

# AANBEVELINGEN BELEGGINGSBELEID

B e s t u r e n m o e t j e d o e n !



# Inhoudsopgave

<b>VOORWOORD</b> .....	5
<b>INLEIDING</b> .....	7
<b>HOOFDSTUK 1. STRATEGIE</b> .....	9
1.1. Beleid .....	9
1.1.1. Strategisch beleggingsbeleid ontwikkelen .....	9
1.1.2. Risico's inventariseren en verkennen .....	10
1.1.3. Beleggingsplan .....	13
1.1.4. Analyse en uitkomsten .....	14
1.2. Uitvoering .....	14
1.2.1. Eerst ontwikkelen en dan doen .....	14
1.2.2. Beleggingsplan .....	15
1.2.3. Naadloze aansluiting van uitvoering op beleid .....	16
1.2.4. Meten is weten .....	17
1.2.5. Bijzondere omstandigheden .....	19
1.3. Governance en organisatie .....	20
1.3.1. Expertise en competenties .....	20
1.3.2. Risicomanagement en complexiteit .....	21
1.3.3. Communicatie en verantwoording .....	23
1.3.4. Continuïteit .....	23
1.4. Bestuurlijke cyclus .....	24
<b>HOOFDSTUK 2. RISICOMANAGEMENT</b> .....	27
2.1. Wat is risicomanagement .....	27
2.1.1. Risicomanagement: doel en richting .....	27
2.1.2. Risicomanagement: het proces .....	28
2.1.3. Grafische weergave van het proces .....	29
2.2. Een aantal risico's nader bekeken .....	33
2.2.1. Uitbestedingsrisico .....	33
2.2.2. Integriteitsrisico .....	34
2.2.3. Derivaten .....	35
2.2.4. Leverage .....	37
2.2.5. Liquiditeitsrisico .....	38
2.2.6. Securities lending .....	40
2.2.7. Tegenpartijrisico en faillissementsrisico .....	42
2.2.8. Resultaatafhankelijke beloning .....	44
2.2.9. Waarderingsrisico .....	46
2.2.10. Onderpandrisico .....	47
2.2.11. Performancemeting .....	48
2.2.12. Risicometing .....	49
<b>BIJLAGEN</b> .....	
Samenstelling Regiegroep Beleggingsbeleid .....	53
Totaaloverzicht .....	56
Colofon .....	58

## Voorwoord

Beleggen is geen gemakkelijke opgave en zeker niet in tijden van financiële turbulentie. Om pensioenfondsen hierbij te ondersteunen is door de Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (VB), de Unie van Beroepspensioenfondsen (UvB) en de Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (OPF) deze handreiking voor beleggingsbeleid ontwikkeld.

De financiële turbulentie heeft helder gemaakt dat pensioenfondsen kwetsbaar zijn. Bij de vormgeving en implementatie van het beleggingsbeleid en het risicobeheer zijn verbeteringen noodzakelijk en mogelijk. Dit is ook onderstreept in het rapport van de Commissie Frijs en het onderzoek naar beleggingen dat is uitgevoerd door DNB.

De drie pensioenkoepels hebben daarom begin 2010 de Regiegroep Beleggingsbeleid gevormd, met name om te bezien hoe pensioenfondsen bij deze verbeteringen kunnen worden ondersteund. Het toepassen van deze handreiking zal bijdragen aan zo'n verbetering.

Met deze handreiking is het werk niet af. *Besturen moet je doen!* Onze verwachting is dat pensioenfondsen en pensioenuitvoerders hier concreet mee aan de slag gaan. De koepels zullen pensioenfondsen hierbij uiteraard blijvend ondersteunen.



Willem Noordman  
Voorzitter VB



Ton de Ruijter  
Voorzitter UvB



Loek Sibbing  
Voorzitter OPF

## HOOFDSTUK 1

## INLEIDING

*Deze handreiking van de pensioenkoepels VB, UvB en OPF is bedoeld voor besturen van pensioenfondsen. Het recente verleden heeft laten zien dat er tekortkomingen bestaan bij het financiële beheer van pensioenfondsen. Verbeteringen zijn mogelijk. Daarom doen wij suggesties voor verbetering van de huidige praktijk en een solide aanpak. Welke suggesties dat zijn, leest u in deze handreiking.*

*Belang voor de Nederlandse samenleving*

In Nederland bouwt vrijwel iedereen die werkt een aanvullend pensioen op. Door de voortgaande vergrijzing is het inkomen van Nederlanders bovendien in toenemende mate afhankelijk van in het verleden opgebouwde pensioenaanspraken. Het vermogen dat pensioenfondsen opbouwen voor pensioenaanspraken groeide in de afgelopen decennia sterk. In samenhang met deze ontwikkeling nam de maatschappelijke en politieke belangstelling voor pensioenen en pensioenfondsen sterk toe. Dit vertaalde

zich in modernisering en uitbreiding van wetgeving, regelgeving en toezicht. Aan pensioenfondsen worden in toenemende mate eisen gesteld, die vergelijkbaar zijn met de eisen aan andere financiële dienstverleners. Toch

***Suggesties voor verbetering  
beleggingsbeleid***

bleek tijdens de meest recente financiële crises dat ook pensioenfondsen kwetsbaar zijn. De Commissies Frijns en Goudswaard alsmede De Nederlandsche Bank plaatsten de nodige kritische opmerkingen. Ook zijn er de nodige aanbevelingen gedaan voor verbetering van pensioenregelingen en het beheer van pensioenfondsen.

*Verbeteringen noodzakelijk én mogelijk*

VB, UvB en OPF zijn van mening dat verbeteringen in de praktijk van besturen en beheren van pensioenfondsen noodzakelijk en mogelijk zijn. Echter, de diversiteit aan pensioenfondsen is groot. Ook de manier waarop pensioenfondsen hun taak uitvoeren loopt sterk uiteen. Eenduidige constatering is niet mogelijk, net als uniforme oplossingen voor problemen. Daarom hebben wij een praktische handreiking opgesteld. Pensioenfondsbesturen kunnen de handreiking gebruiken als toets voor de praktische gang van zaken bij het eigen pensioenfonds. De herkenbaarheid

van vraagstukken en alternatieven voor een praktische aanpak staan centraal. Let wel, onder pensioenfondsen verstaan wij het fonds, het bestuur, de directie en alle medewerkers van het pensioenfonds. Onder uitvoerders verstaan wij alle externe partijen die in opdracht van het pensioenfonds werken.

#### *De opbouw van de handreiking*

Het eerste deel van de handreiking besteedt aandacht aan de bestuurlijke cyclus: het ontwikkelen van strategisch beleid, het uitvoeren alsmede de rapportage en verantwoording over de uitvoering. Idealiter sluiten deze drie onderdelen van de bestuurscyclus naadloos op elkaar aan. Het pensioenfondsbestuur moet zich eerst diepgaand rekenschap geven van strategische beleidskeuzes. De uitvoering van het beleid dient geheel in overeenstemming te zijn met de keuzes en doorkruist deze niet. De rapportage en verantwoording over het gevoerde beleid bieden het bestuur vervolgens de mogelijkheid de effecten van de gemaakte keuzes te beoordelen, evalueren en waar nodig bij te stellen. Zo waarborgt de bestuurscyclus dat een bestuur daadwerkelijk 'in control' is.

De drie onderdelen van de bestuurscyclus kenmerken zich door het bestaan van risico's. Daarom besteedt het tweede deel van de handreiking aandacht aan een aantal beleidsmatige, uitvoeringstechnische en beleggingstechnische risico's. Deel twee benoemt en analyseert de risico's en geeft praktische beheersmaatregelen.

Sommige pensioenfondsen passen de geschetste aanpak al geheel of gedeeltelijk toe, andere nog niet. Met deze handreiking proberen wij niet de beste benadering te presenteren. Ook geven wij geen uitputtende lijst van alternatieven. Wel willen wij pensioenfondsbesturen, die op zoek zijn naar verbetering van de huidige praktijk, helpen met suggesties voor een solide aanpak. Toepassing van de aanbevelingen kan daaraan bijdragen. Wij zijn van mening dat die ruimte er is.

## ***Bestuur daadwerkelijk in control***

# Hoofdstuk 1. Strategie

## 1.1. BELEID

### 1.1.1. STRATEGISCH BELEGGINGSBELEID ONTWIKKELEN

*Het bestuur van een pensioenfonds is verantwoordelijk voor het strategisch beleggingsbeleid. Het strategisch beleggingsbeleid zorgt ervoor dat het pensioenfonds zijn beschikbare middelen op een verantwoorde manier inzet en zo de ambities van het pensioenfonds waarmaakt. Verantwoord wil zeggen, dat het bestuur voldoende beeld heeft van de risico's die het pensioenfonds loopt, van de situaties die zich kunnen voordoen en van de financiële veerkracht van het pensioenfonds. Als het strategisch beleggingsbeleid vormgegeven is vanuit de pensioenverplichtingen op de lange termijn, heet dat Asset and Liability Management (ALM).*

#### *Het DNA van een pensioenfonds*

Om een gefundeerde keuze voor het strategisch beleggingsbeleid te kunnen maken, hebben bestuurders inzicht nodig in het 'DNA' van het pensioenfonds. De basis is de pensioenovereenkomst tussen de sociale partners. De ontwikkeling van beleggingsbeleid begint met een analyse van de verplichtingen die uit de pensioenovereenkomst voortkomen. Daarbij hoort een actuariële analyse van de

toekomstige kasstromen, van de uit te betalen pensioenen, en van de rentegevoeligheid van deze verplichtingen. Daarnaast is inzicht in de risicobereidheid van het bestuur en van de belanghebbenden bij het pensioenfonds belangrijk. Is een toezegging

## ***Inzicht in kern (DNA) van pensioenfonds is vereiste***

van een geïndexeerd pensioen haalbaar, wanneer de middelen daarvoor volledig uit het beleggingsrendement moeten komen? En welke beleggingsrisico's moet een pensioenfonds dan nemen? Zijn de sponsor en de deelnemers bereid de financiële gevolgen te dragen wanneer deze beleggingsrisico's leiden tot extra pensioenpremies of tot het korten van rechten? Een visie op de herstelkracht van de beleidsinstrumenten van het pensioenfonds hangt hier nauw mee samen. Bij tekorten zullen de werkgever en/of de deelnemers wellicht meer pensioenpremie afdragen. Maar wat is dan de effectiviteit van dat instrument? En is hier bij de ontwikkeling van het strategisch beleid voldoende rekening mee gehouden?

### 1.1.2. RISICO'S INVENTARISEREN EN VERKENNEN

Vervolgens inventariseert en verkent het bestuur relevante risico's. Dit zijn strategische en beleidsmatige risico's (de opsomming is niet uitputtend):

- het pensioenfonds kan de pensioenuitkeringen niet volledig betalen;
- het pensioenfonds overschrijdt de grenzen van het financiële toetsingskader;
- het pensioenfonds kan de pensioenen niet of niet volledig indexeren;
- het pensioenfonds moet pensioenpremies in een jaar met meer dan een bepaald percentage verhogen;
- de werkgever moet bijstorten;
- door vergrijzing van het pensioenfonds verliest het premie-instrument zijn effectiviteit;
- het pensioenfonds bereikt niet binnen de overeengekomen periode een bepaald reserveniveau;
- deelnemers gaan structureel langer leven.

Het bestuur moet steeds kiezen welke risico's het acceptabel acht en welke niet. Het tweede deel van de handreiking gaat verder in op de genoemde risico's en op de beheersing ervan.

#### *ALM-studie en de externe adviseur*

De praktijk leert dat meestal een externe adviseur de ALM-studie uitvoert. De risico's of kansen in zo'n studie zijn doorgaans gebaseerd op basis van wat gebruikelijk is. Het is echter van groot belang dat besturen zelf aangeven hoe groot bepaalde risico's mogen zijn en welke risico's niet acceptabel zijn. Alleen een bestuur dat deze keuzes zelf maakt, kan zich tegenover belanghebbenden verantwoorden voor te lopen en gelopen risico's. Het is essentieel dat een bestuur kan laten zien dat het op basis van evenwichtige belangenafweging tot een besluit is gekomen.

Een praktische aanpak is bijvoorbeeld een werkgroep waarin bestuur en externe adviseur zitting hebben. Gezamenlijk verkennen ze alle uitgangspunten, randvoorwaarden en risico's. Verschillende economische scenario's komen aan de orde, net als de invloed van verschillende economische omstandigheden op de risico's die een pensioenfonds loopt. Een belangrijk voordeel van deze aanpak is dat de analyse gaat leven. Bovendien weegt het bestuur de voor- en nadelen van keuzes zelf af. Belangrijk is ook dat het een continu proces is. Een bestuur kan niet volstaan met een studie eens in de zoveel tijd, om vervolgens niet bij te sturen. Regelmatige toetsing van beleidskeuzes is aan te bevelen: zijn ze nog valide en passend?

De ontwikkelingen op de financiële markten kunnen een bron van dynamiek in het ALM-beleid zijn. Aanpassing van de rendementsverwachtingen is het gevolg. Ook de

feitelijke stand van de dekkingsgraad kan leiden tot beleidsaanpassingen. Hoe die beleidsaanpassingen eruit zien, kan het bestuur vooraf bepalen door 'spoorboekjes' op te stellen. De feitelijke bevindingen van het moment kunnen ook een leidraad zijn. Want net zoals strategisch beleid soms niet meer past, kan ook een spoorboekje niet meer voldoen.

#### *Ambities ondergeschikt aan risico's*

De hier beschreven aanpak gaat nadrukkelijk uit van verplichtingen en risico's. Het streven naar een bepaalde rendementsdoelstelling om gestelde ambities te kunnen halen, is van ondergeschikt belang aan het risicovraagstuk. Een pensioenfonds moet zich realiseren met welke risico's haar rendementsambitie gepaard gaat. Het verwachte beleggingsrendement is het resultaat van de gemaakte keuzes. Een pensioenfonds moet dus voorkomen dat de risico's de uitkomst van de gekozen rendementsdoelstelling zijn. Dit is geen denkbeeldige situatie. Wanneer op voorhand duidelijk is dat pensioenpremies aan een maximum gebonden zijn, valt een van de beleidsinstrumenten van een pensioenfonds weg. Ook bij pensioenfonds die te maken hebben met de Z-score, kan het behalen van een bepaald beleggingsrendement soms wel een doel op zichzelf worden. Risico moet ook hier dus het uitgangspunt zijn.

