

RiskTransparant, deel 4

Wat is uw risicohouding en risicobereidheid op het gebied van beleggingsbeleid?

In deze vierde serie uit een reeks van zeven delen, delen wij graag onze kennis met u over risicomanagement. Dit keer staat het dossier over de vaststelling en onderbouwing van het strategisch beleggingsbeleid centraal.

Inleiding

Pensioenfondsen stellen veelal om de drie jaar hun strategisch beleggingsbeleid¹ vast voor de daaropvolgende jaren. Het bestuur stelt het strategisch beleggingsbeleid zodanig vast dat het past bij de doelstellingen en de risicobereidheid van het fonds. De doelstellingen en de risicobereidheid van het fonds zijn daarbij sinds de invoering van het Nieuw Financieel Toetsingskader (nFTK) onderdeel van een formeel document: de opdrachtaanvaarding. De opdrachtaanvaarding bevat de formele aanvaarding door het bestuur van de opdracht tot het uitvoeren van de pensioenregeling en is vastgesteld door sociale partners. De opdrachtaanvaarding vormt in feite het mandaat van sociale partners aan het bestuur om de pensioenregeling uit te voeren. Sociale partners bepalen de koers en het bestuur gaat over de invulling en uitvoering van het beleid om deze koers te realiseren. In de praktijk is deze scheiding minder expliciet en is de opdrachtaanvaarding veelal in een dialoog tussen het bestuur en sociale partners tot stand gekomen.

Het bestuur heeft vervolgens de taak om de opdrachtaanvaarding te vertalen in (o.a.) een beleggingsbeleid, te onderbouwen waarom het gekozen beleggingsbeleid op het moment van aanvang past bij de opdrachtaanvaarding en vervolgens te monitoren of het beleggingsbeleid nog altijd passend is, gegeven de kaders van de opdrachtaanvaarding.

In deze RiskTransparant gaan wij in op het vraagstuk **wat** de vaststelling en onderbouwing van het beleggingsbeleid in relatie tot de opdrachtaanvaarding inhoudt. Vervolgens gaan wij in op het vraagstuk **hoe** het bestuur dit in de praktijk kan bewerkstelligen.

Wetgeving en toezichthouder

Sinds 2015 is de opdrachtaanvaarding opgenomen in de wetgeving als onderdeel van de doelstellingen en uitgangspunten².

“Het bestuur van een pensioenfonds streeft er naar van de vertegenwoordigers, “....”, zo veel mogelijk duidelijkheid te verkrijgen over de doelstellingen, het ambitieniveau van de toeslagverlening en de risicohouding, die ten grondslag liggen aan de pensioenregelingen die de vertegenwoordigers als opdracht in uitvoering aan het pensioenfonds geven.”

Het bestuur dient vooraf zoveel mogelijk duidelijkheid te verkrijgen over de uitgangspunten van sociale partners die ten grondslag liggen aan de opdracht die het bestuur uitvoert.

¹ Onder het strategisch beleggingsbeleid verstaan wij hier het beleggingsbeleid op hoofdlijnen. Dat wil zeggen het percentage zakelijke waarden, het percentage vastrentende waarden en het percentage rente- en valuta afdekking.

² Pensioenwet Artikel 102a Doelstellingen en uitgangspunten, lid 2.

Een belangrijk onderdeel van de opdrachtaanvaarding is de zogenaamde risicohouding³.

“De risicohouding van een fonds, “...”, is de mate waarin een fonds, na overleg met de vertegenwoordigers van werkgevers of werkgeversverenigingen, werknemers of werknemersverenigingen of beroepspensioenverenigingen en na overleg met de organen van het fonds, bereid is beleggingsrisico’s te lopen om de doelstellingen van het fonds te realiseren en de mate waarin het fonds beleggingsrisico’s kan lopen gegeven de kenmerken van het fonds.”

