

DE NEDERLANDSCHE BANK N.V.

**Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen**

*Beleidsregel van De Nederlandsche Bank N.V. van 1 augustus 2007, nr. Juza/2007/01410/IH, houdende uitgangspunten voor de beoordeling van het risicobeheer van alternatieve beleggingen van financiële ondernemingen en pensioenfondsen. (Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen)*

Alternatieve beleggingsvormen, zoals (paraplu) hedge fondsen en private equity, mogen zich in een groeiende belangstelling verheugen. Institutionele partijen beleggen een steeds groter deel van hun kapitaal in dergelijke vermogenscategorieën. De toenemende activiteit van institutionele beleggers in alternatieve beleggingen en de potentiële risico's die voortvloeien uit deze producten, rechtvaardigen specifieke aandacht vanuit het prudentieel toezicht op financiële ondernemingen en pensioenfondsen.

Als hulpmiddel bij de beoordeling van het risicobeheer van financiële ondernemingen en pensioenfondsen met betrekking tot alternatieve beleggingen heeft DNB een aantal uitgangspunten opgesteld. Deze uitgangspunten zijn in de onderhavige beleidsregel beschikbaar gesteld aan de sector vanuit de wens van DNB om openheid te betrachten over de wijze waarop zij haar toezicht vorm geeft.

De uitgangspunten richten zich op het risicobeheer met betrekking tot alternatieve beleggingen, in het bijzonder minder liquide en/of minder transparante beleggingsvormen met een hoog risicoprofiel. Het gaat daarbij voornamelijk om beleggingen door directe participatie in alternatieve beleggingsfondsen of participatie in paraplu fondsen <sup>1</sup>. Daarbij kan worden gedacht aan beleggingen in private equity of hedgefondsen, maar ook aan andere vormen van alternatieve beleggingen, zoals infrastructuur, microkredieten, etc. Dit document is als zodanig vooral relevant voor het toezicht op banken, beleggingsondernemingen <sup>2</sup>, verzekeraars en pensioenfondsen.

## 1.1 Karakter van het toezicht

### 1.1.1 *Juridisch kader*

De relevante regelgeving met betrekking tot het risicobeheer van alternatieve beleggingen is onder meer te vinden in de Wet op het financieel toezicht (Wft), de Pensioenwet en in de Wet verplichte beroepspensioenregeling en spitst zich toe op het beleggingsbeleid, uitbesteding en bedrijfsvoering. De bepalingen met betrekking tot bedrijfsvoering en uitbesteding zijn voor wat betreft banken, beleggingsondernemingen en verzekeraars opgenomen in de artikelen 3:17 tot en met 3:18a van de Wft en in paragraaf 4.2 (Risicomanagement) en de (overige bepalingen van de) hoofdstukken 4 en 5 van het Besluit prudentiële regels Wft.

Voor pensioenfondsen zijn deze regels opgenomen in de artikelen 34 en 143 van de Pensioenwet respectievelijk de artikelen 43 en 138 van de Wet verplichte beroepspensioenregeling, hoofdstuk 4 van het Besluit uitvoering Pensioenwet en Wet verplichte beroepspensioenregeling en paragraaf 8 van het Besluit financieel toetsingskader pensioenfondsen.

Deze beleidsregel vloeit mede voort uit de Europese Pensioenrichtlijn en de nieuwe pensioenwetten, die uitgaan van het 'prudent person'-beginsel. Alternatieve beleggingen zijn toegestaan zolang ze aan dit beginsel voldoen. Voor verzekeraars geldt een soortgelijke benadering waarbinnen alternatieve beleggingen als dekking voor de technische voorzieningen onder voorwaarden zijn toegestaan. Van banken en beleggingsondernemingen wordt uit hoofde van de tweede pijler van Bazel 2 verwacht dat zij al hun risico's, waaronder risico's die voortvloeien uit alternatieve beleggingen, adequaat beheersen.

### 1.1.2 *Principles based toezicht*

DNB houdt toezicht aan de hand van een principles based benadering. In het toezicht op het risicobeheer van alternatieve beleggingen kan daardoor worden ingespeeld op het brede scala aan alternatieve beleggingsmogelijkheden en de daaruit voortvloeiende verschillen in de

<sup>1</sup> In toenemende mate verstrekken institutionele beleggers ook vreemd vermogen aan alternatieve beleggingsfondsen (bijvoorbeeld door participatie in een syndicaat, dan wel door beleggingen in gesecuritiseerde leningen). De uitgangspunten richten zich niet op de specifieke risico's van dergelijke constructies. Het document richt zich evenmin op bancaire kredietverlening.

