

Postbus 98
1000 AB Amsterdam

Datum
29 augustus 2013
Uw kenmerk

Ons kenmerk
2013/488571
Behandeld door

Doorkiesnummer

Bijlage(n)
1

Onderwerp
Resultaten DNB themaonderzoek beheersing renterisico

Geacht bestuur,

In de eerste helft van 2013 heeft De Nederlandsche Bank (DNB) bij 25 pensioenfondsen een themaonderzoek gedaan naar de beheersing van het renterisico. De focus lag daarbij op de invulling van de risicobeheersing door pensioenfondsen, en niet op de mate van renteafdekking. Dit laatste is in principe ter beoordeling van de fondsen zelf. Met deze brief willen wij u graag informeren over de uitkomsten van het themaonderzoek. Hiermee streeft DNB er naar om *guidance* aan de pensioensector te geven en zo de totstandkoming van verbeteringen rondom het beleggingsbeleid en de beheersing van het renterisico te bevorderen.

De financiële positie van pensioenfondsen wordt beïnvloed door de ontwikkeling van de rentecurve. Renterisico is één van de belangrijkste risico's voor pensioenfondsen en ontstaat doordat de rentegevoeligheid van de verplichtingen voor vrijwel alle fondsen groter is dan de rentegevoeligheid van de beleggingen. Veel pensioenfondsen kiezen er voor om het renterisico (gedeeltelijk) af te dekken door bijvoorbeeld te investeren in langlopende obligaties of in rentederivaten. De beheersing van het renterisico gaat gepaard met belangrijke aandachtspunten. Pensioenfondsen moeten bijvoorbeeld niet alleen beslissen in welke mate ze het renterisico willen afdekken, maar ook bepalen welke beleggingsinstrumenten ze daarvoor willen inzetten.

De afgelopen jaren heeft de pensioensector stappen gezet ter verbetering van het beleggingsbeleid en de risicobeheersing. Dit beeld wordt door de uitkomsten van het themaonderzoek bevestigd. Desalniettemin ziet DNB op basis van ervaringen in het lopende toezicht en het themaonderzoek dat het beleid en de beheersing van het renterisico sectorbreed nog verdere verbetering nodig heeft. Met deze brief wil DNB hier graag een bijdrage aan leveren.

Op hoofdlijnen heeft het themaonderzoek naar de beheersing van het renterisico tot de volgende sectorbrede aandachtspunten geleid:

- Vastlegging beleid renteafdekking: Bij een substantieel aantal pensioenfondsen ontbreekt een voldoende uitgewerkte vastlegging van het renteafdeckingsbeleid. In het bijzonder ontbreekt in veel gevallen een concrete beschrijving van de strategische normering (afdeckingspercentage), de gehanteerde bandbreedtes rondom deze normering, de rentetermijnstructuur of benchmark waartegen wordt afgedekt en de instrumenten of mandaten die ter afdekking worden gebruikt. Hierdoor kan de daadwerkelijke renteafdekking substantieel afwijken van de door het bestuur gewenste mate van bescherming. Een concreet vastgelegd beleid is belangrijk omdat dit u in staat stelt om grip te houden op het renterisico van uw fonds en tijdig bij te sturen indien nodig.
- Curverisico: Veel pensioenfondsen houden onvoldoende rekening met de looptijdverdeling van het renterisico. Dit maakt fondsen kwetsbaar voor niet-parallelle verschuivingen in de rentetermijnstructuur (curverisico). Dergelijke verschuivingen kenmerken zich in veel gevallen door een verkromping of vervlakking van de rentecurve. U kunt het curverisico beheersen door in het beleid van uw fonds en bij de monitoring van het renterisico specifiek rekening te houden met de verdeling van het renterisico over verschillende looptijden.
- Monitoring en evaluatie: De rapportages die pensioenfondsen ontvangen ten aanzien van het renteafdeckingsbeleid geven vaak onvoldoende inzicht in de performance ontwikkeling en blootstelling aan risicofactoren. Ook is het van belang dat (ex-ante) risicorapportages in veel gevallen beter aansluiten bij de manier waarop het renterisico is afgedekt. Dit maakt het voor fondsen mogelijk om de ontwikkeling van de dekkingsgraad als gevolg van rentemutaties te verklaren (attributie) en te beheersen. Het belang van adequate rapportages is groot. Ze stellen u immers in staat om grip te houden op het risicoprofiel van uw fonds door te monitoren hoeveel risico wordt gelopen en in hoeverre het gerealiseerde resultaat overeenkomt met wat u op voorhand zou verwachten op basis van het renteafdeckingsbeleid en de marktontwikkelingen.

