicobeheerfunctie. Verantwoordelijkheden en bevoegdheden voor risicobeheer zijn soms ook niet helder in de organisatie belegd. Daarnaast kiezen veel pensioenfondsen voor een grootschalige uitbesteding van risicobeheer aan een fiduciair manager of vermogensbeheerder. Het is daarbij niet ongebruikelijk dat meerdere taken worden uitbesteed aan dezelfde externe partij. Door het onvoldoende scheiden van functies, tussen pensioenfonds en uitvoerder, maar ook binnen de uitvoerder, loopt het pensioenfonds het risico eenzijdig te worden gevoed met ideeën en inzichten. Er kunnen goede redenen zijn om tot uitbesteding over te gaan, waarbij er zeer veel varianten mogelijk zijn, maar hoe meer activiteiten (aan één partij) worden uitbesteed, des te belangrijker is het om voldoende “countervailing powers” specifiek te organiseren.

De beheerste en integere bedrijfsvoering is erbij gebaat dat “countervailing powers” rondom het beleggingsbeleid systematisch en structureel worden georganiseerd. Door voldoende onafhankelijke tegenkrachten in stelling te brengen, kunnen bestuurders immers betere afwegingen maken met betrekking tot hun beleggingsbeleid. Dit stelt fondsbesturen in staat om zelf grip te houden op het gehele beleggingsproces, van strategiebepaling, implementatie en monitoren tot bijsturen van het operationeel beleggingsbeleid.

### Good practices met betrekking tot onafhankelijk en adequaat risicobeheer

- **Countervailing power:** Dit betreft een voorbeeld waar het pensioenfondsbestuur kritische deskundigen om zich heen heeft verzameld om zo een tegenwicht te kunnen bieden aan de beleggingsadviseurs. 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 beleggingsadviseurs.
- **Toereikende risicorapportage:** In dit voorbeeld heeft het bestuur op voorhand zelf nagedacht over welke informatie ze van haar uitvoerder wil ontvangen om zich een goed beeld te kunnen vormen van de beleggingsportefeuille en de bijbehorende risico's. Het bestuur vond de standaardrapportage van de uitvoerder hier onvoldoende toereikend voor. Daarom is de rapportage vanuit de uitvoerder uiteindelijk vormgegeven op basis van de informatiebehoefte van het pensioenfondsbestuur.

Aandachtspunten met betrekking tot uitbesteding:

1. Is er in het beleid vastgelegd dat uw pensioenfonds alleen tot uitbesteding over zal gaan indien in dit kader aan alle voorwaarden voor een beheerste en integere bedrijfsvoering is voldaan?
2. Heeft u beleid opgesteld met betrekking tot de beheersing van risico's die samenhangen met de uitbesteding van functies rondom het beleggingsbeleid? Hoe worden deze risico's in de praktijk beheerst?
3. Bij welke taken in uw beleggingsorganisatie treden fiduciair managers(s) of externe deskundigen op als adviseur? Hoe verhoudt dit takenpakket zich tot de rol van het bestuur?
4. Is het bestuur nog zelfstandig in staat om een afweging te maken tussen de door adviseurs c.q. uitvoerders gepresenteerde beleidsalternatieven en een onderbouwde beslissing te nemen?
5. Is uw pensioenfonds in staat om een onafhankelijke analyse van de beleggingsrisico's uit te (laten) voeren?
6. Indien u meerdere taken rondom het beleggingsbeleid uitbesteedt aan dezelfde externe partij, hoe wordt een adequate functiescheiding dan gewaarborgd tussen strategiebepaling, uitvoering en het risicobeheer? En indien u risicomanagement en vermogensbeheer bij dezelfde externe partij heeft uitbesteed, heeft u dan een goed beeld van de mate van onafhankelijkheid en deskundigheid van de beheersomgeving binnen de externe uitvoerder?
7. Haalt u tijdig voldoende informatie naar u toe om de kwaliteit van de uitvoerder op waarde te kunnen schatten? In hoeverre legt de uitvoeringsorganisatie bijvoorbeeld periodiek verantwoording aan u af (bijvoorbeeld middels een SAS70-type II rapportage) over de beheersing van alle processen die de uitvoeringsorganisatie inzet voor uw pensioenfonds?
8. Indien u de kwaliteit van het risicobeheer binnen de uitvoeringsorganisatie niet zelfstandig kunt bepalen, schakelt u dan de expertise in van een onafhankelijke derde partij om een goed beeld te kunnen vormen van de kwaliteit van het risicobeheer?

