

# CRISISPLAN

Het grotere plan achter het crisisplan voor pensioenfondsen



# Crisisplan

---

## Het grotere plan achter het crisisplan voor pensioenfondsen

Onder eindredactie van Kees Koedijk en Alfred Slager

# Inhoudsopgave

---

Voorwoord	<b><u>4</u></b>
Inleiding	<b><u>5</u></b>
1. Wat is een crisis? Dirk Schoenmaker	<b><u>8</u></b>
2. Hoe gaan crises zich ontwikkelen? Advies over de aanpak Jaap van Dam	<b><u>12</u></b>
3. Crisisplan en economische scenario's Martijn Vos	<b><u>14</u></b>
4. Liquiditeitsproblemen Jelle Beenen	<b><u>18</u></b>
5. Dekkingsgraad en pensioenfondsdilemma's Jelle Mensonides	<b><u>21</u></b>
6. Risicomanagement in crisistijd Geraldine Leegwater	<b><u>24</u></b>
7. Pensioenfondsbestuur in crisistijd Kees Koedijk en Alfred Slager	<b><u>27</u></b>
8. Over rollen en verantwoordelijkheden Jan Bertus Molenkamp	<b><u>30</u></b>
Bijlage	<b><u>32</u></b>
Biografieën	<b><u>33</u></b>

*Dit werk is gelicenseerd onder een [Creative Commons Naamsvermelding-NietCommercieel 3.0 Nederland licentie](#), 5 maart 2012*

ISBN (eBook): 978-90-818858-0-5

Disclaimer: Deze publicatie wordt met de grootst mogelijke zorg samengesteld. Toch kan het voorkomen dat er onvolkomenheden in de informatie zitten. Mocht dit het geval zijn, dan stellen we het erg op prijs hierop geattendeerd te worden via [a.slager@tilburguniversity.edu](mailto:a.slager@tilburguniversity.edu). Aan de gegevens, zoals die in de publicatie worden weergegeven, kunnen geen rechten worden ontleend. De artikelen vertegenwoordigen de visie van de auteurs, en zijn geschreven op persoonlijke titel.

Waarom blijven de beste inzichten en adviezen zo vaak binnen de bestuurskamer?

Deze verzuchting van een bestuurder over het op te leveren crisisplan was voor ons de aanleiding voor dit project. Hoe kunnen we snel praktische termijn inzichten verzamelen om pensioenfondsbestuurders en hun ondersteuning te helpen beter beleid, en daarmee betere beslissingen te maken over dit onderwerp. Dit bracht ons op het spoor om een elektronisch boek hierover te publiceren, met als uitgangspunt dat de zo'n publicatie interessanter voor bestuurders wordt als er meerdere auteurs aan bijdragen met interessante, uiteenlopende insteken.

Grote dank gaat daarom allereerst uit naar de auteurs. Hun inzichten zijn waardevol en veelgevraagd, en juist daarom is hun tijd schaars geweest. Desondanks zegden zij enthousiast toe; illustratief voor hun betrokkenheid om discussies in de pensioensector verder te helpen en problemen op te lossen. Dank gaat uit naar Jan Bertus Molenkamp, Geraldine Leegwater, Dirk Schoenmaker, Jelle Mensonides, Jelle Beenen. Martijn Vos en Jaap van Dam.

Het project is tevens een ontdekkingstocht naar hoe we informatie kunnen bundelen en delen, waarbij we zoveel mogelijk gebruikmaken wat nieuwe media te bieden hebben. Dank gaat uit naar Reggy van den Bosch, die dit project enthousiast getrokken heeft, en Eelko Lommers, Maarten Horden en Anja Schellekens. Het idee opvatten een e-book op te stellen is makkelijker gezegd dan gedaan. Zij hebben bergen verzet met het ontwikkelen van het e-book.

Opmerkingen, suggesties over hoe de aanpak van dit e-book pensioenfondsen verder kunnen helpen zijn van harte welkom; zowel het e-book project als het onderwerp over het crisisplan zijn immers werk in uitvoering.

Tot slot: dit e-book is gratis en in meerdere bestandsformaten beschikbaar. Doel is dat het zoveel mogelijk pensioenfondsbestuurders en hun staf bereikt; we juichen een zo breed mogelijke verspreiding dan ook van harte toe.

**Alfred Slager en Kees Koedijk**

[a.slager@tilburguniversity.edu](mailto:a.slager@tilburguniversity.edu)

**Kees Koedijk en Alfred Slager**

*Wat hebben pensioenfondsen, brandweer, en luchtmacht met elkaar gemeen in 2012? Een crisisplan; een draaiboek om te handelen als financiële markten en economie in onverwacht hoog tempo verslechteren. Goed voorbereid zijn is immers het halve werk. Pensioenfondsen moeten een financieel crisisplan opstellen vóór mei 2012. Dat staat in de nieuwe beleidsregel van De Nederlandsche Bank (DNB). In het crisisplan moet staan wat een fonds voor maatregelen kan treffen als de dekkinggraad onder een bepaald minimum zakt. Het opstellen van een plan is in volle gang door bestuurders. De beleidsregel benoemt onderwerpen die uitgewerkt moeten worden in het plan; aangevuld met de door DNB opgestelde 'good practices'.*

Deze publicatie adresseert vragen die in discussies en uitwerking met bestuurders naar voren gekomen zijn, om hen te helpen in de beleidsontwikkeling voor het crisisplan. Voor deze publicatie hebben negen auteurs, met een lange staat van dienst in beleggen, pensioenfondsenbeheer of wetenschap, een bijdrage geleverd. Het onderwerp wordt hiermee vanuit verschillende, praktische, inzichten belicht.