In aanvulling op de bovenstaande punten wil DNB ook het belang van een goede governance rondom het beleggingsbeleid benadrukken. Een goede governance begint bij de inrichting van de interne organisatie. Zo is een organisatiestructuur nodig met een heldere verdeling en vaststelling van taken en verantwoordelijkheden voor de verschillende gremia (e.g. bestuur, commissies) binnen uw fonds. Een adequate functiescheiding, ook in relatie tot uw uitvoerder, stelt u in staat om zelfstandig een afweging te maken tussen beleidsalternatieven en onderbouwde beslissingen te nemen bij de vaststelling van uw renteafdeckingsbeleid.

Datum
29 augustus 2013
Bladnummer
3
Ons kenmerk
2013/488571

Aangehecht vindt u een bijlage met een nadere toelichting bij de bovenstaande aandachtspunten. In deze bijlage treft u een lijst met relevante vragen aan die DNB in het uitvoerende toezicht toepast, alsook geconstateerde 'good practices'. U kunt deze vragen en praktijkvoorbeelden gebruiken om het renteafdeckingsbeleid van uw eigen fonds te onderzoeken en indien nodig te verbeteren. DNB vindt een goede beheersing van het renterisico belangrijk en zal in de toekomst een vervolgonderzoek doen om te bekijken in hoeverre de beheersing van het renterisico door pensioenfondsen is verbeterd.

Deze brief is tevens te vinden op de website van DNB via Open Boek Toezicht. Mocht u naar aanleiding van de brief nog vragen hebben, dan kunt u contact opnemen met de toezichthouder of contactpersoon van uw fonds.

Hoogachtend,
De Nederlandsche Bank NV

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

BIJLAGE – AANDACHTSPUNTEN BIJ BEHEERSING RENTERISICO

In deze bijlage vindt u voor de genoemde aandachtspunten een overzicht met relevante vragen. Deze vragen zijn niet uitputtend, maar hebben als doel om assistentie te bieden bij het signaleren van eventuele tekortkomingen zodat u, waar nodig, actie kunt ondernemen. Verder is een aantal good practices opgenomen die DNB in het toezicht is tegengekomen. Met deze voorbeelden wil DNB een bijdrage leveren aan verbeteringen rondom het beleggingsbeleid en de beheersing van het renterisico.

1. Vastlegging beleid renteafdekking

Heeft u het beleid ten aanzien van de beheersing van het renterisico met voldoende mate van detail vastgelegd in de Actuariële en bedrijfstechnische nota (Abtn) van uw fonds? Houdt u daartoe in ieder geval rekening met de onderstaande elementen?