Risicohouding, risicobereidheid en risicotolerantie

De risicohouding in de wetgeving bestaat uit kwalitatieve en kwantitatieve principes en grenzen op basis waarvan het beleid vast dient te worden gesteld en kan worden getoetst. Onder het nFTK voeren pensioenfondsen periodiek deze toetsing uit middels de berekening van het vereist eigen vermogen en de haalbaarheidstoets.

In de wetgeving wordt de term risicohouding gebruikt als ‘begrip’ voor de mate van het lopen van beleggingsrisico’s om de doelstellingen te realiseren. Hiermee wordt naar onze mening ‘de risicohouding’ als overkoepelend thema gebruikt voor een drietal begrippen:

1. Risicohouding
2. Risicobereidheid
3. Risicotolerantie

De *risicohouding* gaat over de wijze waarop het pensioenfonds aankijkt tegen het lopen van risico’s⁴. De *risicobereidheid* is een vertaling van de risicohouding naar principes. Deze principes dienen de leidraad te vormen bij het vaststellen van het beleid⁵. De *risicotolerantie*⁶ is een onderdeel van de risicobereidheid dat bestaat uit kwantitatieve grenzen op basis waarvan monitoring en toetsing kan plaatsvinden.

De toezichthouder geeft aan dat het vereist eigen vermogen, de haalbaarheidstoets en de bijbehorende grenzen enkel bedoeld zijn om het gevoerde beleid te *toetsen*. Deze toetsing geeft de toezichthouder tevens de mogelijkheid om pensioenfondsen onderling te vergelijken. De toezichthouder geeft echter expliciet aan dat dit géén middelen zijn om het beleidskader vast te stellen en te onderbouwen.

Het bestuur dient daarom op basis van eigen argumentatie het beleggingsbeleid vast te stellen en te onderbouwen in lijn met de doelstellingen en de risicobereidheid van het fonds.

Wat te doen?

In de beleidscyclus van pensioenfondsen wordt over het algemeen eens in de drie jaar het strategisch beleggingsbeleid vastgesteld. Veelal gebeurt dit aan de hand van een ALM-studie. Het bestuur onderzoekt in een ALM-studie het strategisch beleggingsbeleid aan de hand van een aantal beleidsvarianten. Het bestuur kiest vervolgens het beleid dat het beste past bij het fonds.

³ Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen Artikel 1a. Risicohouding, lid 1.

⁴ Voorbeelden van risicohouding zijn uitgangspunten als ‘risico-aversie’ of ‘risico-neutraliteit’.

⁵ Voorbeelden van risicobereidheid zijn principes als ‘het minimaliseren van de kans op kortingen’ of ‘het nastreven van toeslagverlening’.

⁶ Voorbeelden van risicotolerantie zijn de grenzen uit de Haalbaarheidstoets of het risicoprofiel op basis van het vereist eigen vermogen.

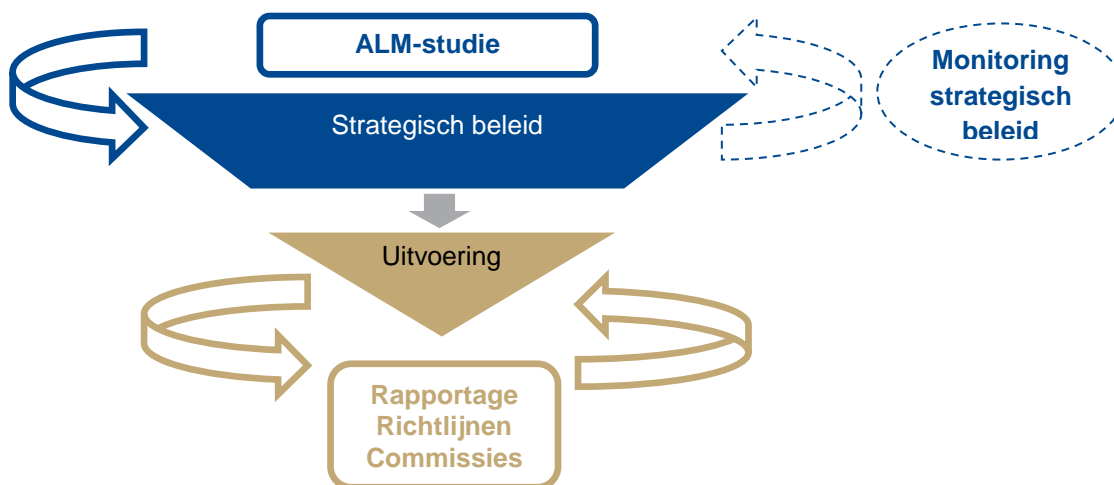
Dat wil zeggen: de uitkomsten van het gekozen beleid met betrekking tot de belangrijkste graadmeters voor het fonds (bijvoorbeeld de nominale dekkingsgraad, de mate van kortingen en het pensioenresultaat) passen bij de doelstellingen en de risicobereidheid van het fonds.