#### *Beleggingsstrategie*

Zodra duidelijk is welke risico's aan de verplichtingen kleven en het bestuur een beeld heeft van de risico's die het pensioenfonds wel en niet wil lopen, volgt de beleggingsstrategie. Het bestuur bepaalt de strategische spreiding van de

beleggingen op basis van een scenarioanalyse. Dat is een analyse van een groot aantal financieel-economische scenario's, die resulteert in een set van mogelijke uitkomsten. Afhankelijk daarvan kan het bestuur de eerder gekozen spreiding van

de beleggingsportefeuille bijstellen. Maar het bestuur kan ook kiezen voor de inzet van financiële instrumenten om bepaalde risico's verder in te perken. Bijvoorbeeld wanneer een bepaalde strategie op de lange termijn tot goede resultaten leidt, maar op kortere termijn het risico draagt dat het pensioenfonds meerdere jaren de pensioenen niet kan indexeren. De inzet van financiële instrumenten brengt op zichzelf ook weer risico's mee. Hier gaat de handreiking later verder op in.

***Risico is key,  
rendement is resultante***



Soms zijn de gemaakte keuzes niet verenigbaar met elkaar. Dan moet het pensioenfonds eerdere keuzes herzien. In de regel betekent dit dat het pensioenfonds grotere risico's moet accepteren. Ook kan het bestuur constateren dat de pensioenregeling binnen de gegeven voorwaarden niet uitvoerbaar is of dat het pensioenfonds onaanvaardbaar grote risico's zou moeten lopen. Dan vindt nader overleg plaats tussen werkgever en werknemers en stelt het pensioenfonds ambities bij of verhoogt premies.

*Kort samengevat: het volstaat niet dat een pensioenfondsbestuur de voorstellen voor strategisch beleggingsbeleid alleen goedkeurt. Een bestuur moet zelf actief betrokken zijn bij het formuleren van veronderstellingen, voorwaarden en randvoorwaarden.*

#### *Bandbreedtes*

In het strategische beleggingsbeleid zijn de bandbreedtes waarbinnen onderdelen van de portefeuille zich mogen ontwikkelen een bijzonder punt van aandacht. De strategische spreiding van de beleggingsportefeuille moet nauw aansluiten bij de verplichtingen. Het pensioenfonds moet ervoor waken dat te ruim geformuleerde marges deze aansluiting doorkruisen. De toegestane marges laten zien wat de risicohouding van het bestuur is. Idealiter bepaalt het bestuur een risicobudget waarbinnen de feitelijke beleggingsportefeuille mag afwijken van de strategische beleggingsportefeuille.

Behalve over de omvang van het risicobudget doet het bestuur bij voorkeur ook uitspraken over de verdeling. Bijvoorbeeld hoeveel risico alloceert het bestuur aan actief beleggingsbeleid, aan tactische assetallocatie of aan valutarisico's? Ook kan het bestuur per afzonderlijk beleggingsonderdeel een risicobudget formuleren, dat samenhangt met de typische karakteristiek van een bepaald soort beleggingen. Door vooraf keuzes te maken, kan een bestuur zich vervolgens een beter beeld vormen over de uitvoering van het beleid en over eventuele bijsturing daarvan. Want wat te doen als het risicobudget volledig is benut?

#### *Nieuwe beleggingsmogelijkheden*

Als de strategische samenstelling van de beleggingsportefeuille van een pensioenfonds bepaald is, dienen zich vervolgens nieuwe beleggingsmogelijkheden aan. De kans op extra rendement vormt meestal de aantrekkingskracht van deze nieuwe mogelijkheden. Echter, commerciële belangen van aanbieders resulteren

vaak in een bijzonder rooskleurige voorstelling van zaken (de beloning van vermogensbeheerders komt later afzonderlijk aan de orde). Het is dus van groot belang dat een bestuur de toevoeging van nieuwe beleggingsmogelijkheden altijd in een ALM-context beziet. Daarbij is het de vraag of de nieuwe beleggingen bijdragen aan een verbetering van de karakteristiek van de beleggingsportefeuille en daarmee aan de doelstellingen van het pensioenfonds. Zo kan het bestuur voorkomen dat het beleggingen toevoegt, waarvan de invloed op portefeuilleniveau niet op voorhand duidelijk is. Hoe groot de aantrekkingskracht van beleggingsproposities ook is, als het bestuur de reden om er in te beleggen niet volledig doorgrondt, luidt de conclusie: 'Niet begrijpen is niet doen'. Dit is een van de meest nadrukkelijke aanbevelingen van de Commissie Frijns. Kiest het bestuur wel voor een nieuwe beleggingsvorm, dan is het van minstens zo groot belang dat het risicomanagement van het pensioenfonds daarop wordt aangepast. Hoe complexer de belegging, hoe meer eisen de belegging aan het risicomanagement stelt.

### **Bestuur actief betrokken bij strategie**

Soms kunnen meerdere middelen bepaalde doelstellingen realiseren. Een pensioenfonds kan bijvoorbeeld rechtstreeks beleggen in langlopende staatsobligaties, maar kan dat ook indirect doen met afgeleide instrumenten

(derivaten). In het laatste geval komt er een risico bij, doordat het pensioenfonds zaken doet met een tegenpartij. In deel twee komen deze risico's apart aan de orde. Ook moet het bestuur er rekening mee houden dat sommige beleggingen beter verhandelbaar zijn dan andere. In normale tijden is de invloed hiervan gering, maar in bijzondere omstandigheden kan dit een groot aanvullend risico zijn. Niet alleen de aard van de belegging is belangrijk, ook de liquiditeit ervan.

#### **1.1.3. BELEGGINGSPLAN**

Met een jaarlijks beleggingsplan brengt een bestuur structuur aan. In het plan staat in welke categorieën het pensioenfonds wil beleggen. Ook legt het plan vast hoeveel risico het pensioenfonds per categorie wil lopen en hoe het de bijdrage aan het pensioenfondsresultaat meet. Zo blijkt nooit pas achteraf waarin het pensioenfonds precies belegt en kan het pensioenfonds een ongewenste stapeling of concentratie van risico's voorkomen.

Andere onderwerpen die in een beleggingsplan voorkomen zijn:

- de maatstaven voor het beoordelen van het beleggingsresultaat;
- het gebruik van afgeleide instrumenten;
- het valutabeleid;
- het beleid voor liquide middelen;
- de tegenpartijen met wie het pensioenfonds zaken wil doen.

**Strategie wordt vastgelegd  
in beleggingsplan**

#### 1.1.4. ANALYSE EN UITKOMSTEN

Met een ALM-analyse kan een bestuur een grote reeks financieel-economische scenario's in kaart brengen. Vervolgens beziet het bestuur wat de scenario's voor de financiële uitkomsten van het pensioenfonds betekenen. Dit is echter niet hetzelfde als het bepalen van het meest waarschijnlijke of meest gewenste scenario. Het is ook onjuist om aan de meest extreme scenario's de laagste waarschijnlijkheid toe te kennen. ALM-analyses verkennen en analyseren de gevolgen van beleidskeuzes in verschillende omstandigheden. Een ALM-analyse is géén toekomstvoorspelling. Daarom verdient het aanbeveling om de ALM-analyses aan te vullen met een analyse van de gevolgen van bepaalde ongewenste situaties, zoals een bepaalde mate van onderdekking. Zo ontstaat bijvoorbeeld een scenario van de slechtst denkbare omstandigheden, een worst-case scenario. Of een zogenoemde stresstest, die op basis van een simulatie onderzoekt wanneer een pensioenfonds in de problemen komt. Het kan ook een continuïteitsanalyse zijn, niet als toets bij een herstelplan, maar als nuttig hulpmiddel. In extreme situaties kan herstel van het pensioenfonds zeer moeilijk, zo niet bijna onmogelijk zijn. Het formuleren van noodscenario's of rampenplannen kan ook daarvoor een nuttige exercitie zijn. Al doende verkrijgt het bestuur een goed beeld van de herstelkracht van een pensioenfonds.

### 1.2. UITVOERING

#### 1.2.1. EERST ONTWIKKELEN EN DAN DOEN

*Als het beleggingsbeleid is vastgesteld, volgt de uitvoeringsfase. Ook daarin doet zich op voorhand een grote diversiteit voor. Er zijn pensioenfondsen die het beleggingsbeleid in eigen beheer uitvoeren. Echter, steeds meer pensioenfondsen besteden het geheel of gedeeltelijk uit. Er bestaat dan nog een onderscheid tussen uitbesteden aan de 'eigen' uitvoerder of aan een onafhankelijke externe partij.*

#### 1.2.2. BELEGGINGSPLAN

Het is raadzaam dat een bestuur een beleggingsplan opstelt, ongeacht de manier waarop het vastgestelde beleggingsbeleid wordt uitgevoerd.

Het beleggingsplan vertaalt de beleggingsstrategie naar de (wijze van) implementatie.

Het plan beantwoordt vragen als:

- intern of extern beleggen;
- hoeveel mandaten per beleggingscategorie;
- direct of indirect beleggen (bijvoorbeeld via fund of funds of direct in deze funds);
- mate van actief beleggen voor de hele portefeuille en per deelportefeuille.

Andere onderwerpen die het plan vastlegt, zijn:

- de maatstaven voor het meten van de beleggingsresultaten (de 'benchmarks');
- de bandbreedtes bij de beleggingsallocatie;
- een limitatieve opsomming van de toegestane beleggingscategorieën;
- het al dan niet toestaan van het gebruik van afgeleide instrumenten en zo ja, welke;
- de criteria voor de keuze van de tegenpartijen.

#### Risicobudget

Een heel belangrijk onderdeel van het plan is het risicobudget. Het strategisch beleggingsbeleid bepaalt in welke mate een pensioenfonds risico's mag lopen. Een

risicobudget vertaalt dit naar de praktijk. Het budget legt vast hoeveel de feitelijke beleggingsportefeuille van de voorgenomen doelstellingen mag afwijken. Dat kan op het niveau van de integrale beleggingsportefeuille, maar ook op deelniveau. Het komt

nogal eens voor dat een pensioenfonds de beleggingsdoelstellingen met grote precisie bepaalt, waarna in de uitvoering grote afwijkingen optreden. Met een vooraf vastgesteld risicobudget kan het pensioenfonds dit voorkomen.

#### Voordelen

Het beleggingsplan zou volledig moeten beschrijven hoe het pensioenfonds het beleggingsbeleid uitvoert. Dit heeft belangrijke voordelen:

- Duidelijke vastlegging van tevoren maakt evaluatie en verantwoording van het gevoerde beleid achteraf veel eenvoudiger.

**Uitvoering minstens even  
belangrijk als strategie**



- Een gedetailleerd beleggingsplan draagt bij aan continuïteit in het bestuur en daarmee aan de stabiliteit van het beleid. Nieuwe bestuursleden vinden in het plan de onderbouwing van de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds.
- Een samenvatting van het beleggingsplan kan dienen als de verplichte verklaring van de beleggingsbeginselen van een pensioenfonds.

In het beleggingsplan moet een bestuur een groot aantal keuzes maken. Een externe manager zal in veel gevallen een bepaalde voorkeur hebben op basis van ervaring, expertise en historie. Dat neemt niet weg dat het pensioenfondsbestuur moet kiezen. De mate van actief beleggen is een typisch voorbeeld, waaraan het rapport Frijns refereert. Het verdient aanbeveling dat uitvoerders keuzes voorleggen aan het bestuur. Het bestuur maakt vervolgens, al dan niet met ondersteuning van externe deskundigen, de keuzes die het meest recht doen aan het geformuleerde beleid. Het is dus niet de mening van de uitvoerder die telt. Het gaat om de benadering die het beste bijdraagt aan het realiseren van de doelstellingen van het pensioenfonds. Dat kan alleen het bestuur beoordelen.

### 1.2.3. NAADLOZE AANSLUITING VAN UITVOERING OP BELEID

De uitvoering van het vastgestelde beleid moet geheel plaatsvinden in de geest van dat beleid. Het pensioenfonds moet uitsluiten dat de opdracht zo ruim is geformuleerd dat de uitvoering de beleidsdoelstellingen kan doorkruisen.

Het 'in control' zijn van een pensioenfondsbestuur begint met de inhoud van de vermogensbeheerovereenkomst. Deze overeenkomst tussen een pensioenfondsbestuur en een uitvoerder verschaft immers het formele kader waarbinnen het vermogensbeheer zich afspeelt. De DUFAS Principles Fiduciair Beheer (verschenen in november 2008) bieden hiervoor een raamwerk. Deze presenteert principes voor fiduciair vermogensbeheer en een model van een fiduciair beheerovereenkomst.

***Aansluiting uitvoering op beleid vergt inspanningen***

De uitvoering van het beleid volgens het beleggingsplan en de beleggingsrichtlijnen vereist verschillende keuzes van de uitvoerder. Welke concrete beleggingen of mandaten, welke mate van risico's, hoeveel mandaten? Het bestuur staat voor de uitdaging vat te krijgen op de concrete uitvoering. Het is vooral belangrijk te voorkomen dat risico's stapelen, waardoor onverwachte of ongewenste uitkomsten kunnen optreden.

Controle op uitvoering is dus heel belangrijk. Vragen die het bestuur zich kan stellen zijn: past dit voorstel binnen het beleggingsplan, past de uitwerking in het van tevoren uitgedachte beleid? De uitvoerder moet periodiek rapporteren, en daarbij steeds aangeven hoe de gemaakte keuzes hebben bijgedragen aan het bereiken van de doelstellingen.

Bij de jaarlijkse evaluatie van het beleggingsbeleid moet het bestuur goed letten op een verklaring voor de verschillen tussen benchmarks en daadwerkelijke rendementen. Ook een hoge outperformance kan duiden op een verkeerde vertaling van het beleid naar uitvoering. De jaarlijkse evaluatie kan leiden tot bijsturing van uitvoering of beleid.

### 1.2.4. METEN IS WETEN

Om in control te zijn moet een bestuur tijdig over informatie beschikken. Wij volgen hier de aanbeveling van de Commissie Frijns.

#### *Maandelijks*

Per maandultimo moet ten minste de volgende informatie beschikbaar zijn, aangevuld met de jaarresultaten tot dan toe:

- nominale en reële dekkingsgraad plus analyse oorzaken verschil met vorige maand (inzicht in solvabiliteit en rentegevoeligheid van het pensioenfonds);
- absoluut en relatief rendement per beleggingscategorie (zicht op prestaties van het vermogensbeheer);
- tracking error (een maatstaf voor het actief risico);
- strategische assetmix in procenten en absolute bedragen (inzicht in de samenstelling en ontwikkeling van de mix);
- beleggingsmandaten: absolute en relatieve performance, gewicht (inzicht in onderliggende prestaties);
- kasposities en eventuele leverage in de portefeuille.

