

Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid  
T.a.v. Minister H.G.J. Kamp  
Anna van Hannoverstraat 4  
Postbus 90801  
2509 LV DEN HAAG

Datum  
30 maart 2012

Geachte heer Kamp,

Naar aanleiding van een verzoek van de Tweede Kamer informeer ik u gaarne over het gebruik van rente-swap(tion)s door pensioenfondsen. Het verzoek van de Tweede Kamer is gebaseerd op het artikel in het Financieele Dagblad van 12 maart 2012 'Bestuurders pensioenfondsen blunderen met complexe derivaten'. Het beeld dat dit artikel mogelijk oproept is dat het gebruik van rente-swaptions voor een deel de lage dekkingsgraden waarmee veel pensioenfondsen kampen, verklaart. Dat het gebruik van swaptions een goede beheersomgeving en voldoende kennis van besturen vergt is, evident. Dat door het gebruik van swaptions, de dekkingsgraad lager is dan gedacht, wordt door de informatie waarover DNB thans beschikt, niet breed ondersteund. Dit beeld van DNB is onder meer gebaseerd op een aantal door DNB in de laatste jaren uitgevoerde intensieve beleggingsonderzoeken bij pensioenfondsen. Er bestaan geen aanwijzingen dat bij fondsen waar (nog) geen uitgebreid beleggingsonderzoek heeft plaatsgevonden, swaptions op grote schaal tot problemen hebben geleid, mede gelet op het beperktere gebruik van swaptions ten opzichte van swaps.

Hieronder vindt u een korte toelichting op het afdekken van renterisico's door pensioenfondsen (waaronder het gebruik van rente-swaps en -swaptions), de omvang hiervan en het DNB-toezicht op derivaten.

### **Algemeen**

De financiële positie van pensioenfondsen is gevoelig voor veranderingen van de rente. Door het verschil in looptijd tussen de beleggingen (korter) en de verplichtingen (langer) is de rentegevoeligheid van de beleggingen doorgaans lager dan die van de verplichtingen. Hierdoor verslechtert de financiële positie van een pensioenfonds bij een rentedaling (en vice versa). De

2012/182243

rente­verandering heeft immers een grotere invloed op de waardering van de verplichtingen dan op de waardering van de beleggingen.

Het is in principe aan pensioenfondsen om te bepalen of en in welke mate zij dit renterisico willen afdekken. Indien pensioenfondsen hiertoe besluiten, kunnen zij zich op verschillende manieren beschermen tegen rentedalingen. Zo kunnen fondsen obligaties aanschaffen die een vergelijkbare looptijd hebben als hun verplichtingen (“matchend” beleggen) of gebruik maken van derivaten zoals renteswaps of -swaptions. In het geval van een renteswap ontvangt het fonds periodiek een vaste rente in ruil voor het betalen van een variabele (korte) rente. Bij een rente-swaption koopt het fonds het recht op het uitvoeren van een renteswap en betaalt het fonds daarvoor een premie.

Fondsen moeten beleggen volgens het prudent person beginsel. Dat staat beleggingen in derivaten toe voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer<sup>1</sup>. Daarnaast gelden eisen ten aanzien van de beheersing van operationele risico’s. Rente-swaps en -swaptions vormen gangbare financiële instrumenten waarmee pensioenfondsen zich kunnen beschermen tegen rentedalingen. Als pensioenfondsen voldoende kennis in huis hebben en de beheersomgeving op orde is, kan het gebruik van deze beleggingsinstrumenten op een verantwoorde manier plaatsvinden. Het gebruik van rente-swaptions vereist daarbij een hoger niveau van de beheersomgeving en specifieke kennis over de werking van swaptions.