Van impliciete naar expliciete koppeling tussen opdracht en beleggingsbeleid

Vraag hierbij is in hoeverre het bestuur expliciet kan onderbouwen *waarom en in welke mate* het gekozen beleid en de invulling passen bij de doelstelling en risicobereidheid van het fonds en daarmee past bij de opdracht van sociale partners aan het bestuur. De doelstelling en risicobereidheid zelf zijn vaak enkel richtinggevend en niet expliciet gedefinieerd. Daarmee ontbreekt een koppeling tussen het mandaat van het bestuur en de keuze van het beleid.

Periodiek monitoring van strategisch beleggingsbeleid, gegeven de opdracht

De meeste fondsen monitoren de uitvoering van het beleid tot in detail met behulp van (o.a.) richtlijnen, rapportages en besprekingen in beleggingscommissies. In het algemeen vindt er echter geen monitoring plaats van de belangrijkste strategische keuzes, waardoor het lastig is om antwoord te vinden op de vraag of het strategisch beleggingsbeleid in de loop der tijd nog passend is bij de opdracht van sociale partners.



Door de belangrijkste uitgangspunten en de uitkomsten van de ALM-studie te toetsen aan de werkelijke ontwikkeling kan periodiek worden getoetst of het beleidskader nog passend is bij de opdracht van sociale partners, zonder telkens een nieuwe ALM-studie uit te voeren. Óf het beleid nog passend is en tot welke acties dat leidt, bepaalt het bestuur uiteraard zelf door vooraf bandbreedtes vast te stellen ten behoeve van de monitoring. In bijlage 1 is een voorbeeld opgenomen van deze strategische monitoring.

Wat te doen? Kort samengevat:

- Expliciete koppeling tussen opdracht van sociale partners aan het bestuur en (de kaders voor) het strategisch (beleggings)beleid.
- Monitoring van strategisch beleggingsbeleid als onderdeel van beleidscyclus.



En wat levert het op? Een strategisch beleggingsbeleid dat expliciet en te allen tijde uitlegbaar is vanuit de opdracht van sociale partners.

Nu de **wat** vraag is besproken, maken wij een doorkijk naar de **hoe** vraag.

Hoe te doen?

In de onderstaande vijf stappen hebben wij uiteengezet hoe het bestuur het strategisch beleid kan vaststellen in lijn met de opdracht van sociale partners en vervolgens kan toetsen en onderbouwen of het beleid na verloop van tijd nog past binnen deze opdracht.

De eerste stap is het expliciet vaststellen van de risicohouding, risicobereidheid en risicotolerantie van de deelnemers en de doelstelling van het fonds. Daar spelen vragen als: wat is de minimale pensioenuitkering waarbij mijn deelnemers in hun levensonderhoud kunnen voorzien? Wat is de maximale premie die de werkgever kan betalen voor de pensioenopbouw? En wat is de beoogde uitkering van de deelnemers? Bovenstaande vragen en antwoorden op deelnemersniveau dienen te worden vertaald naar een concrete grens op fondsniveau, bijvoorbeeld een grens voor de hoogte van de nominale dekkingsgraad.