## Duiding van de crisis en beleidsontwikkeling

Een crisis komt niet uit de lucht vallen. Voordat de effecten van een crisis beperkt of misschien zelfs vermeden kunnen worden, is een diepere kennis van het begrip crisis op zijn plaats. Dirk Schoenmaker (hoofdstuk 1) laat zien hoe de crisis zich ontwikkelt, waarbij de ontwikkeling van de economische conjunctuur en financiële crises aan elkaar gekoppeld zijn. Door expansie en inkrimping van beschikbaar krediet heeft het financiële systeem een procyclische werking: in goede tijden worden risico's onderschat, en in slechte overschat. Door in goede tijden extra buffers op te bouwen, kan het procyclische effect op de dekkinggraad beperkt worden. Belangrijk is ook alle informatie te verzamelen die iets zeggen over een op handen zijnde crisis. Jaap van Dam pleit in hoofdstuk 2 voor een brede kijk op crises en voor het verder kijken dan alleen economische en financiële indicatoren. Ook is het van belang, zo stelt hij, om niet alle energie te steken in het voorspellen op basis van de opbouw en ontwikkeling van vorige crises: elke crisis is immers anders, en ons vermogen om te voorspellen kleiner dan we zelf denken. Tenslotte pleit Jaap van Dam voor het vooraf bepalen van welke actie in welke situatie moet worden genomen, waarbij hij direct aantekent dat dit moeilijk is en vooral veel discipline vergt. Deze aanbeveling komt terug bij veel van de andere auteurs.

Voorspellen van een volgende crisis ligt niet in ons vermogen; wel een zo goed mogelijke voorbereiding door realistisch te simuleren. Martijn Vos beargumenteert in hoofdstuk 3 dat een crisisplan gezien moet worden als een nuttig instrument om besluiten, beleid en communicatie bij een fonds verder te verbeteren. Het werken met Asset Liability Management (ALM) en scenario-analyses in het crisisplan is daarbij waardevol, met de kanttekening dat de scenario-analyses een beter beeld geven als ze niet met vaste, maar met veranderende, parameters worden berekend. Zo kunnen economische en financiële cycli realistischer gesimuleerd worden, en de gevolgen ervan voor een pensioenfonds tastbaar gemaakt worden. Een crisisplan moet ook tastbaar genoeg zijn om gesimuleerd te kunnen worden met een aantal historische periodes, en recht doen aan de discussies bij de besturen. Er moet ook aandacht zijn voor de kansen op herstel, een aandachtspunt dat Jelle Mensonides in hoofdstuk 5 ook naar voren brengt.

## Risicobeheersing

De rol van analyse en simulatie wordt ook door Jelle Beenen benadrukt in zijn bijdrage over liquiditeitsproblemen (hoofdstuk 4). Een pensioenfonds heeft langetermijnverplichtingen, maar dat maakt hem nog niet tot een langetermijnbelegger. Een pensioenfonds heeft ook kortetermijnverplichtingen, omdat er pensioenen betaald moeten worden, derivatenposities afgerekend, onderpand geleverd, of zogenaamde commitment calls moeten worden gehonoreerd. In het ergste geval wordt er beroep gedaan op het fonds om te betalen op het moment dat de beleggingen het laagst gewaardeerd worden, waardoor beleggingen tegen onaantrekkelijke prijzen verkocht moeten worden. Voorbereiding is ook hier het halve werk. Het fonds kan een liquiditeitsprognose opstellen, waarbij – met alle onzekerheden omgeven – een inschatting gemaakt kan worden met welke kans men aanspraak moet maken op betalingen. De uitkomst moet zijn dat de bronnen van liquiditeit de aanspraken ruimschoots overtreffen.

In de uitwerking van het crisisplan loopt het bestuur tegen allerlei dilemma's aan. Een door fondsen als lastig ervaren afweging is het vaststellen van een kritische dekkingsgraad, ook wel 'pijngrens' genoemd. De Commissie Beleggingsbeleid en Risicobeheer (beter bekend als de Commissie Frijns) en de Beleidsregel Crisisplan bepleiten vaststelling hiervan. Jelle Mensonides beargumenteert dat vaststelling echter nog niet zo eenvoudig is. Het bewust benoemen van de pijngrens kan een stimulans zijn om pijnlijke herstelmaatregelen niet uit te stellen. De uitdaging is echter die pijngrens met de verschillende belanghebbenden van een pensioenfonds te benoemen. Tenslotte waarschuwt Jelle Mensonides dat in het proces van het zoeken van de pijngrens pragmatisme past. Zo heeft de verdisconteringsvoet die nodig is voor het berekenen van de verplichtingen en daarmee de dekkingsgraad zijn eigenaardigheden.

Kritische dekkingsgraden zijn een zichtbare uiting van het strategische risicomanagement van een pensioenfonds. In een plan om een crisis te doorstaan is het volgens Geraldine Leegwater (hoofdstuk 6) van belang om de risico's zo goed mogelijk te beheersen. Belangrijk daarbij is vooraf een onderscheid te maken naar beleggingsrisico's waar een verwachte beloning tegenover staat, en risico's waarbij dat niet het geval is. Het bestuur kan het nodige zelf doen in de beheersing. Zo kan zij complexe voorstellen terugbrengen tot eenvoudigere varianten met vergelijkbare resultaten. De kernvraag is relatief eenvoudig: wat kost het reduceren van een eenheid renterisico of aandelenrisico? Bewuste afweging en voorbereiding zijn ook hier belangrijke stappen: bij welke dekkingsgraad wordt het strategisch beleggingsbeleid herijkt, en met welke criteria? Tenslotte, in aanvulling op de discussie die Jelle Mensonides aansnijdt, maakt Geraldine Leegwater aannemelijk dat alleen gesproken en gestuurd kan worden over een harde ondergrens, als het bestuur bereid is om het opwaartse potentieel van risico te beperken. De keerzijde van risico's mijden blijft beperking van rendement.