Aandachtspunten met betrekking tot rapportages vanuit uitvoerders:

1. Is er sprake van heldere rapportages vanuit de uitvoerder(s) die qua inhoud en frequentie aansluiten bij de behoeften van uw fonds en de aard van de beleggingen?
2. Zijn rapportage en verantwoording zodanig dat het bestuur de uitvoering van het beleid daadwerkelijk kan controleren, beoordelen en eventueel kan bijsturen? Is het beleid op de gewenste wijze uitgevoerd of zijn eventuele bijstellingen noodzakelijk?
3. Is onder meer de volgende informatie aanwezig in de aangeleverde rapportages:
  - a. Begrijpelijke en passende, consistente performance indicatoren?
  - b. Positieve overzichten met een voldoende mate van detaillering?
  - c. Relevante risicoparameters zoals een tracking error (maatstaf voor actief risico), inzicht in staartrisico's door middel van stresstesten en scenarioanalyses en overzichten van tegenpartij- en liquiditeitsrisico?
  - d. Rapportages over limietbenutting en –overschrijding?
4. Heeft uw fonds zelf voldoende kennis in huis om de rapportages te begrijpen? 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. Welke (onafhankelijke) controle is er op de betrouwbaarheid van de rapportages?

### 3. Vormgeving beleggingsmandaten

De implementatie van het beleggingsbeleid gaat gepaard met additionele risico's die vaak niet door pensioenfondsen zijn beoogd of voorzien in het strategische beleggingsbeleid. Onderliggend speelt de vormgeving van de beleggingsmandaten daarbij een belangrijke rol.

Beleggingsmandaten richting vermogensbeheerders en uitvoerders bevatten voor sommige beleggingscategorieën doorgaans veel vrijheid om via actief beheer af te wijken van strategische benchmarks. Daarnaast is de afbakening van toegestane beleggingscategorieën en -instrumenten in sommige gevallen onvoldoende gespecificeerd. Dit heeft tijdens de crisis bij meerdere fondsen geleid tot onvoorziene posities en additionele verliezen. Verder is vaak niet voldoende duidelijk hoe de verstrekte mandaten door pensioenfondsen worden beoordeeld, omdat heldere selectie- en evaluatiecriteria richting vermogensbeheerders en uitvoerders in veel gevallen ontbreken.

Het is van belang dat een sluitende set van afspraken en richtlijnen wordt vastgelegd in het mandaat met de vermogensbeheerder of uitvoerder. Deze afspraken kunnen onder meer betrekking hebben op de beleggingsinstrumenten die zijn toegestaan en de spreiding over landen en sectoren. Eenduidig vormgegeven mandaten zorgen er voor dat heldere en effectieve begrenzing van de (actieve) risico's mogelijk is.

#### Good practices met betrekking tot de vormgeving van beleggingsmandaten

- Alleen actief beheer als...: In dit voorbeeld maakt het bestuur per beleggingscategorie de beslissing om over te gaan op actief beheer. Er wordt dus niet standaard een actief mandaat afgegeven aan de vermogensbeheerder of uitvoerder voor alle beleggingscategorieën. Het bestuur verstrekt alleen een actief mandaat voor een bepaalde beleggingscategorie als het bestuur de toegevoegde waarde van actief beheer inziet en overtuigd is dat de vermogensbeheerder deze toegevoegde waarde kan leveren.
- Due diligence bij uitbesteding: Nadat het pensioenfonds heeft besloten dat ze bepaalde taken wil uitbesteden, wordt de uitvoerder geselecteerd aan de hand van de uitkomsten van een *due diligence* proces. In dit proces verkrijgt het fonds een goed beeld van de kwaliteit waarmee de uitvoerder de uitbestede taken kan uitvoeren, alvorens over te gaan tot de daadwerkelijke selectie van de uitvoerder.

#### Aandachtspunten met betrekking tot selectie- en evaluatie van uitvoerders (due diligence):

1. Is er een eenduidig selectieproces van externe vermogensbeheerders en uitvoerders binnen uw fonds aanwezig?
2. Welke criteria hanteert u bij de *due diligence*? Kijkt u naast historische resultaten en beheerskosten ook naar de stabiliteit van de organisatie, de betrouwbaarheid van de systemen, de integriteit van het personeel en de aanwezigheid van een adequate functiescheiding binnen de uitvoerder(s)?
3. Heeft u op voorhand duidelijk bepaald op basis van welke criteria en met welke frequentie de uitbestedingsrelatie wordt geëvalueerd en gemonitord?
4. Heeft u contractueel duidelijke voorwaarden vastgelegd met uw uitvoerder(s)? Zijn deze voorwaarden uitgewerkt in een overeenkomst van uitbesteding of in een separate Service Level Agreement (SLA)?