<sup>2</sup> Voor beleggingsondernemingen is deze beleidsregel alleen relevant, voor zover op deze ondernemingen de solvabiliteitsregels van Bazel 2 (dan wel – tot 1 januari 2008 – de regels van Bazel 1) van toepassing zijn.

uitwerking van het risicobeheer. Consequentie van een principes based benadering is dat financiële ondernemingen respectievelijk pensioenfondsen zelf hun beleggingsbeleid met betrekking tot alternatieve beleggingen op een verantwoorde manier invullen. In onderhavige beleidsregel worden de principes, zoals deze zijn vastgelegd in wet- en regelgeving, vertaald in een aantal uitgangspunten die DNB hanteert bij de beoordeling of door financiële ondernemingen respectievelijk pensioenfondsen aan deze principes wordt voldaan. De uitgangspunten beslaan verschillende deelgebieden, zoals het (strategisch) beleggingsbeleid, het beleid met betrekking tot uitbesteding en communicatie.

#### 1.1.3 *Dialogoog*

Het is de verantwoordelijkheid van de financiële onderneming of het pensioenfonds om het risicobeheer met betrekking tot alternatieve beleggingen op een adequate wijze vorm te geven en aan de wettelijke bepalingen te voldoen. De toezichthouder (DNB) zal met behulp van de in deze beleidsregel beschreven uitgangspunten beoordelen of de financiële onderneming of het pensioenfonds haar risicobeheer van alternatieve beleggingen adequaat heeft ingevuld. Het is aan de financiële ondernemingen en de pensioenfondsen om, in dialogoog, aan de toezichthouder aan te tonen dat dat het geval is of (in geval van tekortkomingen) dat het risicobeheer op korte termijn op een adequaat niveau zal worden gebracht.

De uitgangspunten zijn opgesteld als intern hulpmiddel voor toezichthouders en beogen aanknopingspunten te bieden voor de dialogoog met de betrokken financiële ondernemingen en pensioenfondsen. Het betreft een verzameling aandachtspunten en 'best practices'. Financiële ondernemingen en pensioenfondsen kunnen afwijken van de uitgangspunten en best practices als de omstandigheden daartoe aanleiding geven en het risicobeheer daardoor op een passender wijze kan worden ingevuld (zoals beoogt door wet- en regelgeving). Overeenkomstig kan er ook sprake zijn van aspecten die juist een verdergaande invulling van het risicobeheer rechtvaardigen. De uitgangspunten zijn noch een noodzakelijke, noch een voldoende voorwaarde voor het voldoen aan de regelgeving, maar zullen naar inschatting van DNB in veel praktijksituaties goed werken.

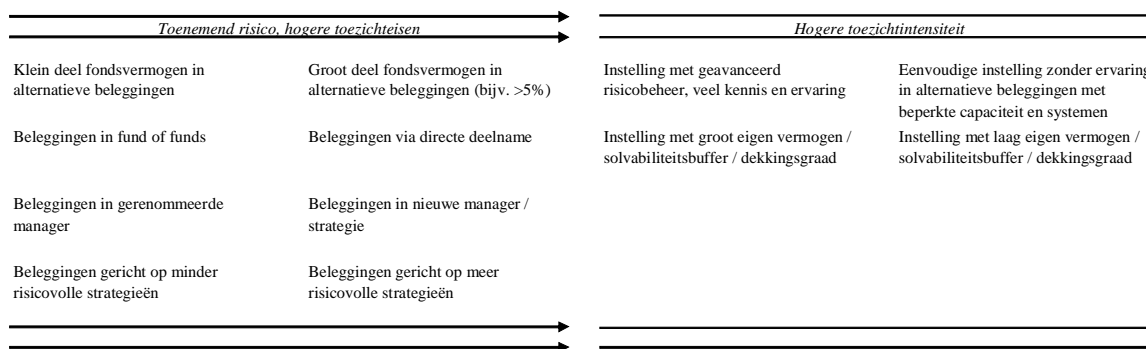
#### 1.1.4 *Proportionaliteit*

Een belangrijk aspect bij de beoordeling vormt het proportionaliteitsbeginsel. Hiermee wordt bedoeld dat de invulling van het risicobeheer met betrekking tot alternatieve beleggingen aansluit op de specifieke situatie bij een financiële onderneming respectievelijk pensioenfonds en de vorm en aard van de uit alternatieve beleggingen voortvloeiende risico's. Dit betekent niet dat aan kleine, eenvoudige financiële ondernemingen en pensioenfondsen lagere eisen worden gesteld. Wel zal er tussen financiële ondernemingen respectievelijk pensioenfondsen een verschil zijn in de praktische invulling van het risicobeheer.