## Beslissen, rollen en verantwoordelijkheden

Besturen is mensenwerk, en besturen in crisistijd zet besturen onder spanning. In de beleidsregel van DNB wordt daarom aandacht gevraagd voor het besluitvormingsproces. Formele stappen zijn van belang, maar evenzo het functioneren van bestuur als een groep van personen of team. Kees Koedijk en Alfred Slager wijzen in hoofdstuk 7 op de afkeer tegen verlies nemen; iets wat zowel voor een individuele belegger als voor een bestuur opgeld doet. Vooraf expliciet benoemen wat er moet gebeuren is een beproefd recept vanuit de economische psychologie. Vermijdbaar is ook op het dieptepunt van de crisis een discussie binnen bestuur, of met de uitvoerder voeren over de uitgangspunten van het beleggingsbeleid. Herbalanceren, mean reversion, actief management en risicopremies worden vaak op het slechtste moment denkbaar ter discussie gesteld. Een goed begrip vooraf, een gedeelde definitie van beleggingsuitgangspunten met de uitvoerder, en het tastbaar maken van de consequenties van de uitgangspunten zoals Martijn Vos bepleit in het simuleren van het crisisplan met historische perioden, zullen misschien meer bijdragen aan

de besluitvorming van het verder opschroeven van de deskundigheidseisen. Veel pensioenfondsen hebben hun vermogen (gedeeltelijk) uitbesteed, en verschillende organen, waardoor informatievoorziening en besluitvorming grondig maar ook langzaam kunnen verlopen, te langzaam voor een crisis. Jan Bertus Molenkamp vraagt daarom in hoofdstuk 8 aandacht voor de rollen en verantwoordelijkheden in het crisisplan. Afsproken moet worden wanneer een crisis in werking treedt. Om de besluitvorming effectief in te richten is een crisisteam met eigen beslissingsbevoegdheid te prefereren, waarbij de focus ligt op het bestrijden van de directe effecten. Als deze rollen worden uitgewerkt, dan moeten duidelijke afspraken gemaakt worden tussen fonds en uitvoerder. De uitvoerder speelt in de informatie en analysefase een belangrijke rol.

## Samenvatting aanbevelingen

### Goed begrip van de eigen situatie en omgeving

- Neem alle signalen die informatie kunnen bevatten over een op handen zijnde crisis serieus: zorg voor een brede kijk op een crisis. Denk na over relaties tussen mogelijke crises. Denk in termen van kans maal verwachte impact; bedenk in hoeverre een crisis (on)verwacht is.
- Ken je risico's. Hoe werken financiële variabelen uit op vermogen en verplichtingen?
- Gaat het over risico's waar naar verwachting een risicopremie tegenover staat of om risico's die naar verwachting niets opleveren? Beide typen risico vragen om een andere aanpak!
- Risico staat voor onzekerheid. Zodra onzekerheid zeker is geworden, vormt het geen risico meer. Dit betekent dat risico's niet uitgesloten kunnen worden. Het instellen van beheersmaatregelen om risico's te reduceren wel.

### Goede besluitvorming betekent voorbereiding en explicitering vooraf

- Benoem in het plan expliciet wat er moet gebeuren in welk scenario. Hiermee voorkom je uitstelgedrag en het vermijden van moeilijke beslissingen. Voordeel is dat er een automatische piloot is: als de dekkingsgraad daalt, dan bouwen we aandelen af zodat de kans op een dekkingsgraad onder de 90 gelijk blijft. Een bestuur formuleert zo vooraf een standaard aanpak voor zichzelf, en wordt door het instellen van deze 'regels' gedwongen beargumenteerd af te wijken. Een motivatie is niet nodig en maakt snel handelen mogelijk.
- Denk na over de criteria wanneer een crisisplan in werking moet treden en welke stappen genomen moeten worden. Zorg dat alle belanghebbenden vooraf op de hoogte zijn van crisisscenario's en instrumenten.
- Een crisisplan is pas serieus te nemen als er aandacht is voor herstel en de kansen op herstel.
- Roep een crisisteam in het leven. Het crisisteam heeft mandaat om zelf noodzakelijke besluiten te nemen. Expliciteer vooraf welke onderdelen van het fonds en de organisatie in actie moeten komen. Maak helder wat je van je business partners verwacht tijdens een crisis.
- Formuleer expliciete uitgangspunten voor het beleggingsbeleid. Besef dat deze uitgangspunten onder druk komen tijdens een crisis en dat het uitspreken van de uitgangspunten vooraf paniekbepalingen voorkomt. Motiveer beleggingsbesluiten met duidelijke voorwaarden voor wanneer, en in welke gevallen, het besluit geëvalueerd moet worden. Zo kan het bestuur met een realistischere mindset de crisis beheersen.
- Voorkom zoveel mogelijk dat betalingen die voortkomen uit kortetermijnverplichtingen resulteren in verkoop tegen onaantrekkelijke prijzen. Analyseer liquiditeitsituaties in stress-scenario's. Het is zaak van tevoren mogelijke scenario's met betrekking tot liquiditeit goed te doordenken en maatregelen te nemen.
- Bedenk vooraf onder welke voorwaarden een crisis "afgelopen" is.

# 1. Wat is een crisis?

**Dirk Schoenmaker**

*Een financieel crisisplan geeft aan wat het pensioenfonds van plan is te doen als het in een crisissituatie ruim onder de minimale dekkinggraad van 105 procent terecht komt. Een pensioenfonds kan door verschillende oorzaken in een crisis terechtkomen. Financiële crises vormen de grootste bedreiging voor pensioenfonds, maar wat is een crisis en hoe ontwikkelt deze zich?*

## Financiële crises

Financiële crises vinden hun oorzaak veelal in de economie. Minsky's financiële instabiliteitshypothese verbindt de conjunctuur rechtstreeks aan financiële crises (Minsky, 1986). In het model van Minsky gaan er exogene gebeurtenissen vooraf aan een crisis die de economie een positieve impuls geven. Denk aan een uitvinding (bijvoorbeeld de doorbraak van het internet die aanleiding was voor de internetzeepbel), of een abrupte verandering van economisch beleid waarover beleggers enthousiast zijn (bijvoorbeeld blijvend lage inflatieverwachtingen in de laatste financiële crisis). Deze schokken vormen de start van een opwaartse beweging.