De opdracht wordt op deze manier vertaald in een *concreet* doel op fondsniveau, bijvoorbeeld in de vorm van een concrete bandbreedte van de dekkingsgraad of toeslagen en kortingen. Het expliciet maken van deze grenzen helpt bij het onderbouwen en het toetsen van het gekozen beleid. Deze bandbreedte kan vervolgens worden toegelicht aan sociale partners.

De tweede stap is het definiëren van toekomstscenario's. Naast eventueel stochastische scenario's is het gewenst vooral een aantal (extreme) korte termijn deterministische scenario's te onderzoeken. De toekomstscenario's dienen de grootste (financiële) risico's waar het fonds aan bloot is gesteld (o.a. het renterisico en zakelijke waarden risico) op te spannen. Het hanteren van deterministische toekomstscenario's vergroot sterk de uitlegbaarheid van het beleid. Bovendien kunnen deze scenario's worden gemonitord over de tijd waarmee de controle van het bestuur wordt vergroot.

De derde stap is het onderzoeken van het beleid in een ALM-studie. De uitkomsten van het gekozen beleid dienen te kunnen worden onderbouwd vanuit de doelstellingen en de risicobereidheid. Concreet: de uitkomsten dienen te passen bij de grenzen die onderdeel uitmaken van de eerste stap hierboven, namelijk bij (de vertaling van) de opdracht van sociale partners. Op deze manier kan het bestuur concreet onderbouwen waarom het gekozen beleid (nog) past bij deze opdracht.

Wat nu als het niet mogelijk blijkt om het beleid vast te stellen binnen de opdracht van sociale partners? Het feit dat het voor het bestuur niet mogelijk is een beleid vast te stellen passend bij de opdrachtaanvaarding, is een belangrijk signaal. Op basis van dit signaal kan met sociale partners worden besproken om de opdracht bij te stellen of in het meest extreme geval de opdracht terug te geven aan sociale partners. Het bespreken van deze constatering draagt in belangrijke mate bij aan het scheppen van realistische verwachtingen. Sociale partners kunnen hiermee een realistisch mandaat aan het bestuur meegeven ter uitvoering en daarnaast levert het meer realistische verwachtingen op bij de sociale partners.

De vierde stap is de implementatie van het strategisch beleid. Bij de vertaling van het strategisch beleggingsbeleid naar een daadwerkelijke beleggingsportefeuille dient het bestuur een aantal belangrijke elementen in ogenschouw te nemen:

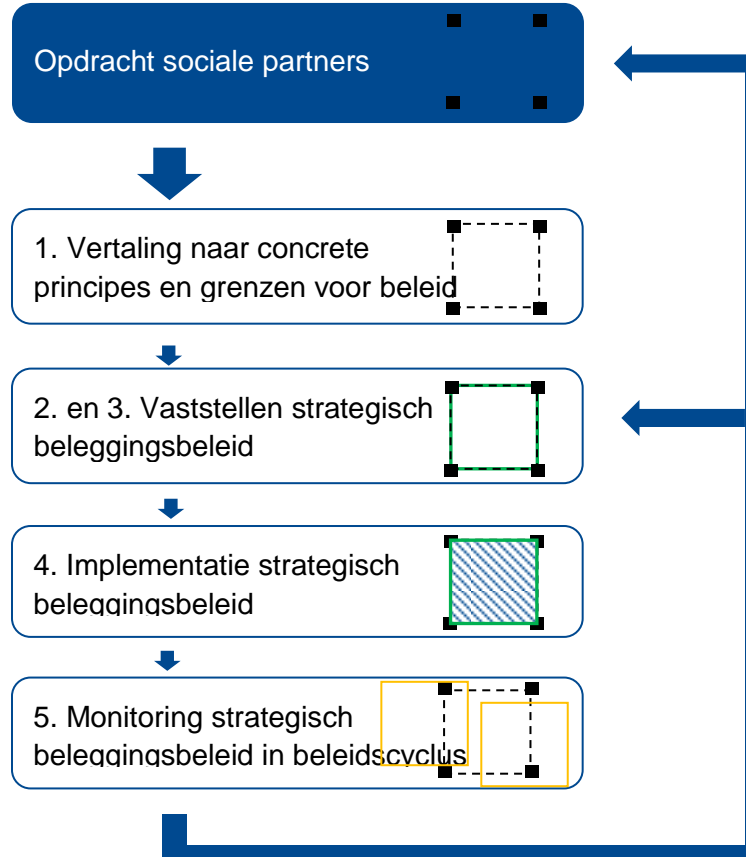
- Heldere en volledige organisatiestructuur en governance.
- Helder proces om tot besluit en selectie van vermogensbeheerders te komen.
- Volledige en heldere vastlegging van beleid en mandaten in SLA's⁷, beleggingsrichtlijnen en fondsdocumenten.
- Heldere scheiding van verantwoordelijkheden tussen uitvoering en besluitvorming.
- Het borgen van countervailing power tussen het bestuur en de vermogensbeheerders.
- Concreet monitoring- en evaluatiekader.
- Identificatie en beheersing van beleggingsrisico's door middel van beleggingsrichtlijnen en bespreking van rapportages.
- Identificatie en beheersing uitbestedingsrisico's door middel van o.a. het jaarlijks bespreken van ISAE⁸ rapportages.

De vijfde stap bestaat uit de monitoring van het strategisch beleid. De monitoring levert inzicht op of de conclusies uit de ALM-studie nog passend zijn en of daarmee het beleidskader nog past bij de opdracht. Concreet betekent dat, dat de belangrijkste uitgangspunten en uitkomsten worden getoetst op basis van grenzen en criteria. Deze grenzen en criteria zijn gelijk aan de grenzen en criteria die zijn gehanteerd bij de vaststelling van het beleid en zijn derhalve één-op-één gekoppeld aan de opdracht van sociale partners. Een overschrijding van deze grenzen levert de conclusie op dat het beleid mogelijk niet meer in lijn is met de opdracht. Hieraan kunnen verschillende oorzaken ten grondslag liggen. Ook indien de ontwikkelingen ertoe leiden dat de monitoring een steeds verdere nadering van de grenzen laat zien, dient dit bespreekbaar gemaakt te worden met sociale partners. De monitoring zorgt er daarmee voor dat het bestuur te allen tijde het beleggingsbeleid kan onderbouwen vanuit de doelstellingen en de risicobereidheid van het fonds. Het is de basis voor communicatie over dit onderwerp.

Daarnaast dient het bestuur een beleidscyclus te definiëren waarin de monitoring van het strategisch beleid een plaats krijgt. Tevens dienen eventuele vervolgacties alsmede de koppeling van ALM-studie tot ALM-studie te worden vastgelegd. Hiermee kan consistentie worden gecreëerd over de tijd bij het vaststellen van het beleid. In het figuur op de volgende pagina staat de visualisatie van dit proces.

⁷ SLA: Service Level Agreement. Overeenkomst waarin onder andere de te leveren diensten van de uitvoerder worden vastgelegd.

⁸ ISAE: International Standard On Assurance Engagements. Rapportage over de processen in de uitbesteding. Zie ook deel twee van onze RiskTransparant.



Kortom: in 5 concrete stappen naar een hoger vertrouwen in uw fonds!

Meer informatie óf meer kennis delen?