#### 1.1.5 *Risicogebaseerd toezicht*

Overeenkomstig de uitgangspunten van risicogebaseerd toezicht zal, zoals wordt geïllustreerd in figuur 1.1.5, de toezichtsinspanning van DNB zich daar concentreren waar de kans op problemen het grootst is en waar de impact van problemen naar verwachting het grootst zal zijn.

Figuur 1.1.5



### 1.1.6 *Uitbesteding*

In veel gevallen kan ook met betrekking tot risicobeheer sprake zijn van een meer of mindere mate van uitbesteding van activiteiten door financiële ondernemingen en pensioenfondsen. Van uitbesteden is sprake indien een financiële onderneming of een pensioenfonds werkzaamheden laat verrichten door derden, waaronder ook worden verstaan andere ondernemingen binnen de groep waartoe de financiële onderneming behoort. Bijvoorbeeld het uitbesteden van bepaalde administratieve verrichtingen met betrekking tot het beheer van portefeuilles. In het geval van uitbesteding dient de financiële onderneming of het pensioenfonds er zorg voor te dragen dat de derde de op de financiële onderneming of pensioenfonds van toepassing zijnde regels naleeft. Daarbij blijft de uitbestedende financiële onderneming of het pensioenfonds dus zelf verantwoordelijk voor de adequate invulling van het risicobeheer. In het geval van uitbesteding zal er bij de invulling van het risicobeheer van de financiële onderneming of het pensioenfonds zelf een grotere focus liggen op de selectie, de totstandkoming van een goed uitbestedingscontract, de beoordeling en de monitoring van (de risicobeheersingsprocessen van) de partijen waaraan taken zijn uitbesteed.

Voor de toezichthouder blijft de financiële onderneming respectievelijk het pensioenfonds zelf het aanspreekpunt. Uitgangspunt is dat de financiële onderneming of het pensioenfonds ‘in control’ is. Daarbij staat onder meer de vraag centraal hoe de wordt gewaarborgd dat de partij waar zij haar taken aan uitbesteedt, zorg draagt voor een (voor de financiële onderneming of pensioenfonds) adequate invulling van het risicobeheer voor de aan haar gedelegeerde taken. Daarnaast dient uiteraard het risicobeheer op het niveau van de financiële onderneming of het pensioenfonds zelf toereikend te zijn. Indien in het toezicht, op grond van informatie die is verkregen van de uitbestedende financiële onderneming of pensioenfonds, of op andere wijze niet kan worden vastgesteld dat ten aanzien van de uitbestede werkzaamheden kan worden voldaan aan de verplichtingen van een adequate invulling van het risicobeheer, kan verder onderzoek worden gedaan bij de partijen waar taken aan gedelegeerd zijn. Echter, slechts indien niet op andere wijze vastgesteld kan worden of sprake is van een adequaat risicobeheer.

## 1.2 **Overige aandachtspunten**

- Hoewel de uitgangspunten expliciet de aandacht vestigen op de risico's van alternatieve beleggingen, is daarmee niet gezegd dat een (beperkte) allocatie naar alternatieve beleggingen automatisch gepaard zal gaan met een buitenproportionele stijging van het risicoprofiel. Ook worden niet alle alternatieve beleggingsvormen gekenmerkt door een hoog risicoprofiel of illiquiditeit. ‘Traditionele’ beleggingsvormen kunnen intrinsiek even, of zelfs meer, risicovol zijn.
- De uitgangspunten maken geen expliciet onderscheid tussen verschillende beleggingscategorieën. Hoewel alternatieve beleggingsvormen niet zomaar onder een noemer te brengen zijn, bestaan er grote overeenkomsten in het risicobeheer. Vandaar dat het risicobeheer geïntegreerd en in algemene termen wordt behandeld.

## 2 ACHT UITGANGSPUNTEN VOOR DE BEOORDELING VAN HET RISICOBEBEER VAN ALTERNATIEVE BELEGGINGEN VAN FINANCIËLE ONDERNEMINGEN EN PENSIOENFONDSEN

### Karakteristieken van alternatieve beleggingen

► *Uitgangspunt 1: Bij de beoordeling van alternatieve beleggingen wordt op adequate wijze rekening gehouden met de specifieke risico- en rendementskenmerken van deze beleggingen.*

Alternatieve beleggingen worden veelal gekenmerkt door een afwijkend, asymmetrisch risicoprofiel, beperkte transparantie en illiquiditeit. Fondsen hanteren vaak minimale holding- en notice-periodes. Daarnaast zijn closed-end fondsstructuren doorgaans minder liquide dan open-end fondsen.