Minsky onderscheidt vijf stadia in de cyclus van een hoog- naar een laagconjunctuur:

1. Kredietexpansie, gekenmerkt door stijgende prijzen van activa (aandelen, huizen)
2. Euforie, gekenmerkt door overmatige handel
3. Tegenspoed, gekenmerkt door onverwachte faillissementen
4. Neergang, gekenmerkt door liquidaties
5. Paniek, gekenmerkt door de vlucht in veilige activa (geld, overheidspapier, goud)

De positieve impuls zet de hoogconjunctuur in gang, gefinancierd door krediet. Als de conjunctuur doorzet naar euforie met bovengemiddelde optimistische verwachtingen, geven banken krediet aan steeds dubieuzere investeerders, vaak via nieuwe financiële instrumenten. Op het hoogtepunt van de markt trekken slimme handelaren zich terug en nemen hun winst. De paniek wordt vaak ingezet door een onverwacht faillissement, zoals een bank die niet aan zijn verplichtingen kan voldoen. Verliezen op leningen nemen toe, waardoor het kapitaal van financiële instellingen daalt. Met minder kapitaal verlagen banken hun kredietverstrekking, een proces dat bekend staat als deleveraging.

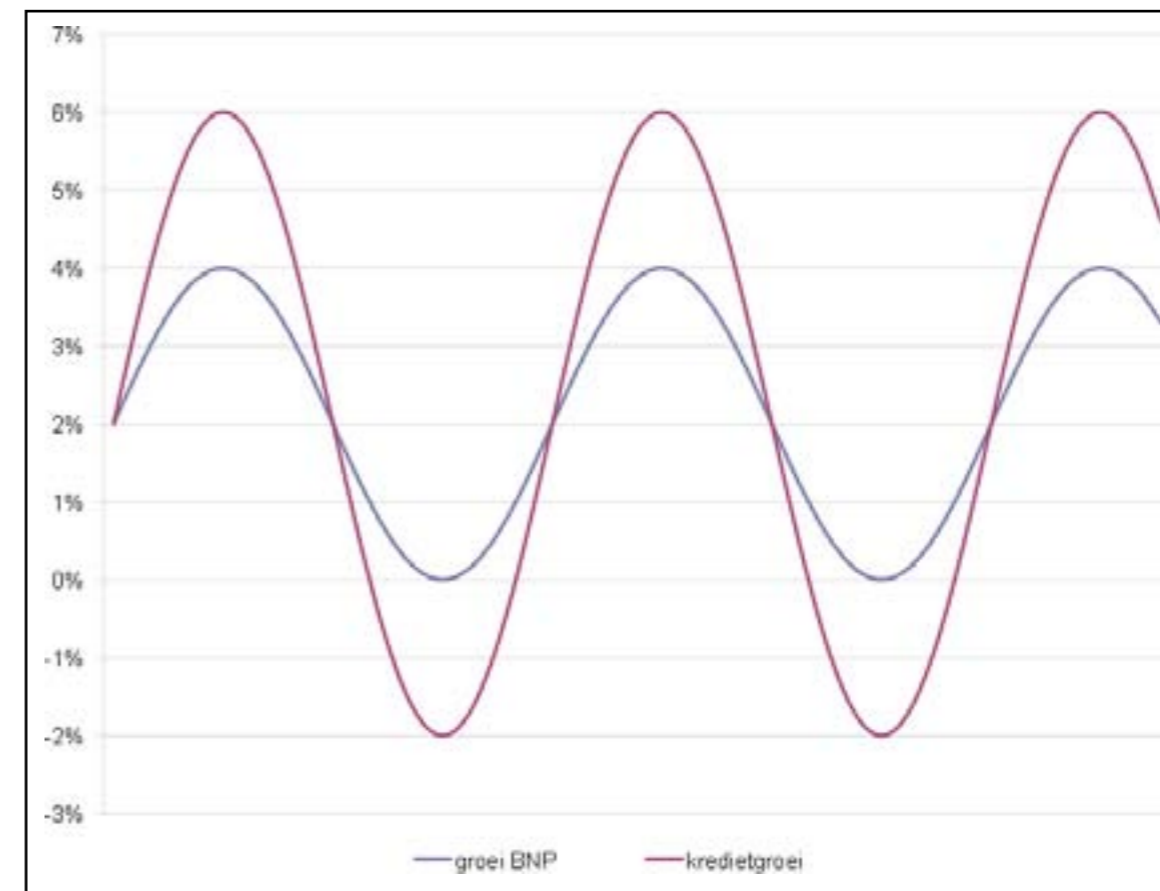
Bovengemiddelde kredietgroei, stijgende aandelen- en huizenprijzen en overmatige handel zijn signalen voor pensioenfonds dat een financiële crisis op komst is. Vervolgens geven een onverwachte liquidaties van banken en snel opdrogende liquiditeit aan dat de financiële crisis al begonnen is.