5. Zijn de verhoudingen en verantwoordelijkheden tussen uw pensioenfonds en de uitvoerder(s) voldoende geformaliseerd zodat de uitbestedingsovereenkomst ook houvast biedt in (mogelijke) conflict situaties?

Aandachtspunten met betrekking tot effectieve begrenzing binnen mandaten:

1. Zijn in de mandaten van de externe vermogensbeheerder(s) of uitvoerder(s) alle risicolimieten, maatstaven en benchmarks uit het beleggingsplan opgenomen? En komen deze risicolimieten, maatstaven en benchmarks uit het mandaat terug in de beleggingsrapportages die u ontvangt?
2. Zijn de opgenomen limieten en andere beleggingsrestricties in voldoende mate toegesneden op het beleggingsbeleid en op de risicobereidheid van uw pensioenfonds?
3. Zijn de begrenzingen in de mandaten gedefinieerd ten opzichte van heldere en passende benchmarks?
4. Sluit de aard van de begrenzingen aan bij de complexiteit van het mandaat? Worden bij complexe beleggingen (structured products, opties etc.) passende risicomatstaven gebruikt zoals een relatieve Value-at-Risk berekening met verschillende (simulatie)methoden?
5. Op welke wijze voorkomt u dat er teveel sprake is van gelijkgerichte risico's tussen verschillende mandaten?
6. Bent u op de hoogte van de mate van actief risico binnen de uitbestede mandaten? Past dit binnen de geaggregeerde risicotolerantie van uw fonds?
7. Staan er in uw externe beleggingsmandaten effectieve begrenzingen van vrijheidsgraden voor actief beheer? Bijvoorbeeld door geen posities toe te staan die niet in de benchmark aanwezig zijn? Of door het opnemen van concentratierisicolimieten?

Aandachtspunten met betrekking tot integriteit en beloning:

1. Op welke wijze heeft u onderzocht of de door uw pensioenfonds geselecteerde vermogensbeheerders (of uitvoerders) en het bijbehorende management integer zijn?
2. In hoeverre bestaat de kans op (mogelijke) belangenverstremming bij de door u geselecteerde externe vermogensbeheerder of uitvoerders? In welke mate is het de uitvoerders bijvoorbeeld toegestaan om in eigen fondsen te beleggen binnen het beleggingsmandaat?
3. Op welke wijze heeft u gewaarborgd dat eventuele belangentegenstellingen tussen de uitvoerder(s) en uw fonds er niet toe zullen leiden dat de uitvoerder beslissingen neemt in het nadeel van uw fonds?
4. Is het niveau van de beloning bij vermogensbeheerders of uitvoerders logisch in het licht van de beoogde dienstverlening? Gaan van eventuele prestatiegerelateerde beloningen wel de juiste prikkels uit?

Aandachtspunten met betrekking tot de contractuele relatie met uw uitvoerder:

1. Heeft u duidelijke afspraken gemaakt met uw uitvoerder(s) bij niet-naleving van de contractuele eisen? Bent u staat om in dit geval relatief eenvoudig van uitvoerder(s) te veranderen, mocht dit aan de orde zijn?
2. Heeft u een duidelijk beeld van de aansprakelijkheden in het kader van de contractuele relatie met uw uitvoerder(s), zowel met betrekking tot het fonds als ook de uitvoerder? Zijn deze aansprakelijkheden logisch en redelijk?
3. Laat u zich in voldoende mate bijstaan en adviseren met betrekking tot de totstandkoming van contracten? Is deze adviseur voldoende onafhankelijk? Wordt er door het bestuur voldoende tijd en aandacht besteed aan de beoordeling van contracten?