Historische rendementscijfers zijn vaak vertekend of niet representatief. Daarnaast is een aantal risico's in het bijzonder relevant voor alternatieve beleggingen: liquiditeitsrisico, operationeel risico, reputatierisico en risico's voortvloeiend uit uitbesteding. Traditionele risicomaatstaven geven daarom veelal geen adequaat en volledig beeld van de risico's van alternatieve beleggingen.

### Portefeuillebeleid

► *Uitgangspunt 2: Alternatieve beleggingen passen binnen de integrale strategie van de financiële onderneming respectievelijk het pensioenfonds. Daarbij wordt rekening gehouden met het totale risicoprofiel van de financiële onderneming of het pensioenfonds, inclusief de verhouding tussen de alternatieve beleggingen enerzijds en de totale beleggingsportefeuille en de aard en omvang van de verplichtingen anderzijds.*

Door het gebruik van passende infrastructuur (capaciteit, systemen) kan met de afwijkende karakteristieken van alternatieve beleggingen rekening worden gehouden. Aan de hand van risico analyses kan worden onderzocht of alternatieve beleggingen aansluiten bij de aard en omvang van de verplichtingen. Andere aspecten die een rol spelen bij strategische beleggingskeuzes zijn: de beleggingsstructuur (paraplufonds of eigen beheer), de vereiste liquiditeit, kosten, maar ook het benodigde kennisniveau. De benodigde kennis kan deels worden bereikt door inschakeling van externe partijen.

► *Uitgangspunt 3: Financiële ondernemingen en pensioenfondsen beoordelen periodiek of er sprake is van een adequate spreiding over beleggingsstrategieën om te vermijden dat er ongewenste concentraties in de portefeuille optreden.*

Afdoende spreiding van de beleggingen is essentieel, zowel binnen de totale portefeuille als binnen de portefeuille van alternatieve beleggingen. In het strategische beleggingsbeleid kunnen de beoogde rendement- en risicokarakteristieken van de beleggingen van tevoren worden vastgesteld, inclusief de beoogde mate van risicospreiding. In het selectieproces van de alternatieve beleggingen kan vervolgens aansluiting worden gezocht bij het strategische beleggingsbeleid. Daarbij spelen naast kwantitatieve factoren, ook kwalitatieve factoren een rol.

### Due diligence

Alternatieve beleggingsfondsen zijn vaak offshore gevestigd en staan niet of nauwelijks onder toezicht. Mede daarom kan een adequaat due diligence onderzoek van overwegend belang zijn. Het due diligence onderzoek is de belangrijkste processtap met betrekking tot beleggingen in alternatieve beleggingsfondsen en vereist specifieke expertise.

► *Uitgangspunt 4: De financiële onderneming respectievelijk het pensioenfonds analyseert (periodiek) het risicoprofiel van de beleggingsstrategieën en de capaciteiten van beheerders van fondsen waarin is / zal worden geïnvesteerd. Deze analyse is gebaseerd op tijdige en afdoende informatie over de betreffende fondsen en hun beheerders, zodat een onafhankelijke beoordeling mogelijk is.*

Het is onmogelijk om een totaaloverzicht te geven van alle aspecten die aandacht verdienen in het due diligence proces. Het gaat om het totaalbeeld. Wel zijn de aandachtspunten grofweg onder te verdelen in: personen, processen en performance. Due diligence omvat daarnaast een beoordeling van fiscale en juridische aspecten van de beoogde beleggingen. Bij de evaluatie van personen wordt zowel gekeken naar management als medewerkers. Een belangrijk aspect daarbij vormt het integriteitsrisico. Bij de beoordeling van processen wordt onder meer

aandacht besteed aan de organisatie van het beleggingsfonds, het risicobeheer, het beleggingsproces en de processen rondom eventuele uitbesteding aan derden. Een evaluatie van de performance omvat, indien mogelijk, een analyse van het track record van het management. Een belangrijk aspect daarbij is de wijze waarop de fondswaardering tot stand komt. De kwaliteit van de verstrekte informatie is van groot belang.