## Procyclische werking

Het Minsky-model toont de procyclische werking van het financiële systeem goed aan. Verschillende factoren dragen bij aan deze procyclische werking. Allereerst is de rol van risico-inschatting belangrijk. In goede tijden worden risico's onderschat (euforie) en in slechte tijden overschat (depressie). Daarnaast kan risico endogeen doorwerken in het systeem. Als financiële instellingen bijvoorbeeld tegelijkertijd dezelfde activa gaan verkopen in een crisis zal de prijs verder dalen. Een tweede factor is de mate van schuldfinanciering (*leverage*) in de economie. Naarmate er meer krediet is gebruikt in de opwaartse beweging van de cyclus, des te harder komt de crisis aan. Een derde factor is de rol van minimum kapitaalvereisten. In goede tijden kunnen banken, verzekeraars en pensioenfonds winsten toevoegen aan

hun kapitaalbuffers, waardoor ze verder kunnen expanderen. In slechte tijden werkt het precies andersom en worden de kapitaalbuffers uitgehold. In het specifieke geval van pensioenfonds leidt hogere volatiliteit van aandelen- en huizenprijzen in een financiële crisis tot hogere buffervereisten. In antwoord op dalende kapitaalbuffers bouwen financiële instellingen hun activiteiten af (zoals het stop zetten van nieuwe leningen), hetgeen de financiële crisis weer verder versterkt. Figuur 1 illustreert hoe de financiële cyclus (gemeten als groei van krediet) de conjunctuur (gemeten als groei van het nationaal inkomen) kan versterken. Dit geeft een gestileerd beeld, omdat de financiële en conjunctuur cyclus niet noodzakelijkerwijs synchroon bewegen.

Figuur 1: Conjunctuur (nationaal inkomen) versus financiële cyclus (krediet)

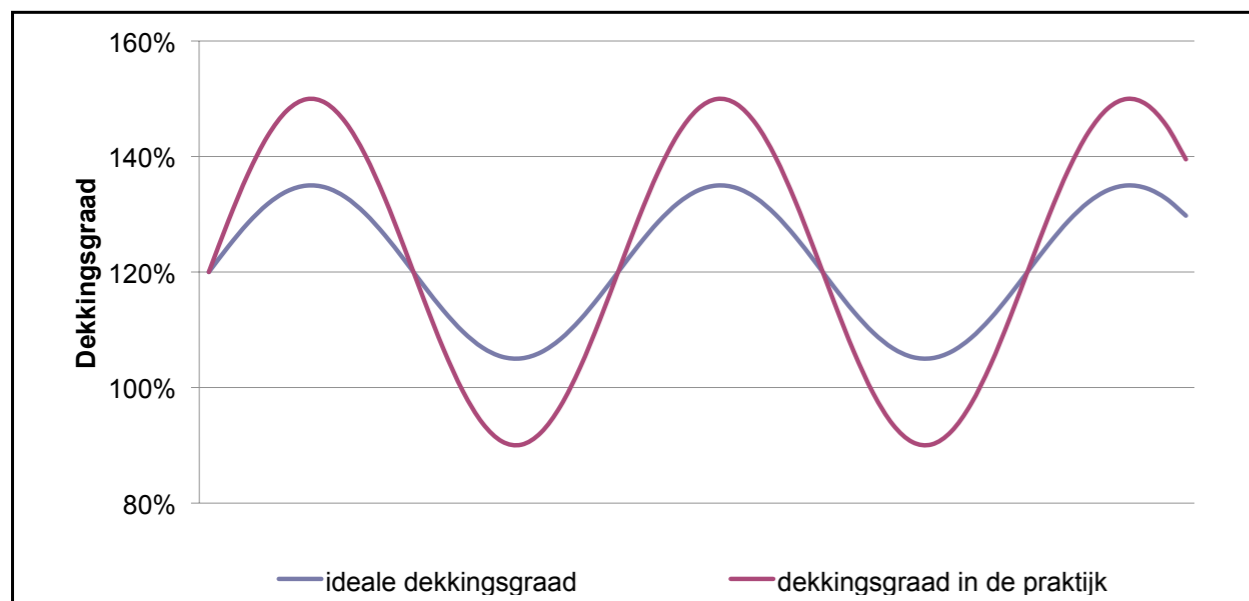


Bron: De Haan, Oosterloo en Schoenmaker (2012)

## Dekkinggraad

De procyclische werking van het financiële systeem heeft gevolgen voor het verloop van de dekkinggraad. Idealiter beweegt de dekkinggraad zich tussen het minimum (105%) en het streefgetal (circa 130%). Door de volatiliteit van de financiële beleggingen is het verloop van de dekkinggraad grilliger in de praktijk (zie figuur 2). Zowel bij de internetzeepbel van 2000 als bij de sub-prime crisis van 2007-2008 hebben we dat gezien. Deze volatiliteit betekent dat pensioenfonds geen *premium holidays* meer moeten verstrekken in een hoogconjunctuur. Maar ook dat pensioenfonds bij grote financiële crises door het vereiste minimum van 105% heen kunnen zakken. In het financiële crisisplan moeten pensioenfonds ex ante aangeven welke maatregelen tot hun beschikking staan om weer uit de onderdekking te komen. Hiermee lijken de crisisplannen op die voor banken, die overeenkomstig beschrijven welke instrumenten banken kunnen aanwenden in moeilijke tijden (Avgouleas, Goodhart en Schoenmaker, 2012).

Figuur 2: Ideale dekingsgraad versus dekingsgraad in de praktijk



## Lange rente en activa

Voor een goede crisispreventie is het belangrijk te weten welke financiële variabelen een hoofdrol spelen. Aandelen- en huizenprijzen dalen in een financiële crisis met directe gevolgen voor de beleggingen van pensioenfondsen. Daarnaast kan een lage rente leiden tot een hogere waardering van de verplichtingen. In de recente crises (internet en sub-prime) die een grote impact op pensioenfondsen hebben gehad, hebben beide effecten elkaar in hoge mate versterkt.