### **Gemiddelde renteafdekking volledig voor korte looptijden, beperkt voor lange looptijden**

Pensioenfondsen moeten via de kwartaalstaten hun risicoposities in derivaten weergeven. Op basis van de in 2011 geldende rapportages bedroeg de onderliggende hoofdsom van de rentederivaten van de pensioensector per ultimo 2011 euro 328 miljard. Hiervan heeft euro 247 miljard betrekking op rente-swaps. Het verschil wordt onder meer verklaard door het gebruik van swaptions. Deze rente-swaps hebben een positieve waarde van ruim euro 44 miljard, waarmee het

---

<sup>1</sup> Artikel 13, lid 4, Besluit FTK

afdekken van het rente-risico dus een positieve bijdrage heeft geleverd aan de ontwikkeling van de dekkingsgraad in 2011.<sup>2</sup>

De kwartaalstaten zijn overigens per 1 januari jl. van dit jaar aangepast om een kwalitatief beter en fijnmaziger inzicht te verkrijgen in de werking van derivaten en de risicoposities van fondsen. Deze aanpassing is, in samenwerking met de sector, al begin 2011 in gang gezet. Cijfers op basis van deze aangepaste, en kwalitatief betere rapportages komen in mei 2012 beschikbaar.

Om gedetailleerd inzicht te krijgen in de manier waarop fondsen hun renteafdekking hebben vormgegeven is in juni vorig jaar door DNB een uitvraag gedaan onder 27 pensioenfondsen (gezamenlijk goed voor 79 procent van het belegde vermogen van de pensioensector).<sup>3</sup> Uit deze uitvraag bleek dat fondsen het renterisico gedeeltelijk afdekken. Gemiddeld genomen bedroeg het percentage van renteafdekking ongeveer 35 à 40 procent. Daarvan kan ongeveer 15 procentpunt worden toegeschreven aan renteswap(tion)s. 7 van de 27 fondsen maakten ook gebruik van renteswaptions. Bovendien bleek uit deze uitvraag dat pensioenfondsen in de afgelopen twee jaar niet significant meer of minder renterisico zijn gaan afdekken. Het grootste deel van het renterisico werd, op basis van deze uitvraag, overigens vooral afgedekt door in obligaties te beleggen.

Uit de uitvraag bleek voorts dat de gevoeligheid voor veranderingen van de korte rente (looptijden tot en met 5 jaar) feitelijk volledig is afgedekt; veelal via beleggingen in obligaties of andere rentegevoelige beleggingsinstrumenten. Tegenover de kasstromen van de technische voorzieningen in de eerste 5 jaar staat een min of meer gelijke hoeveelheid aan kasstromen van de rentegevoelige bezittingen. Voor looptijden vanaf 5 jaar tot en met 30 jaar neemt de renteafdekking geleidelijk af, terwijl er na een looptijd van 30 jaar sprake is van relatief weinig renteafdekking. Dat betekent dat voor lange looptijden de verplichtingen van pensioenfondsen gevoeliger zijn voor veranderingen in de rente dan de beleggingen. Met andere woorden, de dekkingsgraad van pensioenfondsen is daardoor gevoeliger voor bewegingen van de lange rente.

Overigens verschillen deze bevindingen sterk per pensioenfonds, afhankelijk van de mate van rente-afdekking. Zoals reeds opgemerkt, is de vraag of en in welke mate pensioenfondsen het

---

<sup>2</sup> Zie eveneens IPNederland, Derivaten stuwen pensioenvermogen, 27 maart 2012 en De Telegraaf, Derivaten spekken pensioenfondsen, 29 maart 2012.

<sup>3</sup> Zie DNBulletin, 8 juni 2011, Afdekking renterisico door Nederlandsen pensioenfondsen vereist adequaat liquiditeitsbeheer

renterisico willen afdekken ter beoordeling aan het fonds zelf. DNB beoordeelt vooral het integrale beleggingsbeleid in relatie tot de hierover wettelijk vastgelegde bepalingen<sup>4</sup>.

### **Toezicht op derivaten**

In het toezicht op het beleggingsbeleid van pensioenfondsen is er al veel aandacht voor beleggingen in complexe producten waaronder derivaten. De financiële risico's die uit derivaten voortvloeien, worden met behulp van onder meer beleggingsonderzoeken integraal beoordeeld en getoetst. Ook de operationele en beheersingsrisico's van rentederivaten worden in het toezicht beoordeeld.