Download RiskTransparant, deel 4: Risicohouding en Risicobereidheid op het gebied van beleggingsbeleid, en de andere artikelen op www.sprenkelsenverschuren.nl of neem contact op met uw vaste contactpersoon bij Sprenkels & Verschuren, zo ook voor:

- *RiskTransparant, deel 1: Het IT dossier is een must voor elke Bestuurder – uitgave mei 2016*
- *RiskTransparant deel 2: Welke waarde heeft een ISAE voor het bestuur: in control of een illusie van control – uitgave juni 2016*
- *RiskTransparant deel 3: Wat is uw risico identiteit – uitgave september 2016*

Over Sprenkels & Verschuren

Wij zijn onafhankelijke strategische adviseurs en ontwerpers van financiële en niet financiële modellen. Met ruim 50 professionals geven wij niet alleen advies maar implementeren wij ook. Wij zijn denkers en doeners die kennis graag in co-creatie ontwikkelen. Waarom? Omdat elk antwoord een vraag is geweest én geen enkele vraag hetzelfde is.

Bijlage 1. Monitoring strategisch beleid

Veel pensioenfondsen hebben in 2015 bij de invoering van het nFTK het strategisch beleggingsbeleid heroverwogen. Sindsdien zijn de financiële markten met name op het gebied van renteontwikkeling in beweging geweest. In de praktijk zien wij dat bij veel pensioenfondsen daarom de vraag opkomt of de uitgangspunten uit de ALM-studie met betrekking tot de renteontwikkeling nog wel 'passend' zijn bij de huidige economische omstandigheden. De onderliggende vraag is of het strategisch beleid nog wel passend is bij de opdracht en op welke wijze dit getoetst kan worden.

Een eerste reactie om bovenstaande vragen te beantwoorden is vaak om een nieuwe ALM-studie uit te voeren. Een ALM-studie is echter een tijdrovend en duur proces. Het frequenter uitvoeren van een ALM-studie lijkt daarmee niet de gewenste oplossing.

Daarnaast lijkt de huidige strategische beleidscyclus passend bij een lange termijn belegger: een ALM-studie is immers gericht op lange termijn beleid en dient daarom niet te vaak te worden uitgevoerd. Het strategisch acteren op (korte termijn) marktfluctuaties lijkt hier niet gewenst.

Vraag is dan echter: hoe kan het bestuur toetsen of het strategisch beleid nog geldig is?

Wij denken dat het periodiek monitoren van het strategisch beleggingsbeleid antwoord kan geven op deze vraag. Met behulp van deze monitoring kan het bestuur expliciet en ook tussentijds (tussen twee ALM-studies) onderbouwen waarom het beleggingsbeleid past bij het mandaat van sociale partners aan het bestuur.

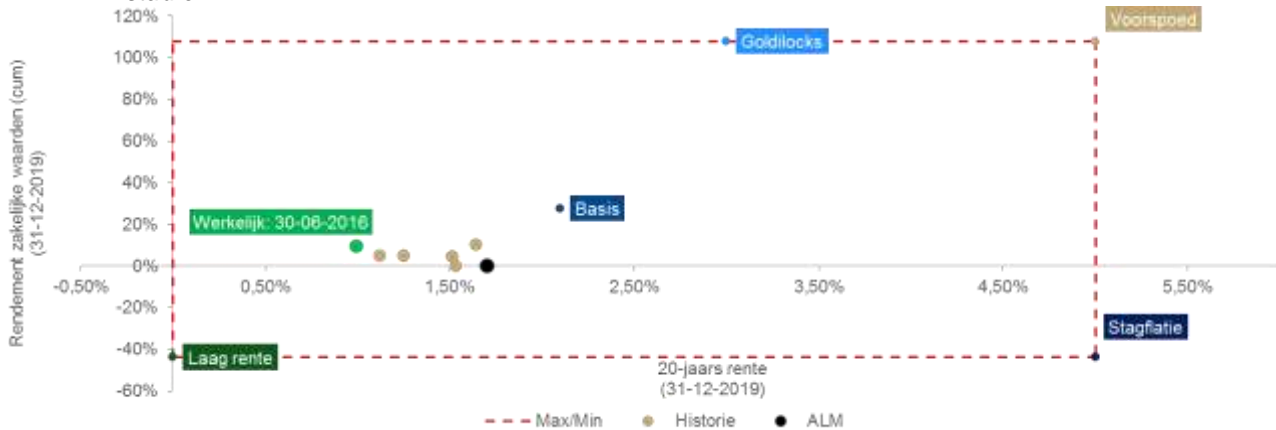
Wat ons betreft bestaat de strategische monitoring uit een drietal vragen.