#### 4. Risicobeheersing en waardering van illiquide en innovatieve beleggingen

Pensioenfondsen beleggen in illiquide en innovatieve beleggingen. Deze beleggingen kenmerken zich veelal door verhoogde complexiteit en een gebrek aan liquiditeit en transparante marktprijzen. Uit de DNB beleggingsonderzoeken is naar voren gekomen dat pensioenfondsen niet altijd over de interne capaciteit beschikken om de risico's van illiquide en innovatieve beleggingen adequaat te beheersen. Daarnaast vergroot de combinatie van illiquiditeit en complexiteit de kans op waarderingsproblemen. Zo zijn pensioenfondsen voor de waardering in veel gevallen afhankelijk van derden, waardoor de waarde van deze beleggingen niet onafhankelijk wordt vastgesteld. Dit kan leiden tot een verkeerde inschatting van de financiële positie van het pensioenfonds en daardoor tot een onjuiste informatieverstrekking richting deelnemers en toezichthouders.

Een beheerste bedrijfsvoering betekent in dit verband dat beleggingen in illiquide en innovatieve producten gepaard gaan met een adequate risicobeheersing. Een evenwicht tussen de complexiteit van de beleggingen en het niveau van de beheersomgeving waarborgt een adequate en onafhankelijke waardering van beleggingen. Dit leidt tot de benodigde transparantie over de daadwerkelijke financiële positie en risico's van het pensioenfonds en draagt zodoende bij aan de bescherming van de belangen van deelnemers.

##### Good practice met betrekking tot illiquide en innovatieve beleggingen

- **Ontwikkeling liquiditeitsbeheer:** In dit voorbeeld is het pensioenfonds naar aanleiding van ervaringen tijdens de financiële crisis gestart met een nadere invulling van het liquiditeitsbeheer. De mate van liquiditeit van de beleggingsportefeuille en de liquiditeitsbehoefte (bijvoorbeeld uit hoofde van onderpandverplichtingen of *rebalancing*) worden tegen elkaar afgezet. Ook wordt daarbij de (potentiële) liquiditeitsbehoefte meegenomen als randvoorwaarde in het beleggingsbeleid.

##### Aandachtspunten met betrekking tot risicobeheersing:

1. Heeft u een procedure opgesteld waarin staat beschreven welke stappen moeten worden doorlopen met betrekking tot de goedkeuring en implementatie van innovatieve beleggingen?
2. Is de invloed van illiquide en innovatieve beleggingen op het totale risicoprofiel van uw fonds geanalyseerd? Onder welke aannames is dit gebeurd? Is de gevoeligheid van veranderingen in deze aannames daarbij meegenomen?
3. Wordt er voldoende gekeken naar staartrisico's? Worden stressscenario's effectief en voldoende ingezet? Wat wordt met deze uitkomsten gedaan?
4. Bezielt u in hoeverre er bij de innovatieve beleggingen van uw fonds sprake is van een afwijkend en/of asymmetrisch risicoprofiel? Gebruikt uw fonds hier passende risicomatstaven voor?
5. In hoeverre beoordeelt u het integriteitsrisico ten aanzien van innovatieve beleggingen? Kijkt u bijvoorbeeld naar de kans op belangenverstremgeling door de constructie van het instrument?

Aandachtspunten met betrekking tot liquiditeit:

1. Is er binnen uw fonds aandacht voor liquiditeitsrisico's? Wordt hierover gerapporteerd?
2. Welke eisen stelt u vanuit het strategische portefeuillebeleid aan de liquiditeit van innovatieve beleggingen? En heeft u inzicht in de impact van de overige portefeuille op de liquiditeitspositie?
3. Voert u periodiek stresstests uit om te inventariseren of er in slecht weer scenario's voldoende liquide middelen of ander onderpand beschikbaar zijn?
4. Houdt u in het liquiditeitsbeheer rekening met de wissel die derivatenposities trekken op de beschikbare liquiditeit (ook in stressscenario's)?

Aandachtspunten met betrekking tot waardering:

1. Is er binnen uw pensioenfonds een robuuste en onafhankelijke waarderingmethodiek voor illiquide en innovatieve beleggingen aanwezig?
2. Heeft u daarbij voldoende zicht op de onderliggende risico's door gebruik te maken van een waarderingmodel waar stresstests en scenarioanalyses mee zijn uit te voeren?
3. Indien uw fonds niet in staat is om deze beleggingen objectief te waarderen, schakelt u dan de expertise in van een onafhankelijke derde partij (*third party*) om tot een adequate waardering te komen?
4. Op welke wijze voorkomt u dat uw fonds afhankelijk is van verkopende partijen (*second party*) voor de waardering van illiquide en innovatieve beleggingen?
5. In welke mate staan illiquide of innovatieve beleggingen ten onrechte op boekwaarde op de balans gewaardeerd?