#### *Leverage*

Het onderwerp leverage verdient nadere toelichting (zie ook paragraaf 2.2.4.). Als een pensioenfonds gebruik maakt van afgeleide financiële instrumenten (derivaten) voor het afdekken van risico's, ontstaat mogelijk een nieuw risico. Stel dat een bepaald valutarisico is afgedekt, maar de betreffende valuta stijgt in waarde ten opzichte van de euro. Dan ontstaat op basis van het valutacontract een schuld aan de tegenpartij, die het pensioenfonds op een later moment moet voldoen. Dat betekent dat het pensioenfonds in de tussentijd als het ware geld leent. Als het pensioenfonds dit bedrag niet liquide aanhoudt, maar in de beleggingsportefeuille opneemt, belegt

het dus met 'geleend' geld. Zo ontstaat een hefboomconstructie. Bij positieve beleggingsresultaten leidt dit tot extra rendementen, maar bij negatieve resultaten ontstaat een schadepost voor het pensioenfonds. Het is dus zaak deze 'leverage' zeer goed in beeld te brengen en bepaalde gedragsregels af te spreken. Zo voorkomt het pensioenfonds dat de leverage te groot wordt. Bijvoorbeeld door een maximum aan de leverage te stellen en bij het bereiken daarvan de valutacontracten af te wikkelen en te vervangen door nieuwe.

#### *Per kwartaal*

Op kwartaalbasis ontvangt het bestuur bovendien, in de vorm van tekstuele uitleg, uitgebreide informatie over:

- analyse absolute en relatieve performance plus risicobudget (analyse van oorzaken geeft inzicht in implementatie en eventuele problemen);
- economische ontwikkelingen en financiële markten (inzicht in de achtergrond van prestaties van het vermogensbeheer) en het gevoerde tactische beleid (als vorm van bewaking van dit deel van het actief beleid);
- implementatie van het beleid (zicht houden op de voortgang van de implementatie van het strategisch beleggingsbeleid);
- ontwikkelingen binnen categorieën plus geografische en creditverdelingen (nader inzicht in gevoerd beleggingsbeleid);
- ontwikkelingen binnen mandaten (uit oogpunt van risicomanagement en mogelijke bijsturing is het van belang vroegtijdig op de hoogte te zijn van problemen);
- valutabeleid (gevoerd afdekkingsbeleid en analyse van effectiviteit hiervan);
- overtredingen beleggingsrichtlijnen en genomen maatregelen (beleggingsrichtlijnen zijn een belangrijk instrument voor het risicomanagement van het pensioenfonds);
- compliance in enge en brede zin (inzicht in het voldoen aan wet- en regelgeving, zie ook de documenten die de koepels aan de aangesloten pensioenfondsen ter beschikking hebben gesteld);
- risicomanagement: stresstesten, tegenpartijrisico, liquiditeitsrisico, operationeel risico.

Het tweede deel van deze handreiking gaat nader in op de vraag hoe het bestuur met deze informatie en analyses kan omgaan.

### **Zorg voor periodieke stuurinformatie**

#### **1.2.5. BIJZONDERE OMSTANDIGHEDEN**

De recente financiële crisis maakte duidelijk dat onvoorziene omstandigheden zich altijd kunnen voordoen. Wat onvoorziene omstandigheden precies zijn, bepaalt het bestuur zelf. Om vervolgens te kunnen ingrijpen of bijsturen. Tijdens een crisis op de financiële markten zoals in 2008, moet een bestuur veel intensiever dan gebruikelijk betrokken worden bij het vermogensbeheer en het risicomanagement. Dit is immers een situatie waarin een van tevoren onwaarschijnlijk geacht scenario het eerder geformuleerde beleid in een nieuwe context plaatst.

Het bestuur moet ten minste geïnformeerd zijn over actuele marktontwikkelingen en hun impact, en krijgt alternatieven tot bijsturing aangereikt. Ook moet het bestuur zich door de externe adviseurs laten informeren over eventuele aanpassingen. Vasthouden aan ongewijzigd beleid is slechts een van de mogelijke gedragsvarianten. De keuze hiervoor moet het bestuur bewust maken. Een alternatief is bijvoorbeeld tijdelijke vermindering van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille. Met andere woorden: Het bestuur is eerst aan de bal, daarna pas de uitvoerder.

De vermogensbeheerovereenkomst legt in elk geval vast dat de uitvoerder een intensievere informatievoorziening levert tijdens een financiële crisis (bijvoorbeeld: wanneer de dekkingsgraad binnen x dagen x% is gedaald, moet de uitvoerder binnen 24 uur het bestuur informeren). Daarnaast moet ook worden vastgelegd dat

de uitvoerder het bestuur alternatieve maatregelen biedt om schade en risico's tijdens een crisis te beperken.

Juist in bijzondere omstandigheden is het van groot belang dat een pensioenfonds handelt in

de geest van het vastgestelde beleggingsbeleid en niet slechts naar de letter van vermogensbeheeropdrachten. Dat geldt voor rapportages, maar ook voor keuzes van de uitvoerder die vallen binnen de ruimte van het mandaat.

### **Bijzondere omstandigheden vragen bijzondere aandacht**

### 1.3. GOVERNANCE EN ORGANISATIE

#### 1.3.1. EXPERTISE EN COMPETENTIES

*Het bestuur van een pensioenfonds bezit expertise en deskundigheid. De deskundigheid is zodanig, dat het bestuur ook initiërend kan optreden. Dit geldt voor alle beleidsterreinen, dus ook voor risicomanagement en vermogensbeheer. Bij uitbesteding van beleggingen moet het bestuur tegenwicht kunnen bieden aan ingeschakelde adviseurs en uitvoerders.*

*Daarom moeten deskundigheid en competenties een belangrijk uitgangspunt zijn bij de samenstelling van het bestuur en de invulling van beschikbare bestuursfuncties. Het bestaan van een vertegenwoordiging, zoals van werkgevers en werknemers, en het recht van voordracht door vertegenwoordigende organisaties, maakt het wenselijk om het profiel van bestuurders en hun competenties vooraf te formuleren en ook schriftelijk vast te leggen. Van voordragende partijen mag verwacht worden dat zij hun kandidaten op basis van het profiel selecteren en voordragen. Veel pensioenfondsen kennen al een jaarlijkse toets van aanwezige competenties. Tegelijkertijd leert de praktijk dat deze toets vaak nog verder ontwikkeld kan worden.*

#### Externe adviseurs

Het pensioencontract is onderdeel van de arbeidsovereenkomst en behoort tot het terrein van de sociale partners of de beroepsvereniging. Een bestuur kan de expertise versterken door het aanstellen van vakinhoudelijke bestuurders, mits binnen de paritaire verhoudingen. Ook kan het bestuur zich laten adviseren door, geen stemhebbende, adviseurs. Let wel, het expertisegat tussen bestuurders onderling en bestuurders en adviseurs mag niet te groot worden. Het bestuur kan en mag niet volledig bouwen op de expertise bij de uitvoeringsorganisatie of andere adviseurs. Tegenover advisering door een uitvoeringsorganisatie of een externe adviseur, moet voldoende 'countervailing power' binnen het pensioenfonds staan. Verlies nooit uit het oog dat de advisering door derden mogelijk vanuit een ander belang geschiedt. Van pensioenfondsbesturen wordt een actieve opstelling verwacht. Dus méér dan het accorderen van voorstellen van derden. Het bestuur moet niet alleen initiërend zijn, adviseurs en uitvoerders zullen het bestuur moeten vragen naar de bestuurlijke preferenties. Het voorleggen van beleidskeuzes hoeven ze daarbij niet te vermijden. De BOB-cyclus kan dan helpen: het opdelen van het proces in de stappen bewustwording, oordeelsvorming en besluitvorming. Bij het vastleggen van de besluitvorming moet ook altijd de argumentatie voor een bepaald besluit duidelijk zijn.

### Hulp van externen

#### Beleggings(advies)commissie

De praktijk kent tal van varianten om aan bestuurszijde de nodige expertise te mobiliseren. We wezen al op de inzet van vakinhoudelijke bestuurders of geen stemhebbende adviseurs. Veel pensioenfondsen hebben een beleggingscommissie of een beleggingsadviescommissie. Een beleggingscommissie bestaat uit bestuursleden, al dan niet aangevuld met externe leden, en heeft het recht om namens het bestuur beleggingsbeslissingen te nemen. Een beleggingsadviescommissie bestaat vaak uit externe deskundigen, al dan niet aangevuld met enkele bestuursleden en soms de directeur van het pensioenfonds, en doet voorstellen voor het beleggingsbeleid. De adviescommissie adviseert ook wel over voorstellen van de uitvoeringsorganisatie. Naast het advies van de beleggingscommissie kan het bestuur ook het advies en oordeel van een auditcommissie in zijn besluitvorming betrekken. Het is van belang dat de beoordeling van en de advisering over de financiële risico's niet het exclusieve terrein zijn van een beleggingsadviescommissie. Niet alle benodigde kennis en kunde hoeft dus binnen het bestuur aanwezig te zijn, mits het bestuur voldoende kennis en kunde kan mobiliseren om niet afhankelijk te zijn van partijen met mogelijk andere belangen.

#### Evaluatie

Een zelfevaluatie, zowel collectief als individueel, moet een jaarlijks onderdeel van de bestuurlijke activiteit zijn. Dit geldt zowel voor het pensioenfondsbestuur en bestuurscommissies als voor andere pensioenfondsorganen. Externen kunnen de evaluatie begeleiden. Wanneer het pensioenfonds daar niet voor kiest, raden wij aan te werken met vooraf opgestelde vragen. De evaluatie leidt tot conclusies en indien noodzakelijk ook tot maatregelen voor verbetering. Naast evaluatie van de governance

### Zorg voor evaluatie van beleggingsproces

bestuur moet zich afvragen of de rapportages en informatieverstrekking voldoende zijn om tot een zorgvuldige besluitvorming te komen. Daarom omvat evaluatie van de uitvoering niet alleen gerealiseerde performance maar ook het functioneren van het bestuur en de mate waarin het bestuur verantwoordelijkheid neemt voor zowel het gevoerde beleid als de uitvoering. Idealiter ontwikkelt het bestuur een monitorkader, waaruit blijkt of het bestuur het risicomanagement en beleggingsbeleid adequaat bepaalt, invult en uitvoert.

en het eigen functioneren, is het raadzaam ook de uitvoering te evalueren. Een adequate afbakening tussen beleid en feitelijke uitvoering hoort daarbij, net als een juiste informatievoorziening. Het

### 1.3.2. RISICOMANAGEMENT EN COMPLEXITEIT

Een pensioenfonds mag van een uitvoeringsorganisatie verwachten en eisen dat het risicomanagement goed is geregeld. Toch ontslaat dit het bestuur van het pensioenfonds niet van zijn eigen verantwoordelijkheid. Een risicomanagementraamwerk, met name voor de financiële risico's, moet onderdeel zijn van de risicogovernance. Het pensioenfonds moet de beheersingssystemen en de processen hierop afstemmen. Hoewel beleggingsrendement en beleggingsrisico's onlosmakelijk met elkaar verbonden zijn, bevelen wij aan de beleggingsrisico's als onderdeel van een integrale risicobenadering te bezien. Hoe dat moet, komt in het tweede deel van deze handreiking aan de orde. Daar vindt u een analyse van een groot aantal afzonderlijke beleggingsrisico's en de bijbehorende beheersingsmaatregelen.

#### *Risicomanagementraamwerk*

Voor een goed werkend risicomanagementraamwerk moet het pensioenfonds beschikken over juiste en adequate rapportages over beleggingsposities en risico's. Die rapportages zijn afgestemd op de complexiteit van de beleggingsportefeuille. De informatieverstrekking ontwikkelt zich naar de eisen van het risicomanagement. Het is meestal de uitvoeringsorganisatie die de rapportages aanlevert. Daarom moet het bestuur er ook kritisch tegenover staan. Een periodieke beoordeling van de informatievoorziening door een externe partij kan daarbij behulpzaam zijn. In het risicomanagementraamwerk is de mate van risicotolerantie vastgelegd in samenhang met de risicomitigerende maatregelen. Een jaarlijkse beoordeling van het risicobeleid moet onderdeel zijn van de risicogovernance.

#### *Complexiteit*

Het beleggingsbeleid en het risico moeten zijn afgestemd op het pensioencontract en het risicodraagvlak van de belanghebbenden bij het pensioenfonds én op de aanwezige bestuurlijke expertise. Een onderdeel van het risico is de complexiteit. Het is raadzaam complexiteit af te bakenen en expliciet vast te leggen. Het risicoprofiel moet passen bij de kenmerken van het pensioenfonds en aansluiten bij de belangen van deelnemers. Daarnaast is de expertise van bestuurders ook een belangrijke factor. Wij bevelen aan de complexiteit van de beleggingsportefeuille via een vaste methodiek inzichtelijk te maken. Dit maakt niet alleen de mate van complexiteit helder, maar vergroot ook het bewustzijn van bestuurders over hun beleggingsbeslissingen. Besturen moeten zich afvragen of de complexiteit van hun beleid wel noodzakelijk is voor de aangegane pensioenverplichtingen. Daarbij moeten ze bijvoorbeeld nagaan of er sprake is van een opeenstapeling van derivaten en of de werking van financiële hefboomconstructies ('leverage') wel inzichtelijk is. In voorkomende gevallen kan een bestuur zoeken naar minder complexe alternatieven.

### 1.3.3. COMMUNICATIE EN VERANTWOORDING

Bij dit alles is communicatie met de betrokken belanghebbenden van groot belang. Is de toezegging van een geïndexeerd pensioen haalbaar wanneer middelen voor indexatie volledig uit beleggingsrendementen moeten komen? Welke beleggingsrisico's moet het pensioenfonds nemen? Zijn de sociale partners en de deelnemers bereid de financiële consequenties te dragen wanneer het beleggingsrisico kan leiden tot additionele pensioenpremies of het korten van rechten? Onvoldoende communicatie kan, juist in moeilijke tijden, leiden tot onvoldoende draagvlak voor het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Naast adequate communicatie heeft het pensioenfonds daarom ook de verplichting verantwoording af te leggen aan het verantwoordingsorgaan en af te stemmen met de deelnemersraad over het te voeren beleid en de bijbehorende risico's. Daarbij maakt het pensioenfonds de risico's duidelijk en legt ze uit in voorbeelden van 'als dan'. Dit draagt bij aan de bewustwording van deelnemers. Als onderdeel hiervan communiceert het pensioenfonds zo duidelijk mogelijk de financiële opzet en de consequenties van bepaalde mogelijke uitkomsten. Bij verantwoording hoort natuurlijk ook dat het bestuur met het intern toezicht van gedachten wisselt over de totstandkoming van het beleid. Vaak zal het te ver gaan om deelnemers te vragen welke risico's ze aanvaardbaar achten. Dat hoeft ook niet. Belangrijk is dat een bestuur zich helder kan verantwoorden en ook feitelijk kan worden aangesproken op de gemaakte keuzes. Voorop staan heldere en eenvoudige communicatie en goede uitleg aan deelnemers en overige belanghebbenden.