In het kader van risicomanagement rijst de vraag of er een verband is tussen de volatiliteit van aandelen en obligaties. Dat verband bestaat en is weliswaar statisch significant, maar de economische betekenis van dit verband is slechts beperkt (Koijen, Nijman en Werker, 2010). Risicomanagers moeten dus zowel het renterisico als gevolg van veranderingen in de rentetermijnstructuur alsmede het marktrisico van veranderingen in activaprijzen goed beheersen.

## Aanbevelingen

Wie een crisis wil beheersen moet eerst weten hoe een crisis ontstaat en ontwikkelt. Het voert te ver om allerlei gedetailleerde aanbevelingen te geven, maar in het algemeen vallen er drie algemene aanbevelingen te destilleren:

- Neem alle signalen die informatie kunnen bevatten over een op handen zijnde crisis serieus.
- Ken je risico's. Hoe werken financiële variabelen uit op vermogen en verplichtingen?
- Ken de geschiedenis. Self-fulfilling prophecies en procyclische acties zijn aan de orde van de dag in tijden van crisis en op zo'n moment is het goed om te weten hoe deelnemers in soortgelijke omstandigheden goede en foute beslissingen namen.

## Referenties

Avgouleas, E., C. Goodhart, and D. Schoenmaker, "Bank Resolution Plans as a Catalyst for Global Financial Reform", *Journal of Financial Stability* 8 (2012), forthcoming.

De Haan, J., S. Oosterloo, and D. Schoenmaker, *Financial Markets and Institutions: A European Text, Second Edition* (Cambridge: Cambridge University Press, 2012, forthcoming).

Koijen, R., T. Nijman, and B. Werker, "When Can Life Cycle Investors Benefit from Time-Varying Bond Risk Premia?", *Review of Financial Studies* 23 (2010): 741-780.

Minsky, H. P., *Stabilizing An Unstable Economy* (Yale University Press, 1986).

## Te citeren als:

Dirk Schoenmaker, 2012, "Wat is een crisis?", in Koedijk en Slager (red.), 2012, "Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan", [crisisplan.blogspot.com](http://crisisplan.blogspot.com).

## 2. Hoe gaan crises zich ontwikkelen? Advies over de aanpak

### Jaap van Dam

*Voorspellen is hachelijk, maar kunnen we wat zeggen over hoe crises zich in de toekomst gaan ontwikkelen? Het lijkt er op dat financiële crises elkaar steeds sneller opvolgen. In deze bijdrage geeft Jaap van Dam een aantal algemene observaties over het fenomeen "crisis" om vervolgens adviezen te geven over hoe een pensioenfonds zich het beste de gevolgen van een crisis kan aanpakken.*

### "Crisis" als constant aanwezige

De wereld is in zekere zin te beschouwen als een keten van crises: denk bijvoorbeeld terug aan de afgelopen 100 jaar: eerste wereldoorlog, jaren dertig, tweede wereldoorlog, koude oorlog, oliecrisis, dot.com crisis, kredietcrisis, eurocrisis. Ondanks al deze crises is de mondiale welvaart hoger dan ooit. "Crisis" is dus een constant aanwezige factor in het leven van iedereen. Enigszins gechargeerd: een crisis een kans is om zaken structureel te verbeteren: "Never waste a good crisis".

Volgen crises elkaar in een steeds sneller tempo op? Dat lijkt in ieder geval wel zo sinds de eeuwwisseling. Het is daarmee nog niet een voorspelling van de toekomst. De kredietcrisis en de eurocrisis zijn tot op zekere hoogte uitingen van dezelfde onderliggende oorzaken, namelijk een onhoudbare kredietcreatie op basis van een doorgesloten liberalisatie van financiële markten en overoptimisme over economische groei in de afgelopen decennia. Het opruimen van de scherven kost vervolgens tijd en zal nog een aantal jaren druk leggen op de wereldwijde economische groei. Echter, als de oorzaken van deze crises goed worden aangepakt kan dit ook weer een lange periode van meer stabiliteit opleveren. Er is dus geen reden om te geloven dat crises in de toekomst structureel vaker zullen optreden dan in het verleden.

Onderstaand zet ik een aantal aandachtspunten op een rij voor het denken over crises en het analyseren van zaken die u vooral niet wilt meemaken.

1. Brede kijk op een crisis. Het is hierbij nuttig om breder te kijken dan alleen maar naar markten of economieën. Wat helpt is te denken in termen van "DESTEP": Demografie, Economie, Sociale Factoren, Technologie, Ecologie/environment, (Geo)Politiek. Al deze factoren hebben het in zich om crises te veroorzaken. Langs vergelijkbare lijnen analyseert het nuttige jaarlijkse *Global Risks Report* van het World Economic Forum.
2. Prioritering: kans maal impact. Vervolgens is het nuttig om te praten en te denken in termen van kans maal verwachte impact van een crisis. Hoe groter de kans dat de crisis zich voordoet binnen een bepaalde horizon (bijvoorbeeld 3 jaar) en hoe groter de verwachte impact op het pensioenfonds, hoe meer aandacht deze potentiële crisis vraagt. Het is vrijwel onmogelijk om meer dan een handvol potentiële crises te analyseren en te monitoren.
3. Vermijden van gedragsvalkuilen. De mensheid - ook u en ik - kent een aantal serieuze gedragsvalkuilen. We zijn geneigd ons op de  *vorige* crisis te concentreren; we *overschatten* ons vermogen om te voorspellen. Bovendien lijden we aan *tunnelvisie*. Wanneer we bewust zijn van deze gedragsvalkuilen kan men stappen ondernemen om ze te verkleinen. Maar ze uitschakelen is onmogelijk. Daarom is het belangrijk om regelmatig met een frisse blik naar de wereld te kijken. Het eerder genoemde *Global Risks Report* is hiervoor een nuttig instrument.