1. Definitie renteafdekking: Heeft u in het beleid van uw fonds een concrete omschrijving van renterisico opgenomen? En heeft u in uw beleid vastgelegd hoe de renteafdekking is gedefinieerd (bijvoorbeeld in procenten of jaren)? Bijvoorbeeld door de renteafdekking te definiëren als een percentage van de netto contante waarde van de nominale of reële verplichtingen of als een waardeverandering van de technische voorzieningen uitgedrukt in price value of a basis point (PVBP)?
2. Keuze rentetermijnstructuur: Heeft u in uw beleid vastgelegd met welke rentetermijnstructuur op welke wijze verdisconteerd wordt om de rentegevoeligheid van de beleggingen en verplichtingen te bepalen?
3. Definitie strategische normering: Heeft u een strategische normering vastgelegd in het beleid van uw fonds? Bijvoorbeeld door de normering weer te geven als een afdeckingspercentage?
4. Begrenzing strategische normering: Heeft u in het beleid duidelijk vermeld wat de omvang van de bandbreedte rondom de strategische normering is? En heeft u daarbij vastgelegd welke acties (binnen welke termijn) volgen na overschrijding van de bandbreedte?
5. Ruimte voor tactische afwijkingen: Indien er beleidsmatig ruimte is gegeven voor tactische afwijkingen van de strategische normering, zijn dan onder andere de doelstelling, de toegestane frequentie, de horizon en omvang van deze tactische afwijkingen vastgelegd? En is de bandbreedte dusdanig beperkt dat (tactische) wijzigingen het strategische resultaat niet kunnen overschaduwen?
6. Begrenzing curverisico: Heeft u in het beleid van uw fonds, naast een strategische normering, ook specifiek rekening gehouden met de looptijdverdeling van het renterisico? Bijvoorbeeld door voldoende lange looptijdbuckets, in lijn met de verplichtingen, vast te stellen voor de beheersing van het renterisico?
7. Toegepaste afdeckingsinstrumenten: Heeft u in het beleid van uw fonds vastgelegd welke instrumenten worden meegenomen in het bepalen van de feitelijke renteafdekking? Heeft u daarbij de aannames voor de rentegevoeligheid van en de begrenzingen aan deze instrumenten vastgelegd? Bijvoorbeeld door te vermelden in hoeverre u gebruik maakt van staatsobligaties, bedrijfsobligaties, inflation linked bonds, interest rate swaps en/of interest rate swaptions?

8. Dynamisch beleid: Indien u gebruik maakt van een dynamisch afdeckingsbeleid, hanteert u dan concreet meetbare triggers (bijvoorbeeld een staffel) die leiden tot een wijziging van de mate van renteafdekking? Bijvoorbeeld de hoogte van de dekkingsgraad, de hoogte van een n-jaars rente of een combinatie van beide?
9. Derivaten: Indien uw fonds gebruik maakt van derivaten, is het doel en de toepassing van derivaten dan duidelijk uitgewerkt in het beleid? En is in de definitie van renteafdekking goed vastgelegd hoe niet-lineaire derivaten, zoals swaptions, uw renteafdekking beïnvloeden? Heeft u in dit geval begrenzungen gesteld aan andere relevante risicofactoren, zoals (implied) volatiliteit?

Good practice met betrekking tot de beheersing van curverisico

- Vastlegging beleid: In zijn renteafdeckingsbeleid heeft dit pensioenfonds weergegeven hoe de renteafdekking voor de beleggingen en verplichtingen zijn gedefinieerd, evenals de strategische normering van het renterisico en de toegestane bandbreedte daaromheen. Daarbij houdt het fonds rekening met de looptijdverdeling van het renterisico door 9 looptijdbuckets vast te stellen. Voor overschrijdingen van de bandbreedte heeft het fonds in zijn beleid aangegeven welk premium binnen welke termijn er voor zorgt dat de rentegevoeligheid weer in lijn wordt gebracht met de strategische norm. Het pensioenfonds heeft tevens gewaarborgd dat de ex-ante risicorapportage aansluit bij de definities uit het renteafdeckingsbeleid. Figuur 1 geeft een illustratie.
- Risicorapportage: De risicorapportage in figuur 1 geeft het pensioenfonds inzicht in de totale rentegevoeligheid van de beleggingen en verplichtingen (zie kolom: *Modified Duration*) en de gevoeligheid per looptijdbucket (zie kolommen: *PD1 t/m PD30+*). Het verschil tussen de rentegevoeligheid van de beleggingen en de verplichtingen bedraagt de openstaande rentepositie. Ook de strategische normering van het renterisico (zie rij *norm*), en de toegestane bandbreedtes (zie rijen: *ondergrens en bovengrens*) worden in de rapportage gepresenteerd. Dit stelt het fonds in staat om de openstaande rentepositie, per looptijdbucket, af te zetten tegen de strategische normering. In dit voorbeeld komt naar voren dat de afdekking op de looptijdpunten van 5 en 10 jaar buiten de gewenste bandbreedte valt. De rapportage stelt het bestuur zodoende in staat deze posities binnen de bandbreedte terug te brengen en daarmee de daadwerkelijke renteafdekking in lijn te brengen met het beoogde beleid.