### 1.3.4. CONTINUÏTEIT

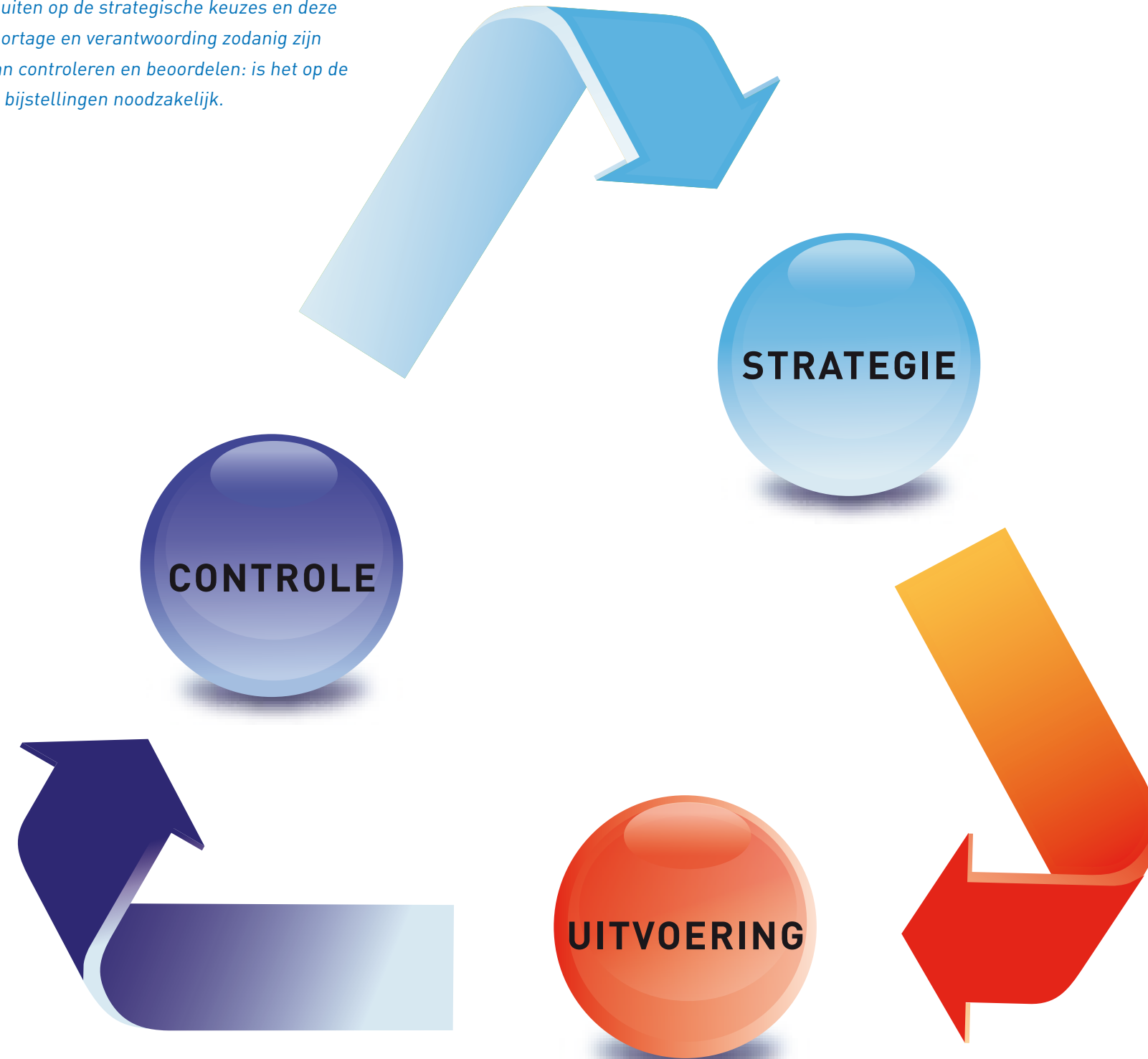
Ongeacht de omvang van een pensioenfonds moet een bestuur aandacht schenken aan de continuïteit. Zijn er nu en in de nabije toekomst voldoende bestuurders beschikbaar? Zijn er voldoende kundige

#### *Betrek stakeholders op essentiële momenten*

mensen om alle organen van het pensioenfonds te bemensen? Juist bij kleinere organisaties en ondernemingen kan de beschikbaarheid lastig zijn. De continuïteit binnen het bestuur is van essentieel belang om de deskundigheid op peil te houden. Een mogelijkheid is om bestuurders, die door verandering van werkkring geen binding meer hebben met de achterban, de zittingstermijn te laten volmaken. Ook kan een pensioenfonds plaatsvervangende bestuursleden aanstellen om al doende ervaring op te doen. Of een pensioenfonds stelt een zodanig rooster van aftreden op dat het niet tegelijkertijd meerdere bestuursleden hoeft te vervangen.

#### 1.4. BESTUURLIJKE CYCLUS

Onderstaande figuur vat de bestuurlijke cyclus zoals geschetst in dit hoofdstuk samen. Het bestuur bepaalt en doorgrondt zelf het strategische beleid. Vervolgens moet de uitvoering van het beleid naadloos aansluiten op de strategische keuzes en deze niet doorkruisen. En tenslotte moeten rapportage en verantwoording zodanig zijn dat het bestuur het beleid daadwerkelijk kan controleren en beoordelen: is het op de gewenste wijze uitgevoerd of zijn eventuele bijstellingen noodzakelijk.



# HOOFDSTUK 2

## Hoofdstuk 2. Risicomanagement

### 2.1. WAT IS RISICOMANAGEMENT

#### 2.1.1. RISICOMANAGEMENT: DOEL EN INRICHTING

*In de loop der jaren zijn diverse raamwerken geïntroduceerd om risicomanagement vorm te geven. Hoewel de namen, oorsprong, aandachtspunten en benaderingen verschillen, zijn de raamwerken in essentie gelijk. Belangrijk is dat een pensioenfonds voldoende aandacht aan de basiselementen besteedt en deze goed uitwerkt. Een breed geaccepteerd model voor interne beheersing is het Framework for Internal Control, ontwikkeld door het Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO).*

COSO definieert interne beheersing als een proces uitgevoerd door het bestuur, de directie, het management én de medewerkers van het pensioenfonds. Het doel is een redelijke mate van zekerheid verkrijgen over het bereiken van doelstellingen in drie categorieën:

1. effectieve en efficiënte bedrijfsvoering;
2. betrouwbare financiële informatievoorziening;
3. naleving van wet- en regelgeving.

Het COSO-raamwerk<sup>1</sup> onderscheidt vijf componenten in het systeem van interne beheersing. Die realiseren in onderlinge samenhang de bovenstaande doelen, met een redelijke mate van zekerheid:

1. beheersomgeving;
2. risicoanalyse;
3. beheersmaatregelen;
4. informatie en communicatie;
5. monitoring en evaluatie.

De beheersomgeving is het fundament van het beheersingskader. Zonder goede beheersomgeving zijn de vervolgstappen vrijwel nutteloos. Vanuit de beheersomgeving wordt een analyse gemaakt van de risico's die de realisatie van de doelstellingen bedreigen. Op basis van de risicoanalyse treft het pensioenfonds zo nodig beheersmaatregelen om de onderkende en niet acceptabele risico's te beperken. Het pensioenfonds beschikt over toereikende en betrouwbare externe en interne verantwoordings- en sturingsinformatie. Zo nodig stuurt het management op grond van deze informatie de organisatie bij. De kwaliteit van de beheersmaatregelen wordt

<sup>1</sup> COSO is een raamwerk voor Enterprise Risk Management (ERM) waarin doel en borging daarvan centraal staan. DNB hanteert FIRM als een model om bijvoorbeeld het risicoprofiel van een pensioenfonds te meten. De systemen hebben een andere invalshoek, maar vullen elkaar wel aan.



voortdurend gevolgd met (ingebouwde) controles en rapportages. Ook vindt periodiek evaluatie plaats.

### 2.1.2. RISICOMANAGEMENT: HET PROCES

Het risicomanagementproces bestaat uit zes stappen.

#### 1. Risico's identificeren

Deze stap voert het bestuur van het pensioenfonds zelf uit. Zo geeft het invulling aan de wettelijke taak en maakt het expliciet welke risico's relevant zijn voor de dagelijkse praktijk en welke maatregelen en verbeteracties daarop kunnen volgen. Het bestuur moet alle risico's die het belangrijk vindt, uitgebreid aan bod laten komen in de analyse. Om binnen het gewenste risicoprofiel van het pensioenfonds te blijven, moeten deze risico's immers voldoende worden beheerst. Uiteraard kan het bestuur hierbij de hulp inroepen van externe deskundigen.

#### 2. Waarschijnlijkheid en omvang inschatten

Risico heeft twee componenten: de waarschijnlijkheid en de impact. Een goede scheiding tussen deze twee componenten vergroot het inzicht. Ook is het goed om te kijken waar beheersmaatregelen ingrijpen. Zo zijn er beheersmaatregelen die de waarschijnlijkheid van een risico terugdringen (bijvoorbeeld het invoeren van het vierogenprincipe verkleint de kans op fouten) en beheersmaatregelen die de omvang van een risico verkleinen (bijvoorbeeld het spreiden van vermogen over meerdere banken verkleint de omvang van het risico dat een bank failliet gaat).

#### 3. Beheersmaatregelen vaststellen en de kwaliteit beoordelen

Afhankelijk van de onderscheiden risico's en de waardering ervan, moet het bestuur beheersmaatregelen (laten) nemen. Het bestuur kan er ook bewust voor kiezen om risico's niet verder te beheersen, bijvoorbeeld omdat zowel waarschijnlijkheid als omvang relatief gering zijn. Dit moet het bestuur duidelijk vastleggen. Immers, een onderkend risico dat bewust niet wordt beheerst, is beter uit te leggen dan een risico dat niet is onderkend.

#### 4. Het risicomanagementproces monitoren en borgen

Uiteraard moet het bestuur periodiek beoordelen of de inrichting van het risicomanagement afdoende is. Zijn alle risico's afgedekt, zijn de beheersmaatregelen nog steeds afdoende? Er kunnen risico's bij komen, bijvoorbeeld door ander beleid van het bestuur, door een andere beleving van het bestuur of andere belanghebbenden, of door nieuwe ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving. Misschien zijn de beheersmaatregelen niet (meer) afdoende, bijvoorbeeld door voortschrijdend

inzicht van bestuur of belanghebbenden, of door aanscherping van eisen van belanghebbenden. Een voorbeeld is het uitwisselen van collateral op weekbasis, in eerste instantie als afdoende ervaren door het bestuur. De frequentie moet echter omhoog als het bestuur zich niet langer prettig voelt bij de wekelijkse uitwisseling.

#### 5. Bevindingen en tekortkomingen rapporteren

Een onafhankelijke risicomanagementfunctie moet gesignaleerde tekortkomingen rapporteren, rechtstreeks aan het bestuur. Voorbeelden zijn niet onderkende risico's die zich toch voordoen, onderkende risico's waarvoor geen afdoende beheersmaatregelen zijn geformuleerd danwel beheersmaatregelen die niet werken of niet worden uitgevoerd. Het risicomanagementproces werkt uiteraard alleen als het hele proces loopt zoals vooraf is vastgesteld. Het pensioenfonds moet 'gaten' in het proces opvullen, om blijvend aan de gestelde uitgangspunten te voldoen.

#### 6. Opgvolging van de vermelde tekortkomingen bewaken

Dit punt behoeft geen nadere toelichting.

### 2.1.3. GRAFISCHE WEERGAVE VAN HET PROCES

De figuren geven de verschillende fasen van de bestuurlijke cyclus weer, met de relevante aspecten. Het is dus een nadere invulling van het schema in hoofdstuk 1. Uiteraard is hierbij van belang of er sprake is van uitbesteding en/of een fiduciair manager wordt ingeschakeld.

### FASE 1 STRATEGIE

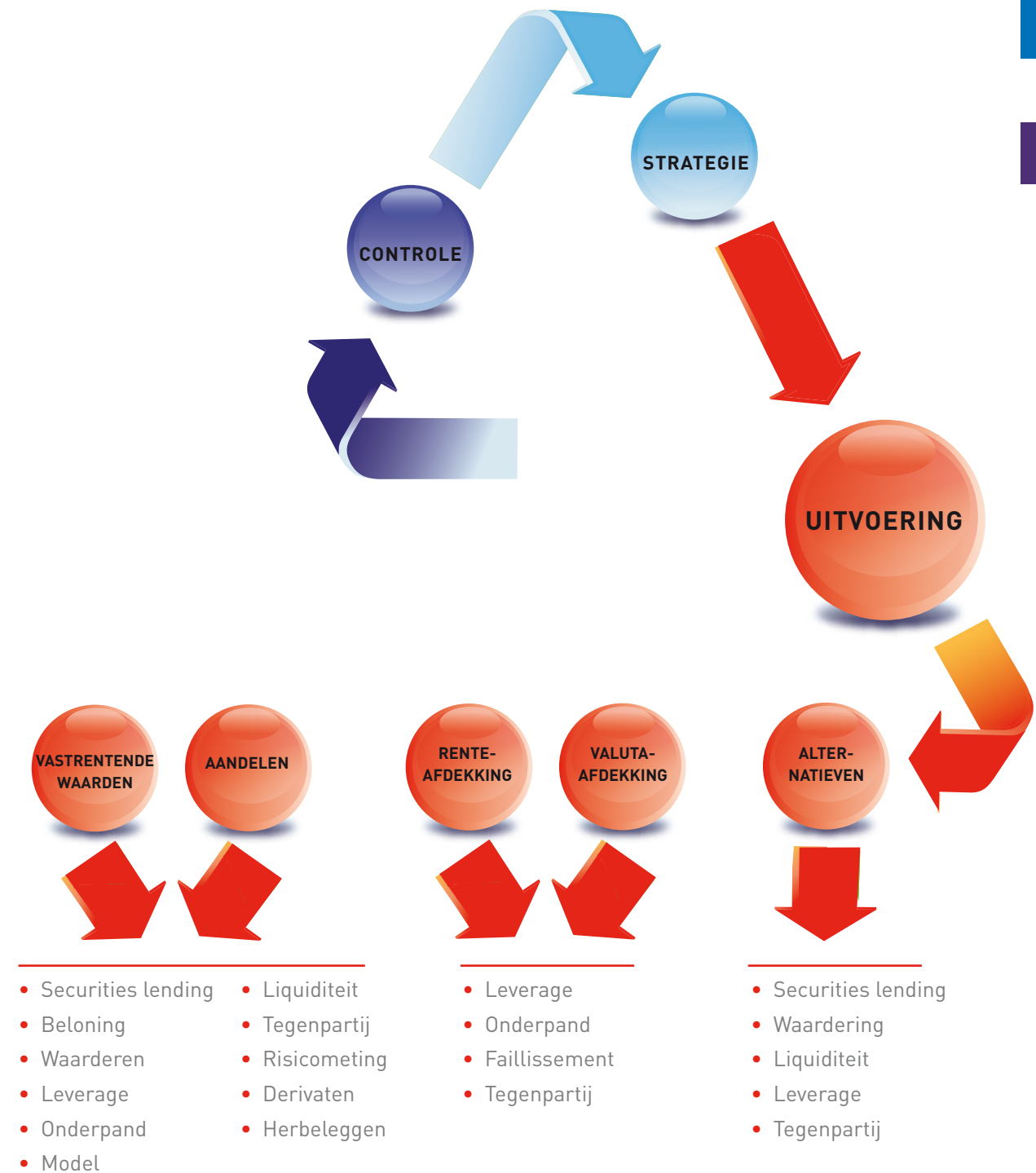
Bij de discussie over de strategie is de ALM-studie leidend. Aandachtspunten zijn hier met name de aannames over rendement, de risicohouding van het pensioenfonds en de instrumenten die het pensioenfonds inzet.