4. Besmettelijk of niet? Over het algemeen wordt een crisis pas echt een crisis als hij besmettelijk is. Het besmettingsgevaar is dus belangrijk. Hoe erg ook, de aardbeving en daaropvolgende problemen met de kerncentrales in Fukushima waren te klein en lokaal om verder dan op de Japanse economie een forse impact te hebben. De subprime-crisis kon uitgroeien tot de kredietcrisis omdat er sprake was van *'tight coupling'*: alles hing met alles samen in de financiële sector. Dus er hoefde maar één dominosteen om te vallen en de hele keten viel om. Veel van wat regelgevers en toezichthouders op dit moment doen is erop gericht om dit besmettingsgevaar in de toekomst sterk te verkleinen. Het is dus nuttig om na te denken over de relaties tussen mogelijke crises.
5. Verwacht of onverwacht? Het helpt om te bedenken in hoeverre de crisis verwacht of onverwacht is. Een breed verwachte crisis is vaak vooraf verdisconteerd in de financiële markten. In die zin is het veel nuttiger te focussen op "onverwachte" crises. De paradox is hier dat u slimmer moet zijn dan anderen om beter te weten wat er op u afkomt. Dat is niet eenvoudig. Wat hierbij kan helpen is om bijvoorbeeld jaarlijks te tijd te nemen om een "radarscherm" te ontwikkelen en te bespreken waarop potentiële crises op een horizon van 3 tot 5 jaar zichtbaar worden. Dit is een horizon die veel langer is dan de meeste participanten in financiële markten hanteren.
6. Van analyse naar handelen. Een goede analyse maken van potentiële crises is één ding, het ondernemen van actie is een heel ander. Dat is moeilijk en vergt discipline. Wat hierbij helpt is om bij het analyseren van een potentiële crisis die nog ver weg in de tijd ligt, van te voren te bepalen wat de actie zal zijn als er een bepaalde drempel wordt overschreden. Bijvoorbeeld: als het Amerikaanse begrotingstekort groter dan x% wordt, dan gaan we uit Amerikaanse obligaties etc. Door vervolgens een strikte monitoring aan te brengen dwingt u zichzelf om op basis van vooraf bepaalde argumenten te handelen. Dit geeft discipline en rationaliteit aan het proces.

- Zorg voor een brede kijk op een crisis.
- Denk in termen van kans maal verwachte impact.
- Vermijd gedragsvalkuilen.
- Denk na over relaties tussen mogelijke crises.
- Bedenk in hoeverre een crisis (on)verwacht is.
- Bepaal van tevoren wat de actie zal zijn als een bepaalde drempel wordt overschreden.

### Te citeren als:

Jaap van Dam, 2012, "Hoe gaan crises zich ontwikkelen? Advies over de aanpak", in Koedijk en Slager (red.), 2012, "Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan", [crisisplan.blogspot.com](http://crisisplan.blogspot.com).

# 3. Crisisplan en economische scenario's

**Martijn Vos**

*Kwantitatieve analyses met behulp van scenariomodellen zijn waardevol bij het opstellen van een crisisplan. Martijn Vos reikt duidelijke handvatten aan die bestuur en beleggingscommissie helpen effectiever het crisisplan uit te werken.*

## Noodzaak van crisisplan

Een crisisplan is vanaf 1 mei 2012 een verplicht onderdeel van het risicomanagement van pensioenfondsen. Risicomanagement was tot voor kort vergelijkbaar met dijkbewaking. Pensioenfondsen bepaalden mede op basis van modelberekeningen de hoogte van dijken. De hoogte van de dijk gaf als het ware aan welke risico's men nog tolereerde. Daarnaast hebben modelexercities, mede op basis van een enorme hoeveelheid wetenschappelijk onderzoek, een bijdrage geleverd aan de dijkbewaking en het dijkonderhoud, en lagen de zandzakken op voorraad (cf. strategisch risicomanagement). Toch gutste het water als gevolg van een combinatie van een daling van de rente en aandelen en het toenemende langlevensrisico over de pensioendijken. Een verbetering van crisisbeheersing is dus op zijn plaats. Verbeteringen zijn mogelijk op het gebied van communicatie, duidelijkheid vooraf over stappen die genomen moeten worden en inhoud van het pensioencontract. De afgelopen jaren is hier nadrukkelijk al een begin mee gemaakt. Het verplichtstellen van het opstellen van een crisisplan past in deze trend.

Het opstellen van een crisisplan en vooral het proces dat tot het plan leidt is leerzaam en nuttig en kunnen wij los van de 'wettelijke verplichting' aan alle pensioenfondsbestuurders aanraden. Wij zien het crisisplan dan ook niet als een 'verplicht' nummer maar als een nuttig instrument om besluitvorming, beleid en communicatie bij pensioenfondsen verder te verbeteren.

## De inhoud van het crisisplan en scenario-analyse

Het financiële crisisplan gaat in op de volgende kernvragen: Wanneer is er sprake van crisis (art. 4)? Bij welk dekkningsgraadniveau is het pensioenfonds niet meer in staat om op eigen kracht met bestaand beleid, maar zonder korten, op tijd te herstellen (art. 5)? Welke maatregelen kan het fonds nemen om de dekkningsgraad te verbeteren? Wanneer, in welke mate en in welke volgorde worden deze maatregelen ingezet? Wat is de effectiviteit van de verschillende maatregelen?

Bij de beantwoording van deze vragen speelt niet alleen de huidige stand van de economie en dekkningsgraad een rol, maar ook de toekomstige economische ontwikkeling. Deze heeft niet alleen invloed op de beleggingen, maar via de inflatie en rente ook op de verplichtingen. Voor het in kaart brengen van de (onzekere) toekomstige ontwikkeling wordt vaak gebruik gemaakt van een scenario-analyse.