Sinds 2009 heeft DNB via 26 diepgaande beleggingsonderzoeken bij individuele fondsen (met een belegd vermogen van ongeveer 500 miljard per ultimo 2011) gedetailleerd onderzoek gedaan naar het beleggingsbeleid van pensioenfondsen. Naast deze diepgaande onderzoeken verricht DNB ook thematisch onderzoek op het gebied van beleggingen, waarbij niet het gehele beleggingsbeleid in kaart wordt gebracht, maar wordt ingezoomd op een specifiek thema. In de afgelopen periode is bij nog eens 30 fondsen specifiek gekeken naar onder andere de waardering van, en de kwaliteit van de beheersomgeving bij innovatieve en illiquide beleggingen en de beheersing van het uitbestedingsrisico's bij vermogensbeheermandaten<sup>5</sup>. Naast deze diepgaande beleggingsonderzoeken en thematische beleggingsonderzoeken voert DNB in het lopende toezicht ook risicogebaseerde onderzoeken uit waarbij het beleggingsbeleid eveneens een rol speelt. Ook wordt veel informatie verkregen uit sectorbrede analyses, vaak op basis van de door pensioenfondsen in te vullen staten.

In de afgelopen jaren zijn concreet bij twee pensioenfondsen problemen geconstateerd met het gebruik van swaptions. Bij één pensioenfonds betrof het daarbij een gebrekkige beheersomgeving met name op het gebied van mandatering. DNB heeft daarbij kritische opmerkingen gemaakt. Inmiddels is dit mandaat beëindigd. Bij het tweede pensioenfonds betreft het naast problemen in de sfeer van de beheersomgeving ook een gebrek aan inzicht in de werking van de swaptions.

---

<sup>4</sup> Onder meer op basis van eisen die gesteld worden aan het beleggingsbeleid (artikel 135 PW (artikel 130 Wvb)), en eisen die gesteld worden aan integere en beheerste bedrijfsvoering (artikel 143 PW (artikel 138 Wvb) en de nadere uitwerking van deze artikelen in het Besluit FTK.

<sup>5</sup> De generieke bevindingen met betrekking tot het themaonderzoek innovatieve en illiquide beleggingen zullen in april worden gepubliceerd; de resultaten van het onderzoek naar de uitbestedingsrisico's bij vermogensbeheermandaten volgen later dit jaar.

Bij dit fonds heeft DNB onder meer gevraagd het rente-afdeckingsbeleid te expliciteren, een analyse te maken van de mate van rente-afdekking en aan te geven hoe de rente-afdekking met behulp van swaptions wordt bepaald. Dit dossier loopt nog. Als het fonds er niet in slaagt de beheersomgeving en het kennisniveau op een voldoende niveau te krijgen, zal DNB het fonds bewegen (het belang in) dit product af te bouwen.

De uitkomsten van de beleggingsonderzoeken benadrukken overigens het belang van deskundige fondsbesturen. Door de resultaten te delen met de sector en hier in het lopend toezicht aandacht aan te besteden, levert DNB een bijdrage aan het verbeteren van de kwaliteit van pensioenfondsbesturen. Bestuurders worden door DNB bovendien getoetst op deskundigheid, of kunnen bij gebleken gebrek aan deskundigheid worden hertoetst. In verschillende situaties heeft DNB geconstateerd dat binnen een pensioenfondsbestuur onvoldoende kennis aanwezig was van complexe beleggingsproducenten die werden toegepast en is na aandringen van DNB het kennisniveau op orde gebracht (bijvoorbeeld door de benoeming van deskundige bestuurders op het gebied van vermogens- en risicobeheer af te dwingen, of het voornemen een bestuurder te hertoetsen) of is de beleggingsportefeuille aangepast aan het kennisniveau van de bestuurders.

Sinds de inwerkingtreding van de beleidsregel deskundigheid in 2011 is het toetsingsproces verder verstevigd en wordt nog meer aandacht besteed aan deskundigheid van fondsbestuurders op onder meer het gebied van beleggingsproducent en beleggingsbeleid. Overigens is DNB in dit verband positief over de inspanningen van de sector zelf om de deskundigheid van pensioenfondsbesturen steeds verder te verbeteren. Tegelijkertijd is het nodig om op dit terrein verdere voortgang te boeken. De Wet Versterking bestuur pensioenfondsen die u aan de Tweede Kamer heeft voorgesteld, zal hier – zo is onze inschatting - ook een positieve bijdrage aan leveren.

Hopend u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd, maar graag tot beantwoording van aanvullende vragen bereid.

Hoogachtend,

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized first name followed by a long, horizontal, wavy line representing the surname.

2012/182243