Uiteindelijk legt het pensioenfonds de uitkomsten vast in de verklaring over de beleggingsbeginselen, met daarin een omschrijving van de uitgangspunten van het beleggingsbeleid.



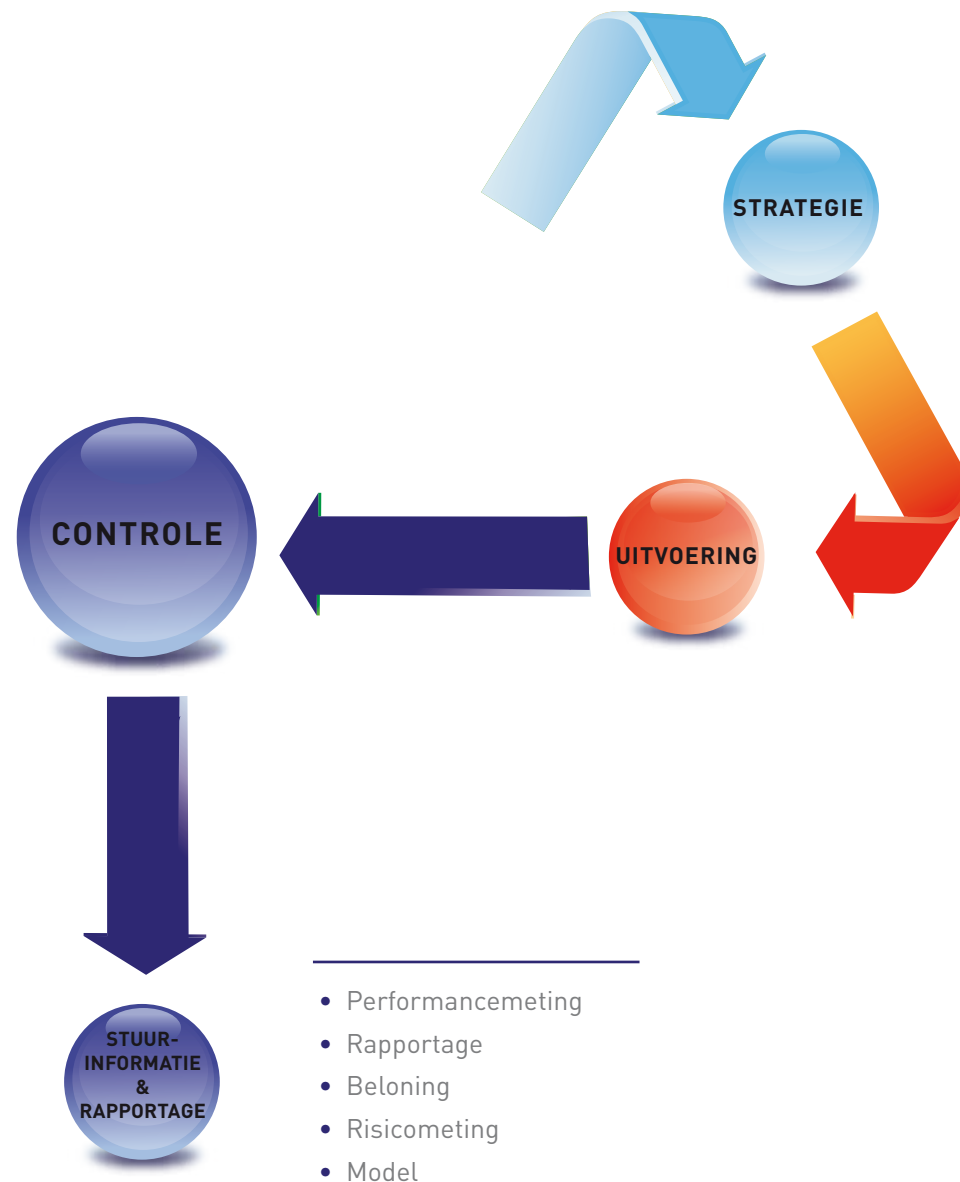
### FASE 2 UITVOERING

Bij de uitvoering zijn vijf issues te onderscheiden. Uit het strategische beleggingsbeleid volgt de mate waarin het pensioenfonds in vastrentende waarden en aandelen belegt. Relevant is vervolgens of het pensioenfonds voor actief of passief beheer kiest. Bij actief beheer moet het pensioenfonds op meer issues in het kader van risicomangement inspelen.



### FASE 3 CONTROLE

In de controlefase staat het vergaren en interpreteren van relevante stuurinformatie in bruikbare rapportages centraal. Relevante punten in het kader van het risicomanagement zijn bijvoorbeeld de meting van performance, risico en beloningsissues bij vermogensbeheer.



- Performancemeting
- Rapportage
- Beloning
- Risicometing
- Model

## 2.2. EEN AANTAL RISICO'S NADER BEKEKEN

### 2.2.1. UITBESTEDINGSRISICO

#### Beschrijving

De Pensioenwet staat uitbesteding expliciet toe. De wetgever verstaat onder uitbesteding: het op structurele basis laten uitvoeren van werkzaamheden, daaronder begrepen processen of delen van processen, door onafhankelijke derden. Aangrijpingspunt voor het toezicht blijft het pensioenfonds zelf. Overtreding van de Pensioenwet door de dienstverlener beschouwt de wetgever dus als een overtreding door het pensioenfonds. Als een pensioenfonds werkzaamheden uitbesteedt aan een

andere organisatie, dan moet die organisatie de regels uit de Pensioenwet onverminderd toepassen. Bij de selectie van een organisatie, moet het pensioenfonds dan ook de nodige zorgvuldigheid in acht nemen.

***Uitbesteding: niet minder maar andere eisen***

#### Risico's

Uitbesteden kan de continuïteit, integriteit en/of kwaliteit van de uitbestede werkzaamheden schaden. Het pensioenfonds moet daarom beleid vaststellen om de risico's die samenhangen met de uitbesteding van bedrijfsprocessen te beheersen. Het uitbestedingsrisico omvat:

- Het risico dat de uitvoerder niet handelt conform de belangen van het pensioenfonds en/of niet volgens het mandaat. Het uitbestedingsrisico kan zich ook manifesteren als het mandaat te ruim is gesteld of te veel ruimte voor (eigen) interpretatie biedt.
- Het risico dat het pensioenfonds verantwoordelijkheden en daarmee samenhangende besluiten uitbesteedt. Bij fiduciair beheer van de gehele beleggingsportefeuille komt het nogal eens voor dat de rapportages en verantwoording door de vermogensbeheerder tekort schieten. Het bestuur van het pensioenfonds kan daardoor niet meer in control zijn.
- Het risico dat de uitvoerder beleggingen die niet worden begrepen, toch in de portefeuille opneemt.

#### Lessons learned

Uitbesteden ontslaat het bestuur niet van de plicht om voldoende kennis en kunde te mobiliseren. Uitbesteden betekent dus geen verlichting van de eisen aan de eigen organisatie. Uitbesteden van vermogensbeheer vergt specifieke competenties.

### Maatregelen

- Leg contractueel duidelijke voorwaarden vast en werk deze uit in een overeenkomst van uitbesteding of in een separate Service Level Agreement (SLA). De uitvoeringsorganisatie moet periodiek verantwoording afleggen over de beheersing van de processen, bij voorkeur met een SAS70 type II rapportage<sup>2</sup>. SAS70 beschrijft voor alle processen die de uitvoeringsorganisatie voor het pensioenfonds uitvoert beheersdoelstellingen en beheersmaatregelen en voorziet deze van een rapportage over bevindingen van testwerkzaamheden door een onafhankelijke accountant. Zorg wel voor overeenstemming over de scope van SAS70. Het bestuur moet de SAS70 type II rapportage analyseren en beoordelen. Bij voorkeur staan alle processen die de uitvoeringsorganisatie inzet voor het pensioenfonds in de SAS70 rapportage.
- Neem een clause op dat het bestuur het contract per direct kan beëindigen. Daarmee beschikt het bestuur over een zeer sterk instrument om de vermogensbeheerder te laten leiden door de belangen van het pensioenfonds. Stel een duidelijke exitregeling vast, die aangeeft hoe de opzegging en overgang naar een eventuele andere vermogensbeheerder is vormgegeven.
- Beoordeel en evalueer periodiek de uitvoering van de serviceafspraken en stel deze bij op basis van de evaluatie.

### 2.2.2. INTEGRITEITSRISICO

#### Beschrijving

Onethische gedragingen van de organisatie, medewerkers of de leiding, in het kader van wet- en regelgeving, maatschappelijke normen en door de instelling opgestelde normen, kunnen de integriteit van de instelling of het financiële stelsel beïnvloeden. Voorbeelden van integriteitsrisico zijn het benadelen van derden, handelen met voorwetenschap en witwassen.

#### Risico's

Twijfel over de integriteit van de organisatie beschadigt de reputatie van het pensioenfonds.

#### Lessons learned

Pensioenfondsen beleggen grote sommen geld. Dit oefent soms een grote aantrekkingskracht uit op partijen met minder oirbare bedoelingen.

<sup>2</sup> Halverwege 2011 verschijnt een nieuwe standaard voor rapportage over interne beheersing, ISAE 3402. In tegenstelling tot SAS70 is ISAE 3402 geen auditingstandaard maar een Assurancestandaard. Dit betekent onder andere dat het betreffende management een verklaring over de werking van de beheersmaatregelen in het rapport moet opnemen.

### Maatregelen

- Stel conform de Pensioenwet een integriteitsbeleid vast, dat aandacht besteedt aan de diverse onderwerpen die De Nederlandsche Bank (DNB) onderscheidt (bijvoorbeeld in haar interne risicomodel FIRM). Zorg dat dit beleid gaat leven. Besteed ook aandacht aan aspecten waarop het pensioenfonds geen beheersmaatregelen inzet en leg uit waarom deze situatie naar de mening van het bestuur een toelaatbaar risico is.
- Implementeer een incidentenregeling. Zo kan het pensioenfonds integriteitsincidenten signaleren en registreren, en maatregelen treffen om soortgelijke incidenten in de toekomst te voorkomen.
- Stel als onderdeel van het integriteitsbeleid een adequate interne gedragscode vast. Wijs een compliance-officer aan met voldoende instrumenten om toe te zien op de naleving van de interne gedragscode. Zorg dat de compliance-officer onafhankelijk kan optreden. Zie bijvoorbeeld de gezamenlijke documenten van de drie koepels.
- Zorg voor een goede beheersomgeving (zie paragraaf 2.1. Inrichten risicomanagement). Creëer een open en transparante werkomgeving, zorg dat het beloningsbeleid niet aanzet tot onethisch gedrag en wees transparant naar alle belanghebbenden.

### 2.2.3. DERIVATEN

#### Beschrijving

Derivaten zijn beleggingsinstrumenten. De waarde van derivaten hangt af van andere prijzen, dat wil zeggen van de onderliggende waarden of gebeurtenissen: aandelenkoersen, rentes, grondstoffenprijzen, dividenden of (de kans op) wanbetaling. Met derivaten kunnen zowel posities worden ingenomen als afgedekt. De meest gebruikte derivaten zijn opties, futures, swaps en forwards. Om het balansrisico te beheersen gebruiken pensioenfondsen vooral renteswaps en inflatieswaps. Opties op swaps heten swaptions. Artikel 13, lid 4, van het Besluit Financieel Toetsingskader stelt dat beleggingen in derivaten zijn toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Een pensioenfonds moet bovendien een bovenmatig risico vermijden bij een en dezelfde tegenpartij en in samenhang met andere transacties in derivaten.

**Ook integriteit komt te voet  
en gaat te paard**

*Risico's*

- Een derivaat heeft meestal niet precies dezelfde kenmerken als de onderliggende waarde. Een future op een aandelenindex geeft weliswaar het koersrendement van de index, maar geen recht op dividend. Het rendement op een renteswap imiteert het rendement op een staatsobligatie: het levert geld op als de lange rente daalt en kost geld als deze stijgt. Echter, een renteswap is geen perfecte vervanging van een staatsobligatie. Bij een swap wordt de korte rente betaald. Renteswaps maken het resultaat van een pensioenfonds gevoelig voor veranderingen in de korte rente.
- Een transactie in derivaten kan onderpand vereisen als de positie verlies oplevert, bijvoorbeeld wanneer de lange rente stijgt bij een renteswap. Het onderpand bestaat gewoonlijk uit staatsobligaties, die bij een rentestijging in koers dalen. In extreme omstandigheden kan het afrekenen van de swap dwingen tot verkoop van obligaties tegen verlies. Ook valutatermijncontracten, gebruikt om valutarisico af te dekken, kunnen bij abrupte veranderingen in wisselkoersen zorgen voor een grote behoefte aan onderpand en zo liquiditeitsproblemen creëren.
- Derivaten worden vaak niet op de beurs verhandeld maar over-the-counter (OTC). Een derivaat is dan een contract tussen twee partijen, waarbij overigens gewoonlijk internationale standaarden leidend zijn. OTC-derivaten zijn minder goed verhandelbaar dan beursgenoteerde derivaten. Bovendien creëert een onderhandse transactie tegenpartijrisico. Wanneer de tegenpartij omvalt, ontstaat vervangingsrisico. Een voorbeeld is het faillissement van zakenbank Lehman Brothers in september 2008. Pensioenfondsen die met Lehman Brothers derivatencontracten hadden afgesloten, moesten deze posities opnieuw afsluiten met andere banken om hun strategisch risicoprofiel gelijk te houden. De marktomstandigheden waarin pensioenfondsen dit moesten doen waren echter ongunstig.
- Derivaten vergroten de complexiteit van de beleggingsportefeuille. Zelfs als het eenvoudige derivaten betreft, gebruikt om strategische risico's af te dekken. Derivaten introduceren namelijk nieuwe typen risico. Combinaties van derivaten, de zogenoemde exoten, creëren vanzelfsprekend nog meer complexiteit.