1. Zijn de uitgangspunten van de ALM-studie nog van toepassing?

De uitgangspunten van een ALM-studie zijn in sterke mate bepalend voor de uitkomsten. Monitoring van deze uitgangspunten kan daarom inzicht geven of het strategisch beleid nog passend is bij de huidige financiële en economische omstandigheden van het fonds. Daarnaast spelen bij veel fondsen de uitgangspunten een rol bij de vaststelling van de premie (op basis van verwacht rendement). De belangrijkste uitgangspunten zijn wat ons betreft:

- a. Startdekkingsgraad. De dekkingsgraad geeft de financiële positie van een pensioenfonds weer. De dekkingsgraad is in grote mate bepalend voor de verwachte resultaten van het fonds en daarmee voor de keuze van het strategisch beleid. Een hogere of lagere dekkingsgraad kan de keuze voor het strategisch beleggingsbeleid sterk beïnvloeden.
- b. Verwacht (over)rendement. Voor veel pensioenfondsen is de herstelkracht voornamelijk afhankelijk van het overrendement van de beleggingsportefeuille ten opzicht van de oprenting van de voorziening. De vraag is of het verwacht (over)rendement uit de ALM-studie nog in lijn is met het verwacht (over)rendement op basis van de actuele marktomstandigheden.
- c. Economische ontwikkeling. In een ALM-studie wordt een set aan toekomstscenario's gehanteerd. Deze scenario's vormen de scope van de ALM-studie. De vraag is of de economische ontwikkeling sinds het uitvoeren van de ALM-studie nog binnen de scope van de ALM-studie valt. Is het huidige pad wel een scenario dat is beschouwd in de ALM-studie? En naar welk scenario zijn de markten sinds de ALM-studie toe bewogen?

Figuur 1: monitoring van de werkelijke economische ontwikkeling ten opzichte van de scope uit de ALM-studie.