Figuur 1 – Voorbeeld van een ex-ante risicorapportage t.a.v. renterisico

	Markt- waarde	PD 1	PD 2	PD 5	PD 10	PD 15	PD 20	PD 25	PD 30	PD 30+	Modified Duration (totaal)
Beleggingen	1000	0,1%	0,2%	0,9%	1,6%	2,1%	2,6%	3,0%	3,5%	1,1%	15,0%
Verplichtingen	1000	0,1%	0,2%	0,7%	1,5%	2,5%	3,0%	3,5%	5,0%	3,5%	20,0%
Openstaande rentepositie		0,0%	0,0%	-0,2%	-0,1%	0,4%	0,4%	0,5%	1,5%	2,4%	5,0%
Ondergrens		-0,5%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%	1,5%	4,6%
Norm		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,5%	0,6%	1,5%	2,0%	5,0%
Bovengrens		0,5%	0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	2,0%	2,5%	5,4%

* PD1 staat voor Point Duration 1 en geeft de rentegevoeligheid van de marktwaarde weer bij een looptijd van 1 jaar.

2. Monitoring en evaluatie

Heeft u op basis van de periodieke rapportages die u ontvangt een adequaat inzicht in het ex-ante renterisicoprofiel en stellen de rapportages u in staat de implementatie van het beleid te toetsen? Bestaan de rapportages daartoe in ieder geval uit de onderstaande elementen?

1. Aansluiting bij beleid: Maakt u in de rapportages gebruik van dezelfde definities die u hanteert in uw renteafdekkingsbeleid? En stellen deze rapportages u in staat om alle begrenzings- en doelstellingen te monitoren?
2. Rentegevoeligheden beleggingen en verplichtingen: Geven de rapportages die u ontvangt naast een inzicht in de netto rentegevoeligheden ook inzicht in de rentegevoeligheden van de beleggingen en verplichtingen afzonderlijk? En houdt u daarbij ook voldoende rekening met relevante stress scenario's, zoals een rentemutatie of een sterke verandering van de (impliciet) volatiliteit bij swaptions?
3. Actuele (tactische) rentepositie: Geven de rapportages die u ontvangt voldoende inzicht in de feitelijke renterisicopositie ten opzichte van de strategische norm (en de begrenzings-)? En wordt een goed onderbouwde verklaring gegeven voor het verschil tussen de feitelijke en strategische rentepositie?
4. Curverisico: Heeft u op basis van de rapportages voldoende inzicht in het curverisico waar uw fonds aan staat blootgesteld? Maakt u daartoe voldoende onderscheid in de rapportage van de looptijdverdeling van het renterisico? En maakt u daarbij gebruik van scenario-analyses om bijvoorbeeld de impact van relatief grote (niet-parallelle) renteschokken in ogenschouw te nemen?
5. Derivaten: Indien u gebruik maakt van derivaten in uw renteafdekkingsbeleid, geven de rapportages die u ontvangt u dan voldoende inzicht in de daarmee samenhangende risico's zoals liquiditeitsrisico en tegenpartijrisico?¹ En als u gebruik maakt van niet-lineaire rentederivaten zoals swaptions, heeft u dan zicht op risicofactoren als (impliciet) volatiliteit en de tijds waarde van de opties?