***Derivaten betekenen (veel) grotere complexiteit***

*Lessons learned*

Het gebruik van derivaten is complex.

*Maatregelen*

- Expliciteer beleid voor het gebruik van derivaten en benoem daarin de doelen, het type instrumenten, de toegestane complexiteit, de tegenpartijen en de omvang.
- Houd bij het liquiditeitsbeheer rekening met de gevolgen. Abrupte koersveranderingen kunnen de behoefte aan onderpand en de behoefte aan kasgeld vergroten wanneer derivatenposities tot grote verliezen of kasbetalingen leiden.
- Zorg voor inzichtelijke rapportages over strategische derivatenposities en het effect op balansrisico, beleggingsrisico en liquiditeitsrisico in extreme marktomstandigheden. Rapporteer ook over spreiding van tegenpartijrisico.

**2.2.4. LEVERAGE***Beschrijving*

Leverage betekent letterlijk hefboomwerking (zie ook paragraaf 1.2.4.). De term komt oorspronkelijk uit de bedrijfseconomie. Daar staat het percentage leverage voor de verhouding vreemd vermogen en eigen vermogen waarmee een onderneming is gefinancierd. In de beleggingstheorie betekent leverage gewoonlijk dat een belegging:

- (deels) met geleend geld is gefinancierd;
- een rendement-risicoprofiel heeft dat gelijk is aan een met geleend geld gefinancierde belegging.

Zo is het rendementprofiel van een renteswap gelijk aan een met geleend geld

gekochte obligatie. Let op, Artikel 136 van de Pensioenwet stelt dat een pensioenfonds geen leningen aangaat, behalve voor liquiditeitsdoelstellingen, en niet namens derde partijen optreedt als garant.

***Leverage niet altijd direct zichtbaar***

*Risico's*

- Financiële leverage biedt een grotere blootstelling aan winst of verlies op dezelfde hoeveelheid belegd vermogen. Het potentiële verlies op de beleggingsportefeuille wordt met andere woorden ook groter. In extreme gevallen is het verlies zo omvangrijk dat een schuld resteert. Dit laatste geldt vooral voor bepaalde beleggingen met derivaten, zoals futures en swaps: met een kleine inleg kan veel rendement worden behaald, maar ook veel verlies.

- Ook instrumenten om beleggingsrisico's of balansrisico's te beperken, zoals valutaswaps of renteswaps, kunnen door hun ingebedde leverage een behoefte aan onderpand creëren. In extreme situaties kan dit tot verkoop van de meest liquide beleggingen dwingen.
- Leverage en liquiditeitsrisico of herfinancieringsrisico hangen nauw samen. Ze dragen het risico dat een positie in een financieel instrument na een schok of gebrekkige marktliquiditeit niet meer tegen acceptabele marktprijzen kan worden teruggedraaid. Gedwongen verkoop leidt dan tot permanent verlies.

#### Lessons learned

Herbeleggen van ontvangen onderpanden leidt tot leverage in de beleggingsportefeuille. Leverage leidt tot liquiditeitsrisico's.

#### Maatregelen

- Stel heldere uitgangspunten vast: wat zijn de voorwaarden voor beleggingen en producten met (indirecte) leverage, en in welke mate zijn ze toegestaan. Toets de mandaten voor het vermogensbeheer aan deze uitgangspunten.
- Houd bij het balansbeheer, met name bij de afdekking van risico's met swaps, rekening met scenario's waarin ingebedde leverage ongunstig uitpakt. Weeg dit mee in het strategische risicokader.
- Houd bij de beoordeling van het risicoprofiel van de beleggingsportefeuille ook rekening met economische leverage. De scheiding tussen financiële leverage en economische leverage is niet absoluut. Een aandeel in een onderneming die met veel schuld is gefinancierd kan hetzelfde risicoprofiel hebben als een deels met geleend geld gekocht aandeel in een onderneming zonder vreemd vermogen.

### 2.2.5. LIQUIDITEITSRISICO

#### Beschrijving

Traditioneel denken wij bij liquiditeitsrisico aan banken, de zogenoemde 'run on the bank'. De dreigende ondergang van een bank kan leiden tot lange rijen mensen die hun geld komen ophalen. In het huidige tijdperk van internetbankieren kan dit zeer snel gaan. Spaarders boeken immers met een paar klikken hun geld over. Om dit risico te reduceren treedt de centrale bank op als 'lender of last resort'. Pensioenfondsen lopen dit risico niet, omdat pensioenen niet direct opeisbaar zijn. Wel kunnen pensioenfondsen liquiditeitsrisico's lopen bij een tegenpartij, bijvoorbeeld een bank of money market funds.

De laatste kredietcrisis toonde dat ook pensioenfondsen in tijden van grote financiële spanningen op de financiële markten liquiditeitsrisico's kunnen lopen.

Pensioenfondsen beleggen tegenwoordig meer in alternatieve beleggingen, die vaak minder liquide zijn (vastgoed, private equity, hedge funds), en zijn tegelijkertijd meer gebruik gaan maken van derivaten (rente- en inflatieswaps, valuta-afdekking, futures).

### Impact van liquiditeitsproblemen is groot

In het najaar van 2008, na het omvallen van Lehman, was het vertrouwen in de financiële wereld en het financiële stelsel zo laag, dat er bijna een systeemcrisis ontstond. Er was sprake van een enorme 'flight to safety'. De aandelenkoersen

daalden scherp, de koersen van de hoogste kwaliteit overheidsobligaties schoten omhoog, obligaties met iets meer risico daalden juist in waarde. De prijzen van grondstoffen daalden ook. Omdat veel Amerikanen beleggingen terughaalden naar de 'veilige' thuishaven, steeg de dollar sterk in waarde. Pensioenfondsen die het dollarrisico hadden afgedekt, moesten veel onderpand bijstorten. Pensioenfondsen die de werking van meerdere van deze derivaten voelden, moesten soms in korte tijd veel liquiditeiten als onderpand bijstorten, terwijl het verkopen van beleggingen lastig was. Veel markten die in normale omstandigheden liquide zijn, droogden op. Bedrijfsobligaties waren moeilijk verhandelbaar en voor hypotheekgerelateerde obligaties bestond in het geheel geen markt meer. Pensioenfondsen die een flinke renteafdekking hadden, ondervonden minder last. Omdat de rente daalde, ontvingen ze uit hoofde daarvan weer onderpand. Pensioenfondsen met inflatieswaps daarentegen moesten flink bijstorten, omdat de inflatieverwachting ook sterk daalde. Het verkopen van deze contracten was nauwelijks een optie: er was geen markt.

Bij een systeemcrisis kan de partij die liquiditeit of onderpand moet leveren aan het pensioenfonds zijn verplichtingen niet nakomen. Hierdoor kan ook het pensioenfonds meegetrokken worden in de crisis. Liquiditeitskwesties komen alleen in extreme marktsituaties voor. De kans is klein, maar de impact kan groot zijn.

#### Risico's

- De neerwaartse spiraal: niet meer kunnen voldoen aan de aangegane verplichtingen, die zijn ontstaan door het gebruik van derivaten.
- Het niet volledig kunnen implementeren van het strategisch beleggingsbeleid omdat de liquiditeit ontbreekt.

#### Lessons learned

De meeste beschermingsconstructies gaan ten onrechte uit van onbeperkte liquiditeit onder alle omstandigheden.



#### Maatregelen

- Houd bij de vaststelling van het strategisch beleggingsbeleid, bij de keuze van beleggingscategorieën en van het type beleggingsinstrumenten rekening met stress scenario's (situaties waarin er mogelijk een groot gebrek aan liquiditeit is).
- Voer regelmatig een stresstest uit om te inventariseren of het pensioenfonds bij een zwaarweerscenario voldoende cash of een ander onderpand kan leveren. Stel een beperking aan het maximale risico (ook wel exposure genoemd) van derivaten en toets dit regelmatig op houdbaarheid. Wordt de exposure te groot, overweeg dan of het pensioenfonds fysieke posities moet innemen. Swaps, maar ook de koop van langlopende obligaties, kunnen het renterisico verkleinen.
- Overweeg afspraken te maken met een bank over een gegarandeerde kredietlijn. Let op, geld lenen kost geld.

#### 2.2.6. SECURITIES LENDING

##### Beschrijving

Securities lending is het uitlenen van aandelen en obligaties aan derden, meestal banken.

Partijen hebben verschillende redenen om aandelen of obligaties te lenen, zoals:

- Voldoen aan leveringsverplichting: een partij is contractueel verplicht tot het leveren van stukken, die zij niet bezit. Door de betreffende stukken te lenen, kan zij aan haar leveringsverplichting voldoen.
- Verkrijgen van stemrecht: een partij wil stemrecht uitoefenen bij een onderneming waarin zij belegt. Door aandelen in die onderneming te lenen, vergroot zij haar stemrecht.
- Short selling: een partij leent stukken en verkoopt deze op de financiële markten. In een later stadium koopt zij stukken terug op de financiële markten, om ze aan de uitlenende partij terug te kunnen geven.

Tegenover het uitlenen van aandelen en/of obligaties aan derden staat een vergoeding. Bovendien stort de lenende partij onderpand om zeker te stellen dat, wanneer zij in gebreke blijft, de uitgeleende stukken op de markt teruggekocht kunnen worden. De lenende partij stort meestal 102% tot 105% aan waarde van de uitgeleende stukken als onderpand. De waarde van het onderpand is dus hoger dan de waarde van de uitgeleende stukken. Ook liquide middelen of obligaties kunnen als onderpand dienen. Over liquide middelen betaalt de uitlenende partij, dat is de partij die het onderpand ontvangt, een rentevergoeding. Wanneer obligaties het onderpand zijn, stort de uitlenende partij de couponbetalingen terug aan de lenende partij, ofwel de partij die het onderpand heeft gestort.

### Securities lending is complex en kent risico's

Naast de vergoeding voor het uitlenen van stukken, kan ook het beleggen van de liquide middelen die als onderpand zijn gestort extra rendement opleveren. De effectenbewaarder die securities lending verzorgt,

belegt het onderpand bijvoorbeeld in een geldmarktfonds. Hij verwacht daarmee een hogere vergoeding te ontvangen dan de rentevergoeding die moet worden betaald.

#### Risico's

- Onderpand: tegenover de overdracht van de uitgeleende stukken, staat de ontvangst van onderpand. Dit onderpand strekt tot zekerheid van teruggave van de stukken en betaling van coupons/dividenden op de uitgeleende stukken. Echter, door dalende koersen op de financiële markten kan het voorkomen dat het onderpand niet langer toereikend is om de schade te vergoeden wanneer de tegenpartij in gebreke blijft.
- (Her)beleggingsrisico: wanneer het pensioenfonds de liquide middelen die onderpand zijn herbelegt om een hoger rendement dan de verschuldigde rentevergoeding te genereren, loopt het pensioenfonds (her)beleggingsrisico. Het pensioenfonds zal een tekort moeten aanvullen.
- Kredietrisico: de uitlenende partij loopt een kredietrisico wanneer zij haar stukken niet terugkrijgt (of dividenden/couponen niet vergoed krijgt van de lenende partij). Zij heeft wel een claim op de tegenpartij, maar die is mogelijk niet solvabel. Verkregen onderpand mitigeert dit risico (gedeeltelijk). Afhankelijk van het contract, kan er sprake zijn van 'principal lending' (het pensioenfonds leent stukken aan één partij, meestal de custodian of bewaarnemer, en loopt alleen daar kredietrisico) en 'agency lending' (het pensioenfonds maakt gebruik van een agent, maar sluit op eigen naam contracten met inlenende partijen af).
- 'Fail settlement' bij verkoop: de uitlenende partij krijgt zijn uitgeleende stukken niet tijdig terug, terwijl hij een verkooptransactie voor de stukken is overeengekomen met een derde partij. De uitlenende partij is dan aansprakelijk vanuit een zogenoemd 'fail settlement'.

#### Lessons learned

Securities lending brengt meer risico's met zich mee dan in het algemeen wordt aangenomen. Bovendien komen die risico's op meer plaatsen voor dan gedacht.

### Maatregelen

- Stel vast of het pensioenfonds zaken wil doen met één tegenpartij of met meerdere. Leg dit ook duidelijk vast in een overeenkomst van uitbesteding wanneer het pensioenfonds het overlaat aan een vermogensbeheerder.
- Stel criteria aan tegenpartijen of zorg dat de toegestane tegenpartijen zich kwalificeren aan de eisen die het pensioenfonds stelt (tegenpartijrisico).
- Laat periodiek (minimaal maandelijks) onafhankelijk vaststellen wat de exposure is op elk van de tegenpartijen, in welke richting deze zich beweegt en welke zekerheden hiervoor in de plaats geboden worden. Zet de exposure af tegen de criteria die het pensioenfonds stelt. Maak op basis hiervan een analyse van afwijkingen en zet zo nodig verbeteracties in. Zo kan een pensioenfonds het kredietrisico monitoren.

## 2.2.7. TEGENPARTIJRISICO EN FAILLISSEMENTSRIISICO

### Beschrijving

Elk pensioenfonds schakelt tegenpartijen in voor het vermogensbeheer, bijvoorbeeld een custodian (bewaarnemer), vermogensbeheerders, clearingorganisaties of banken. Het pensioenfonds kan financiële schade lijden als gevolg van ontwikkelingen bij tegenpartijen. De praktijk leert dat pensioenfondsen in de reguliere beleggingsportefeuille vaker te maken hebben met faillissementen van ondernemingen, bijvoorbeeld DAF, Fokker en Enron. Pensioenfondsen moeten dan afschrijven op aandelen, bedrijfsobligaties of soms ook op onderhandse leningen. Pensioenfondsen die geconfronteerd worden met een faillissement, beschikken doorgaans over goed gespreide portefeuilles. Bovendien gaat het meestal om relatief bescheiden bedragen. Dit risico is inherent aan beleggen en daarvoor worden risicopremies ontvangen.