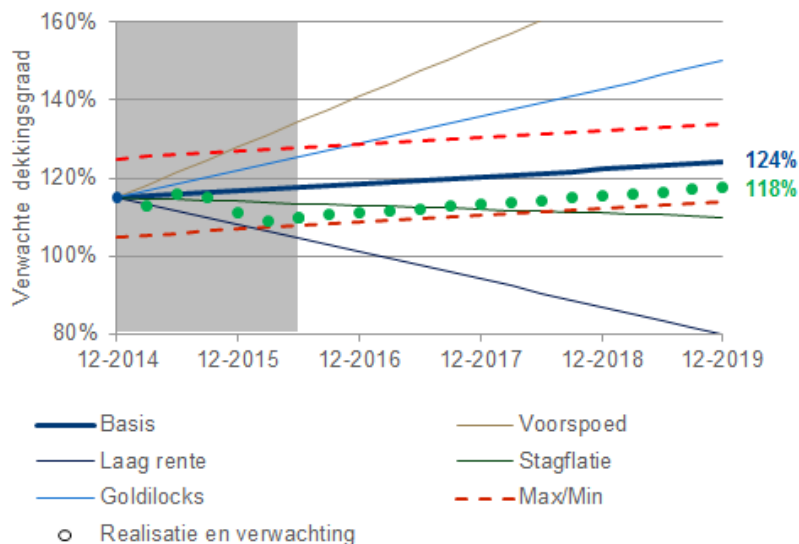


2. Zijn de werkelijke resultaten in lijn met de ALM-verwachtingen?

De (verwachte) uitkomsten in een ALM-studie zijn uiteindelijk van belang bij de keuze van het strategische beleid. In een ALM-studie kiest het bestuur in feite voor een 'koers' voor de toekomst. Als in de praktijk de verwachting uit de ALM-studie uit het zicht raakt, kan dat mogelijk een signaal zijn om bij te sturen. Met de toetsing van de uitkomsten wordt voorkomen dat wordt 'blindgestaard' op de uitgangspunten en dat ook expliciet de koppeling met de resultaten wordt gemaakt. Aan de andere kant kan het waarmaken van de verwachting ook een bevestiging van het huidige beleid zijn. De belangrijkste uitkomsten zijn afhankelijk van het fonds. Voorbeeld:

- Verwachte dekkingsgraad. Is de ontwikkeling van de dekkingsgraad in lijn met de verwachte ontwikkeling in de ALM-studie?
- Verwachte toeslag/pensioenresultaat. Is de ontwikkeling van het toeslag/pensioenresultaat (incl. eventuele kortingen) in lijn met de verwachte ontwikkeling in de ALM-studie?

Figuur 2: monitoring van de werkelijke financiële positie van het fonds ten opzichte van de verwachte positie en de positie in de stress-scenario's uit de ALM-studie.

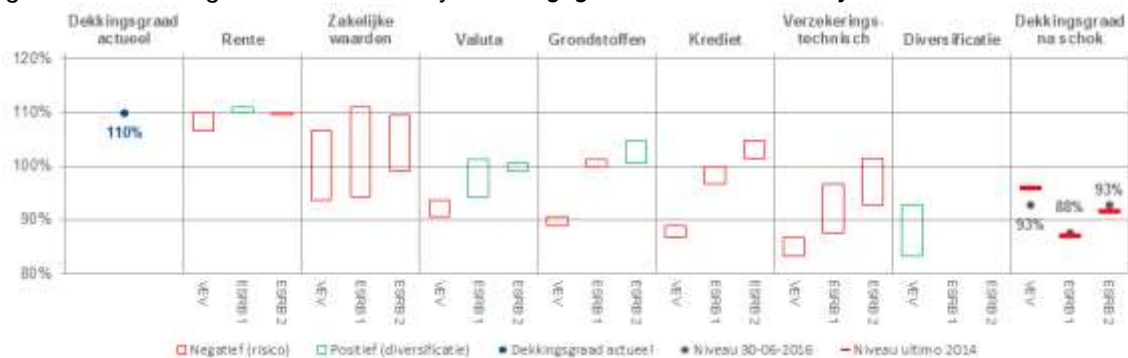


3. Zijn de korte termijn risico's veranderd?

Om naast de uitgangspunten van het bestuur ook een andere invalshoek mee te wegen is gebruik gemaakt van de stress-scenario's van toezichthouders. Hiermee kan inzicht worden verkregen of de wereld met betrekking tot (korte termijn) risico's is veranderd over de tijd.

- a. DNB⁹ en EIOPA¹⁰. Op basis van de stress-scenario's van de toezichthouders DNB (o.b.v. VEV¹¹) en EIOPA (o.b.v. stresstest ESRB¹²) kan inzichtelijk worden gemaakt wat de korte termijn risico's zijn voor het fonds en in hoeverre deze veranderd zijn over de tijd sinds de ALM-studie.

Figuur 3: monitoring van de korte termijn dekkingsgraadriscico's over de tijd.



⁹ DNB: De Nederlandsche Bank.

¹⁰ EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority.

¹¹ VEV: Vereist eigen vermogen.

¹² ESRB: European Systemic Risk Board. Een orgaan binnen EIOPA dat zich bezighoudt met stress-testen voor financiële instellingen.

Monitoring van het strategisch beleggingsbeleid helpt het bestuur te allen tijde het gekozen beleid te onderbouwen vanuit de opdracht van sociale partners.