Kunt u op basis van de periodieke rapportages monitoren of het gerealiseerde resultaat overeenkomt met wat u op voorhand zou verwachten op basis van de uitvoering van het renteafdekkingsbeleid en de marktontwikkelingen (ex-post attributie)? Bestaan de rapportages daartoe in ieder geval uit de onderstaande elementen?

1. Historische ontwikkelingen: Heeft u op basis van de rapportages een goed beeld van de (recente) marktontwikkelingen van de rentetermijnstructuur, en van de afzonderlijke ontwikkeling van de (rentegevoelige) beleggingen, derivaten en technische voorzieningen van uw fonds?
2. Ontwikkeling van technische voorzieningen: Houdt u bij de waardeontwikkeling van de technische voorzieningen, naast rentemutaties, ook rekening met nieuwe opbouw, verrichte pensioenuitkeringen en het verzekeringstechnische resultaat?

¹ Zie in dit kader de uitkomsten van het DNB onderzoek naar de beheersing van tegenpartijrisico:

http://www.dnb.nl/binaries/Tegenpartijrisico_tcm46-290653.pdf

3. Ontwikkeling van beleggingen: Maakt u in de rapportages over de waardeontwikkeling van de (rentegevoelige) beleggingen van uw fonds een onderscheid naar relevante risicofactoren? Bijvoorbeeld door naast rentemutaties ook rekening te houden met veranderingen in credit spreads, (break-even) inflatieverwachtingen en vreemde valuta?
4. Ontwikkeling van derivaten: Indien uw fonds gebruik maakt van niet-lineaire derivaten, zoals swaptions, wordt het behaalde resultaat in de rapportages dan ook uitgesplitst over de veranderingen in de volatiliteit en de tijds waarde van de opties?
5. Evaluatie (tactische) rentepositie: Wordt het resultaat in de performance rapportages van uw fonds uitgesplitst in strategisch en tactisch resultaat?

Good practices met betrekking tot (ex post) monitoring

- Performance attributie: Dit pensioenfonds laat de waardeontwikkeling van de beleggingen en technische voorzieningen zien over het eerste kwartaal van 2013 als gevolg van rentemutaties (*zie kolom: Rente (totaal)*) en andere risicofactoren, zoals credit spreads en de verwachte (break-even) inflatie (*zie figuur 2*). Een pensioenfonds dat gebruik maakt van swaptions zou het resultaat ook uitsplitsen naar (implied) volatiliteit en tijds waarde. Het fonds houdt rekening met de looptijdverdeling van het renterisico door naar meerdere looptijd buckets te kijken (niet gerapporteerd in voorbeeld). In de kolom *Overig* wordt het verzekeringstechnische resultaat van de verplichtingen weergegeven. Voor de beleggingen bestaat de kolom *Overig* uit het resultaat op andere risicofactoren (waaronder aandelen en vastgoed). Alle marktwaardes in deze rapportage zijn in miljoenen euro's. De verandering van de rentecurve in het eerste kwartaal van 2013 heeft in dit voorbeeld dus geleid tot een daling van de totale verplichtingen van het fonds met 19,9 miljoen euro.
- Performance evaluatie: De uitsplitsing naar risicofactoren stelt het pensioenfonds in staat de uitvoering van de renteafdekking te evalueren door het zuivere renteresultaat van de beleggingen en verplichtingen tegen elkaar af te zetten. Het gerealiseerde afdekkingspercentage is in dit voorbeeld 75,3 procent en wordt door het fonds periodiek geëvalueerd ten opzichte van de strategische norm en toegestane bandbreedte (niet gerapporteerd in dit voorbeeld).

Figuur 2 – Voorbeeld van een ex-post performance evaluatie

	Marktwaarde (2012K4)	Rente (totaal)	Credit Spread	Inflatie	Overig	Marktwaarde (2013K1)
Beleggingen	1000	-15,0	5,0	0,5	4,5	995
Verplichtingen	1000	-19,9			9,9	990
<i>Gerealiseerde afdekking</i>		75,3%				