Een uitzondering is het faillissement van een financiële instelling waarmee een pensioenfonds andere zaken dan een gewone belegging doet. Pensioenfondsen doen immers vaak relatief grote transacties met deze financiële instellingen. Bij herverzekerde pensioenregelingen ligt het juridisch eigendom van het vermogen doorgaans bij de verzekeraar. Dan is sprake van een geconcentreerd tegenpartijrisico. Wanneer een verzekeraar omvalt, is het risico dat een deel van de rechten wordt afgestempeld. De verzekeringsbranche heeft na het omvallen van Vie d'Or een onderlinge

**Inventariseer tegenpartij-  
risico's en neem maatregelen**

opvangregeling opgezet. Gezien de limitering van de bedragen is deze regeling feitelijk alleen effectief als er een kleine levensverzekeraar omvalt. Daarnaast houdt ook het FTK rekening met de 'credit spread' van de verzekeraar. Als deze verslechtert, moet het pensioenfonds zelf meer reserves gaan aanhouden. Het is van belang te kijken welke rangordepositie het pensioenfonds heeft bij een faillissement van een verzekeraar. Hoe lager de vordering in de rangorde staat, des te groter is het risico.

In een ondernemingspensioenfonds is de sponsor (werkgever) een belangrijke tegenpartij. Het bestuur moet bij het bepalen van de financiële opzet van het pensioenfonds rekening houden met de financiële sterkte van de sponsor. In een bedrijfstakpensioenfonds is de koppeling minder direct, maar speelt wel de vraag hoeveel (inhaal) premies een sector kan dragen.

Een faillissement van een belangrijke toeleverancier kan ook allerlei operationele problemen veroorzaken. Deze kunnen zich vertalen in een financieel risico (verlies aan opportuniteiten). Denk aan custodian, fiduciair manager, externe managers, pensioenuitvoerder, pensioensoftware en diensten die de sponsor levert aan het pensioenfonds.

### Risico's

- Bij concentratierisico's, grote sponsorrisico's of faillissementen van (her) verzekeraars kunnen zich grote verliezen voordoen. Die kunnen een substantiële daling van de dekkingsgraad veroorzaken.
- Het wegvallen van een sponsor of een herverzekeraar kan grote operationele problemen veroorzaken. Denk aan personeel dat in dienst is bij de sponsor, IT-ondersteuning door en huisvesting bij de sponsor.

### Lessons learned

Tegenpartijrisico bestaat. De uitvoering van het beleggingsbeleid veronderstelt veelal impliciet dat tegenpartijen en financiële markten efficiënt en zonder tekortkomingen functioneren. Dat is niet altijd het geval.

### Maatregelen

- Inventariseer alle tegenpartijen waarmee het pensioenfonds zaken doet. Stel vast of en in welke mate een eventueel faillissement van deze partijen, of een samenloop van faillissementen, het pensioenfonds raakt.
- Vraag onderpand (zie paragraaf 2.2.10. Onderpandrisico).
- Stel eisen waaraan tegenpartijen moeten voldoen (bijvoorbeeld kredietwaardigheid). Beoordeel periodiek of de huidige tegenpartijen aan de

gestelde eisen voldoen. Zo niet, vervang de tegenpartij of stel aanvullende eisen om het risico verder te beperken.

- Stel (standaard)contracten op voor de dienstverlening door vermogensbeheerders, banken en andere tegenpartijen. Sluit zo mogelijk aan bij internationale standaarden (ISDA).
- Stel per (soort) tegenpartij (en over het totaal) limieten vast op basis van een grondige analyse van de financiële situatie van het pensioenfonds. Spreid vervolgens het vermogen, de transacties en dergelijke over voldoende tegenpartijen om aan de gestelde limieten te voldoen. Beoordeel periodiek de limieten. Door voortschrijdend inzicht kunnen limieten te ruim of te krap blijken.
- Neem in de rapportages een overzicht op van de grootste concentratierisico's.
- Ontwikkel een concentratiebeleid. Definieer bijvoorbeeld per creditrating een maximale exposure per gewone tegenpartij. Let op, deze partij kan in meerdere assetclasses voorkomen.
- Maak een analyse van de gevolgen van een faillissement van een (her) verzekeraar of een sponsor en stel beleid op.

### 2.2.8. RESULTAATAFHANKELIJKE BELONING

#### Beschrijving

Vermogensbeheerders waaraan een pensioenfonds (een gedeelte van) het vermogensbeheer uitbesteedt, moeten handelen in het belang van het pensioenfonds. Dat wil zeggen dat ze geen onverantwoorde risico's mogen nemen, maar alleen risico's die naar verwachting een positieve bijdrage aan de performance leveren. Bovendien zou alleen een 'performance fee' verschuldigd moeten zijn wanneer de vermogensbeheerder de beloofde toegevoegde waarde heeft en kan aantonen.

In de praktijk komen meerdere beloningsafspraken voor, onder andere een:

- vaste basisfee;
- basisfee gecombineerd met een resultaatafhankelijke beloning (de performance fee);
- louter resultaatafhankelijke beloning.

#### Risico's

- Uiteenlopende belangen van vermogensbeheerder en pensioenfonds: de vermogensbeheerder laat zijn eigen belang prevaleren.
- Een vergoedingstructuur die 'outperformance' belooft zonder te korten bij 'underperformance' stimuleert risicozoekend gedrag bij de vermogensbeheerder. Hij wint als extra beleggingsrisico rendeert, hij verliest niet als het verkeerd afloopt.
- Een basisfee geeft de vermogensbeheerder gegarandeerde inkomsten, zodat

hij een gedeelte van de vaste kosten kan betalen. Hanteert een pensioenfonds alleen een performancefee, dan is de vermogensbeheerder volledig afhankelijk van outperformance. Dit kan een stimulans zijn voor het nemen van te veel risico.

- Een vergoedingstructuur die het rendement van een vermogensbeheerder

vergelijkt met het rendement op een marktindex over een korte horizon, stimuleert kudgedrag bij de vermogensbeheerders.

- Stel dat de beloning is gebaseerd op een vergelijking met een marktindex, maar

### Kijk goed naar beloning van vermogensbeheerder

het beleggingsuniversum is breder dan een marktindex. Dan kan een vermogensbeheerder systematisch meer risico gaan nemen dan de marktindex waaraan hij wordt afgemeten.

- Een beloning die alleen gebaseerd is op rendement, houdt geen rekening met de mate waarin een beheerder risico neemt om het doel te bereiken. Dit kan resulteren in een portefeuille met onnodig veel risico.

#### Lessons learned

Extra belonen geeft niet per definitie de gewenste prikkel, vooral als er sprake is van concurrerende prikkels. Een pensioenfonds kan hier bijna niet actief op sturen.

#### Maatregelen

- Spreek een basisfee af. Zorg dat de constructie voor een resultaatafhankelijke beloning symmetrisch is. Een vermogensbeheerder zal niet snel een contract aangaan als hij per saldo geld moet terugstorten bij een tegenvallende performance. In de praktijk komt wel een zogenoemde 'high watermark' voor: wanneer de vermogensbeheerder slecht presteert en uit de berekening een negatieve toegevoegde waarde komt, moet hij dit bedrag in de toekomst eerst compenseren, voordat hij recht heeft op een additionele vergoeding.
- Houd bij het vaststellen van de hoogte van de performancefee rekening met de mate waarin de manager risico heeft genomen om het doel te bereiken.
- Zorg dat de verschillen tussen de beloning van interne en van externe vermogensbeheerders niet te groot zijn.
- Overweeg, afhankelijk van beleggingsovertuigingen, om de beleggingsprestaties van een vermogensbeheerder over een langere termijn dan één jaar af te rekenen.
- Waarborg consistentie tussen het beleggingsuniversum van de

vermogensbeheerder en de (markt)index waaraan het pensioenfonds zijn prestatie afmeet.

- Besef welke vaardigheden of risicobronnen een vermogensbeheerder tot zijn beschikking heeft om toegevoegde waarde te leveren. Beoordeel de beloning in verhouding is.

### 2.2.9. WAARDERINGSRISICO

#### Beschrijving

Waarderingsrisico is het risico dat de waardering van de beleggingen in een beleggingsportefeuille niet juist, niet volledig, niet tijdig of niet onafhankelijk is.

#### Risico's

- Onjuiste waardering.
- Onvolledige waardering.
- De waardering is niet met vaste regelmaat opgesteld.
- De waardering is niet onafhankelijk vastgesteld.
- Marktwaardering ontbreekt.
- Goede waardering in stresssituaties ontbreekt.

#### Lessons learned

Een aantal beleggingscategorieën kent per definitie een waarderingsrisico, bijvoorbeeld categorieën zonder marktwaardering. Een pensioenfonds moet zich daarvan bewust zijn en de afweging maken of dit risico acceptabel is.

#### Maatregelen

- Zorg voor onafhankelijke waardering van de beleggingsportefeuille en onafhankelijke mandaten.
- Zorg voor onafhankelijke waardering van derivaten.
- Controleer participatiewaardes van beleggingsfondsen (bijvoorbeeld controle op vaststelling door accountant).
- Beleg niet in beleggingscategorieën met een slecht beheersbaar waarderingsrisico wanneer het pensioenfonds het risico onacceptabel vindt.
- Beperk het gebruik van complexe beleggingsinstrumenten in de beleggingsportefeuille wanneer het pensioenfonds het risico te hoog vindt.

### Maatregelen bij ontbreken van marktwaardering

### 2.2.10. ONDERPANDRISICO

#### Beschrijving

Onderpand is bedoeld om risico's te verminderen. Toch kleven er aan onderpand weer andere risico's.

#### Risico's

- Niet voldoende onderpand: het geleverde onderpand heeft onvoldoende waarde om mogelijk verlies volledig op de tegenpartij te kunnen verhalen. Dit risico ontstaat ook bij ruil van onderpand, als het pensioenfonds het ontvangen onderpand terugstort voordat nieuw onderpand is verkregen.
- (Her)beleggingsrisico: het pensioenfonds herbelegt de liquide middelen die als onderpand zijn verkregen om een hoger rendement te genereren dan de verschuldigde rentevergoeding. Een tekort zal het pensioenfonds moeten aanvullen.
- Ruilen onderpand: het pensioenfonds geeft het gestorte onderpand terug voordat de tegenpartij nieuw onderpand heeft gestort.

#### Lessons learned

Onderpandrisico kan een grote impact hebben. Het heeft het karakter van een technocratisch risico, wat al een risico op zich is.

#### Maatregelen

- Stel een toelaatbaar onderpand vast en leg vooraf duidelijk vast welk onderpand het pensioenfonds accepteert. Ter voorkoming van (her)beleggingsrisico kan het pensioenfonds kiezen om alleen effecten als onderpand te accepteren. Het pensioenfonds kan de risico's verder mitigeren door alleen zeer liquide stukken

(bijvoorbeeld staatsleningen) als onderpand te accepteren, eventueel met een bepaalde afslag (de zogenoemde 'haircut') als extra zekerheid.

- Spreek duidelijk af volgens welke procedure het onderpand wordt uitgewisseld.

### Onderpand is niet zonder risico

Is 'settlement versus settlement' niet mogelijk? Stel dan vast dat het pensioenfonds pas overgaat tot terugstorten van reeds ontvangen onderpand als alternatief onderpand van de tegenpartij is verkregen.

- Verhoog de frequentie van monitoren en aanpassen van het benodigde collateral en stel de hoogte van de drempel voor het aanpassen zorgvuldig vast.

### 2.2.11. PERFORMANCEMETING

#### Beschrijving

Performancemeting en –attributie is een verzamelnaam voor het berekenen, beoordelen en analyseren van de behaalde resultaten van een beleggingsportefeuille.

Dit heeft verschillende functies:

- vaststellen van het resultaat op de beleggingsportefeuille;
- verkrijgen van inzicht in de bronnen van rendement;
- verkrijgen van inzicht in het resultaat van de diverse beslissingen die aan de basis van de portefeuille liggen;
- verkrijgen van inzicht in de ontwikkeling van de dekkingsgraad;
- bepalen van de beloning van de vermogensbeheerder;
- beoordelen van de kwaliteit van de beheerder.

### Performancemeting onafhankelijk en zelf analyseren

Performancemeting dient verschillende doeleinden. Afhankelijk van het doel, kan de systematiek anders zijn. Bijvoorbeeld een performance voor en na kosten, absoluut en relatief (ten opzichte van de benchmark), met of zonder baten (bijvoorbeeld inkomsten uit securities lending).

#### Risico's

- Verkeerd meten van het rendement.
- Een vermogensbeheerder die het rendement niet correct presenteert, geeft een onjuist beeld van zijn behaalde prestaties. Wanneer de beloning resultaatafhankelijk is, kan de vergoeding door een onjuist berekende performance te hoog uitkomen.
- Verkeerd geïnterpreteerde uitkomsten van een performancemeting geven een onjuist beeld van de behaalde prestaties en de bronnen. Hieruit kan een pensioenfonds verkeerde conclusies trekken. Dit heeft impact op de toekomstige invulling van het beleggingsbeleid en de bijbehorende vrijheidsgraden.
- De Z-scores verwarren met performancemeting. Het bestuur hecht misschien meer waarde aan het behalen van de Z-score dan aan het feitelijke beleggingsresultaat.

#### Lessons learned

Performance meting is niet 'what you see is what you get'. Het is de analyse van de cijfers die inzicht geeft, niet de cijfers op zich.