► *Uitgangspunt 5: De door (paraplu)fondsen aangeleverde rapportages hanteren adequate waarderingsgrondslagen, worden tijdig aangeleverd en kennen voldoende kwaliteitswaarborgen bij de totstandkoming. Er is voldoende informatie over de onderliggende fondsen voorhanden bij financiële ondernemingen respectievelijk pensioenfondsen.*

Indien sprake is van participatie in paraplufondsen, dan speelt in de due diligence nog een aantal extra aspecten, voortvloeiend uit de introductie van de extra managementlaag.

► *Uitgangspunt 6: Een beoordeling van paraplufondsen omvat mede een oordeel over de kwaliteit van het risicobeheer van de paraplufondsbeheerder en de door de beheerder gehanteerde standaarden en gedragsnormen.*

### Contractvoorwaarden en monitoring

► *Uitgangspunt 7: Alternatieve beleggingen kunnen niet zonder adequate contractvoorwaarden. In het algemeen betreffen deze: een duidelijke limitering van risico's, de bij overschrijdingen te nemen maatregelen, adequate informatieverstrekking, een heldere beschrijving van lock-up periodes en voorwaarden voor ontbinding en beëindiging. De contractvoorwaarden worden op systematische wijze bewaakt (P7).*

Een optimale set van contractvoorwaarden valt op voorhand niet te geven. Centraal staat de eis dat een financiële onderneming of een pensioenfonds in staat moet zijn haar eigen risicobeheer adequaat in te vullen. Uiteindelijk dient de financiële onderneming of het pensioenfonds tot een constellatie van afspraken te komen waarmee de financiële onderneming of het pensioenfonds als geheel 'in control' is. Door een 'limited liability' structuur te waarborgen, wapent een financiële onderneming en een pensioenfonds zich tegen aansprakelijkheidsrisico's.

Alternatieve beleggingen kunnen niet worden beschouwd als passieve beleggingen. Om zo flexibel mogelijk te kunnen opereren in de financiële markten zien veel alternatieve beleggingsfondsen in hun prospectussen af van het geven van een heldere afbakening van de te volgen strategieën. Door de prestaties van het fonds(management) frequent en actief te volgen en te verifiëren of gemaakte afspraken worden nagekomen, kan, indien nodig, waar mogelijk tijdig worden ingegrepen. De mogelijkheid tot adequaat ingrijpen kan grote verliezen voorkomen en verdient daarom aandacht in zowel het selectie- als monitoringproces. Naarmate de fondsstructuur actief ingrijpen bemoeilijkt en de liquiditeit van de beleggingen beperkter is, neemt het belang van adequate due diligence en controle mechanismen toe. Het monitoringproces betreft niet alleen beleggingsaspecten maar ook operationele zaken.

Wanneer een financiële onderneming of pensioenfonds participeert in een paraplufonds, wordt het monitoringproces deels uitbesteed. In dat geval verschuift de focus van de financiële onderneming of het pensioenfonds van de onderliggende fondsen naar het paraplufonds.

### Communicatie

Ten slotte wordt opgemerkt dat de werkwijze van alternatieve beleggingsfondsen onderwerp is van maatschappelijke discussie. Sommige partijen hebben de naam uit te zijn op korte termijn financieel gewin zonder aandacht te hebben voor bredere, lange termijn belangen. Het gevaar bestaat dat dit negatieve beeld afstraalt op eindbeleggers in deze fondsen.

► *Uitgangspunt 8: Ten behoeve van een adequate beheersing van het eigen reputatierisico van de financiële onderneming respectievelijk het pensioenfonds, wordt in de communicatie naar belanghebbenden op heldere en toegankelijke wijze aandacht besteed aan de motivatie van het beleid met betrekking tot beleggingen in alternatieve beleggingsvormen en de doelen die daarmee worden nagestreefd.*

Een solide beleggingsbeleid staat hierbij voorop. Beleggingsbeslissingen kunnen lastig zijn om te communiceren, maar tegelijkertijd ook wenselijk of noodzakelijk zijn.

### 3. SLOTBEPALINGEN

Deze beleidsregel wordt aangehaald als: Beleidsregel uitgangspunten beoordeling risicobeheer van alternatieve beleggingen.

Deze beleidsregel zal op de website van De Nederlandsche Bank N.V. ([www.dnb.nl](http://www.dnb.nl)) worden geplaatst. Van deze plaatsing zal mededeling worden gedaan in de Staatscourant.

De Nederlandsche Bank N.V.,

mr. D.E. Witteveen  
Directeur