#### Maatregelen

- Borg een onafhankelijke inbedding en een degelijke functiescheiding. De performancemeting moet onafhankelijk van de vermogensbeheerder worden verricht. Partijen die het beleggingsbeleid maken of vaststellen, mogen niet direct betrokken zijn bij de performancemeting en vice versa. De officiële performancemeting voor het bestuur is geen taak van de vermogensbeheerder.
- Stel voor ieder mandaat een representatieve benchmark vast en meet ook het resultaat ten opzichte van de benchmark. Zo kan het pensioenfonds bepalen of het resultaat van de vermogensbeheerder aansluit bij de doelstelling van het mandaat. Maak vooraf expliciet duidelijk (aan belanghebbenden) hoe de performance wordt gemeten. Wereldwijd geaccepteerde standaarden als GIPS kunnen een basis vormen.
- Zorg voor voldoende aandacht voor ex-ante- en ex-postrisicometing en –perceptie. Performance en risico zijn een twee-eenheid.
- Maak bij resultaatafhankelijke beloning duidelijk op basis van welke berekening het pensioenfonds de vergoeding vaststelt. De berekening moet van een onafhankelijke partij komen. Zorg ook voor een procedure voor onenigheid over rendementen, bijvoorbeeld het inschakelen van een onafhankelijke derde.
- Kijk niet alleen naar het absolute resultaat, maar ook naar de onderliggende bronnen: is het vooraf overeengekomen beleid leidend, of is het resultaat toeval? Beoordeel het resultaat in combinatie met de hoeveelheid risico die met de vermogensbeheerder is overeengekomen.
- Analyseer de stijl van de vermogensbeheerder met een stijlanalyse, bij voorkeur 'holdings based' in plaats van 'return based'. Wanneer de stijl bepalend is, signaleert 'holdings based' sneller een verandering in overeengekomen beleggingsbeleid.

### 2.2.12. RISICOMETING

#### Beschrijving

Risicometing en –attributie is een verzamelnaam voor het berekenen, beoordelen en analyseren van het risico van een beleggingsportefeuille. Dit heeft verschillende functies:

- vaststellen van het risico van de beleggingsportefeuille;
- verkrijgen van inzicht in de bronnen van risico;
- verkrijgen van inzicht in het risico dat voortkomt uit de diverse beslissingen die aan de basis van de portefeuille liggen.

Risicometing dient verschillende doeleinden. Afhankelijk van het doel, kan de systematiek anders zijn. Bijvoorbeeld het toekomstig verwachte risico (ex-antierisk), het gerealiseerde risico (ex-postrisk) en het absolute risico en relatieve risico ten opzichte van de benchmark.

#### Risico's

- Verkeerd meten van het risico.
- Een vermogensbeheerder die het risico verkeerd presenteert, geeft een onjuist beeld van het mogelijke risico van het beleggingsbeleid. Het pensioenfonds kan later voor verrassingen komen te staan.
- Onjuist geïnterpreteerde uitkomsten van risicometing geven een verkeerd beeld van het genomen risico en de bronnen. Het pensioenfonds kan verkeerde conclusies trekken. Dit heeft impact op de toekomstige invulling van het beleggingsbeleid en de bijbehorende vrijheidsgraden.
- Een pensioenfonds besteedt te veel aandacht aan het risico op een zeer beperkt onderdeel van de portefeuille en zet daar veel risicobeheersing in. Een groter deel van het totale risico blijft ondertussen onafgedekt.
- Focus op de verkeerde risicomaatstaven. De 'tracking error' helpt bijvoorbeeld niet om faillissementsrisico bij bedrijfsobligaties te monitoren.

### *Kijk kritisch naar risicometing*

bij voorkeur onafhankelijk van de vermogensbeheerder vast of hij zich aan het vastgelegde risicoprofiel houdt.

- Meet niet alleen het absolute risico van een mandaat, maar ook het risico van de representatieve benchmark van het mandaat en het risico ten opzichte van deze benchmark.
- Bekijk ook het aandeel van het risico op het totale risico van het pensioenfonds.
- Wees bewust van de nadelen van elke maatstaf. 'Value-at-risk' (VaR) en 'tracking error' (TE) zijn veelgebruikte maatstaven, omdat ze veel inzicht verschaffen. Ze hanteren echter beide een zogenaamd betrouwbaarheidsinterval; 95% is gangbaar. Dat betekent dat de VaR of TE in 5% van de gevallen wordt overschreden. Bepaal dus ook de verwachting wanneer de VaR of TE wordt overschreden. Is de VaR dan bijvoorbeeld tien keer zo hoog of kan dat ook honderd keer zijn?
- Wees bewust van de nadelen van elke methodiek. Er bestaat onderscheid tussen historische simulatie (crises uit het verleden tellen mee, crises die zich nooit voordeden niet), een statistisch model (gaat uit van een veronderstelde statistische verdeling) of een Monte-Carlosimulatie (een complexe simulatie met diverse scenario's).
- Vul een risicoanalyse altijd aan met een stresstest. Kijk naar scenario's die deskundigen voor de toekomst als mogelijk veronderstellen en ga na of de gebruikte modellen ze hebben meegenomen. Zo niet, analyseer die scenario's dan afzonderlijk.
- Controleer en/of analyseer hoe de vermogensbeheerder het risico meet.
- Controleer hoe de manager zijn risicomodellen gebruikt.

#### Lessons learned

Waak voor focus op verkeerde risicomaatstaven en onjuist berekende risicomaatstaven.

#### Maatregelen

- Stel de doelstelling van het pensioenfonds centraal en zorg voor voldoende aandacht voor het totale risico van het pensioenfonds, op het niveau van dekkingsgraad, indexatiezekerheid, et cetera. Verricht periodiek een ALM-studie en bekijk beleidsalternatieven niet 'asset only', maar in ALM-context.
- Zorg dat de functie van risicometing onafhankelijk is. Personen die invloed hebben op het beleggingsbeleid mogen niet betrokken zijn bij risicometing en vice versa.
- Stel voor elk mandaat een duidelijk risicoprofiel vast en zorg dat de vermogensbeheerder hier periodiek over rapporteert. Het pensioenfonds stelt



## Samenstelling Regiegroep Beleggingsbeleid

*Deze handreiking is ontwikkeld door de Regiegroep Beleggingsbeleid:*

H. Schuijt (voorzitter)	lid Dagelijks Bestuur OPF/directeur Stg. Pensioenfonds Ahold
R. Bastian	directeur UvB
P.G. van der Graaff (secretaris)	secretaris Toezicht en Financiële Markten OPF
B.F.H. de Haas	senior beleidsadviseur bestuursbureau ABP
F. Prins	directeur OPF
G.P.C.M. Riemen	directeur VB
B.A.A.M van der Stee	lid Algemeen Bestuur OPF/directeur KLM pensioenfondsen/ Blue Sky Group
J.A.G. Steenvoorden	directeur Stg. Pensioenfonds Medisch Specialisten
R.D. Upperman	directeur bestuursbureau Bedrijfstakpensioenfondsen Detailhandel

De handreiking is mede voorbereid in een tweetal werkgroepen waarin naast de leden van de leden van de Regiegroep hebben deelgenomen: L.H. van der Heiden-Aantjes (VB), J. Keijzers (Blue Sky Group), G.A.C. Leegwater (Stg. Pensioenfonds ABN/AMRO bank), J.W. van Oostveen (Pensioenfonds Zorg en Welzijn) en T. Pistorius (Stg. Pensioenfonds voor Huisartsen). Daarnaast is door J. Davelaar (SPO), G.C.E. Boender en R.M. Vos (Ortec Finance) alsmede door DNB op eerdere versies van deze handreiking commentaar geleverd.

### **VERENIGING VAN BEDRIJFSTAKPENSIOENFONDSEN (VB)**

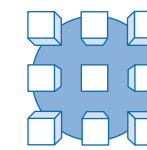
De Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (VB), opgericht in 1985, kent een drietal doelstellingen: het behartigen van de gemeenschappelijke belangen van de bedrijfstakpensioenfondsen in Nederland, het informeren van de leden en de buitenwereld, en serviceverlening aan de leden. VB vervult een spilfunctie tussen de leden en de politieke en maatschappelijke arena, zowel in Nederland als in Europa. De leden van VB hebben samen circa 4,9 miljoen deelnemers. Daarmee verenigt VB ongeveer driekwart van het aantal mensen dat in Nederland deelneemt in collectieve pensioenregelingen. Daarnaast tellen de aangesloten fondsen samen ruim 2,1 miljoen gepensioneerden en 8,1 miljoen gewezen deelnemers. Het gezamenlijk belegd vermogen bedraagt circa €500 miljard. VB is vertegenwoordigd in de Europese pensioenkoepel EFRP en is lid van de Europese organisatie van paritaire organisaties, de AEIP.

### **UNIE VAN BEROEPSPENSIOENFONDSEN (UvB)**

De Unie van Beroepspensioenfondsen (UvB) is de koepelorganisatie waarvan alle beroepspensioenfondsen in Nederland lid zijn. De vrije beroepsbeoefenaren met een eigen beroepspensioenfonds zijn apothekers, tandartsen en tandartsspecialisten, dierenartsen, loodsen, zelfstandige kunstenaars, de roeiers in het Rotterdamse havengebied, fysiotherapeuten, huisartsen, medisch specialisten, verloskundigen en notarissen. De UvB representeert hiermee een groep sleutelposities in het maatschappelijk veld met het accent op gezondheidszorg in brede zin en op één van de economische motoren van Nederland, het havengebied. Daarmee zijn binnen de UvB circa 49.300 actieve deelnemers, 19.100 slapers en 19.909 gepensioneerden en een gezamenlijk belegd vermogen van circa € 19 miljard vertegenwoordigd. De UvB anticipeert op pensioenontwikkelingen en bereidt haar leden voor op wijzigingen in wet- en regelgeving. Een van de services in dat kader is de organisatie van deskundigheidsbevordering voor pensioenfondsbesturen. De UvB is lid van de European Federation for Retirement Provision (EFRP).

### **STICHTING VOOR ONDERNEMINGSPENSIOENFONDSEN (OPF)**

OPF is de overkoepelende organisatie van ondernemingspensioenfondsen in Nederland en telt ruim 300 aangeslotenen. Deze vertegenwoordigen tezamen zo'n 2 miljoen mensen, onderverdeeld in ca. 900.000 deelnemers, 500.000 gewezen deelnemers en 600.000 gepensioneerden. Hun gezamenlijke vermogen bedraagt ongeveer € 150 miljard. OPF behartigt de gemeenschappelijke belangen van de ondernemingspensioenfondsen en informeert hen over ontwikkelingen op het gebied van de aanvullende pensioenen en aanverwante beleidssectoren. OPF is aangesloten bij de European Federation for Retirement Provision (EFRP).



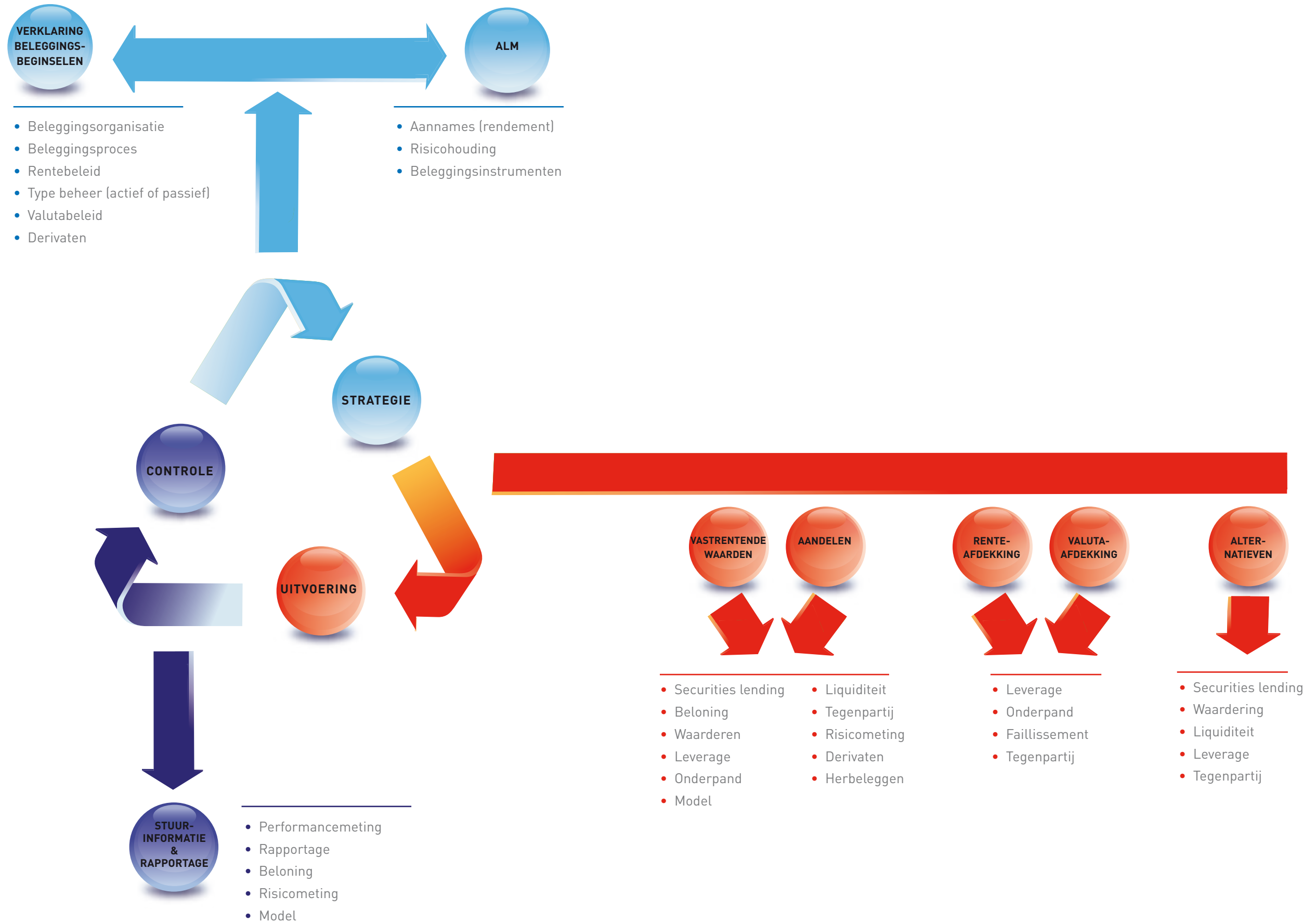
UNIE VAN BEROEPSPENSIOENFONDSEN





## TOTAALOVERZICHT

In dit schema zijn fase 1, 2 en 3 samengenomen







## COLOFON

*Dit is een uitgave van de drie pensioenkoepels.*

### *Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen (VB)*

Zeestraat 65 d

2518 AA Den Haag

T (070) 362 80 08

F (070) 362 80 09

info@vb.nl

www.vb.nl

### *Unie van Beroepspensioenfondsen (UvB)*

Rijnzathe 10

3454 PV De Meern

T (030) 212 90 34

F (030) 669 03 15

info@uvb.nl

www.uvb.nl

### *Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (OPF)*

Bezuidenhoutseweg 12

2594 AV Den Haag

T (070) 349 01 90

F (070) 349 01 88

secretariaat@opf.nl

www.opf.nl

### *Ontwerp, opmaak en druk*

TDS printmaildata Schiedam

www.tds.nu

Tekstbewerking: Ingrid Brons