Het bestuur zal conform de beleidsregel onder andere moeten benoemen wat de dekkningsgraad is waarbij het pensioenfonds niet meer kan herstellen binnen de vereiste wettelijke termijn. Daarnaast is het zinvol om de kans dat het pensioenfonds in een gedefinieerde crisissituatie terecht komt te bepalen. Ook de bepaling van de impact van verschillende maatregelen is voor een crisisplan een vereiste. Een Asset-Liability Management (ALM)-model is geschikt om de benodigde kwantitatieve informatie inzichtelijk te maken. Maar niet zonder stil te staan bij de beperkingen van dergelijke modellen.

## Scenariomodellen en het financiële crisisplan

De twijfel aan economische en financiële modellen is na twee heftige crises op financiële markten een wereldwijd verschijnsel. Ook de Nederlandse pensioensector steunt traditioneel in belangrijke mate op modellen bij het opstellen en evalueren van beleid. De financiële crisis is een belangrijk leermoment. Wat zijn de leereffecten van de crisis voor het modelgebruik in de pensioensector? Zowel de inhoud als het gebruik van de modellen kan verder worden verbeterd (zie Boender, Bovenberg, Bosma, 2010). In het gebruik van financiële en scenariomodellen moet men zich er van bewust zijn dat dergelijke modellen onverwachte gebeurtenissen met grote impact (beter bekend als de zwarte zwaan) slechts bij toeval zullen beschrijven.

De toegevoegde waarde van scenario-analyse en stress testing in het kader van het crisisplan komt tot uiting in het bepalen van de kritische dekkningsgraad. Een praktijk die DNB ook onder 'good practices' schaaft. Zo betitelde DNB onlangs als een goed voorbeeld een ALM en scenario-analyse: "een fonds dat op basis van een ALM-studie aangeeft hoe groot de kans is dat het in een gedefinieerde crisissituatie terecht komt. Vervolgens noemt het bestuur de kans om zonder korten tijdig uit een dekkningsstekort te komen." (DNB, 2011)

Terwijl economieën zich in golven bewegen, en niet uitsluitend afwijkingen vertonen van constante verwachtingen, gaan de parameters die de commissie Don [1] stelde juist uit van een constante verwachting (of in ieder geval een vast maximum). Hierdoor komen beleggingscategorieën, die vooral een toegevoegde waarde bezitten bij een regimeswitch (voor of na een crisis) - zoals inflatiegerelateerde obligaties bij een structureel hogere inflatie - onvoldoende uit de verf. Door te werken met constante verwachtingen worden bovendien de risico's op regimeveranderingen onderschat, zoals bijvoorbeeld inflatieontwikkelingen na een crisis, maar ook de inschatting of en zo ja in welke mate aandelenmarkten herstellen. In onze ervaring zullen beleggingscommissies in tijden van crisis het gebruik van vaste veronderstellingen op zijn minst ter discussie stellen. Tenslotte wordt in de 'regeling parameters' geen consistentie afgedwongen tussen het gebruik van de rente als disconteringsvoet van de verplichtingen en de rendementen op vastrentende waarden. Omdat de berekeningen van de kritische dekkningsgraad consistent moeten zijn met het herstelplan zijn deze elementen meestal geen onderdeel van het opstellen van een crisisplan. Wij zouden deze stap wel willen maken en bovengenoemde kanttekeningen proberen op te lossen in het vaststellen van het crisisplan, en wel om twee redenen.

In de eerste plaats wordt er in onze ervaring in tijden van crisis in besturen en beleggingscommissies ook altijd gesproken over herstel en kansen op herstel. Dit zal ook in de aanloop naar en tijdens de volgende financiële crisis het geval zijn. Als hier bij het opstellen van het crisisplan geen aandacht aan wordt besteed zal dit consequenties hebben voor de mate waarin het crisisplan ook daadwerkelijk wordt gebruikt in tijden van crisis. Naast dit bestuurlijke punt is het van belang in de scenario-analyse factoren te introduceren die economische cycli genereren en die ook rekening houden met zogenaamde staartcorrelaties: de crisis vertoonde veel meer 'samenhang in de staarten' van verdelingscurves dan voorzien. Dit is met name het geval wanneer de diverse risicobronnen worden geïnfecteerd door eenzelfde onderliggende risicofactor. Een belangrijke kandidaat hiervoor is globalisering, die de wereld heeft teruggebracht tot een monocultuur, waarin diversificatie wegvalt en één ziektekiem de hele cultuur aantast. In de wetenschap dat iedere crisis anders is, is het toch zeer effectief om te toetsen hoe het opgestelde crisisplan 'historische crises' zou hebben doorstaan. Dit kan via (historische) stress testing.

[1] De commissie Don adviseerde eind 2009 over de nieuwe parameters voor rendement, risico en samenhang van beleggingen, rente en inflatie die pensioenfondsen maximaal mogen gebruiken voor hun lange termijn berekeningen en voor de berekening van de kostendekkende premie.



## Het bepalen van de kritische dekkingsgraad

Een herstelplan is gericht op herstel uit een bestaande tekortsituatie. Een financieel crisisplan is gericht op hoe in de toekomst om te gaan met crisissituaties. Hoewel een financieel crisisplan dus niet hetzelfde is als een herstelplan, komen ze op het punt van het bepalen van de kritische dekkingsgraad wel dicht bij elkaar. Immers, de kritische dekkingsgraad is een benadering om vast te stellen of het na het optreden van een crisis mogelijk is om een sluitend herstelplan op te stellen zonder dat het korten van uitkeringen daarvan deel uitmaakt.

Daarom wordt de kritische dekkingsgraad veelal bepaald in dezelfde context als waarop het herstelplan is gebaseerd. Dit betekent dezelfde uitgangspunten (die voldoen aan de restricties van de commissie Don) en het volgen van de zogenaamde forward rentetermijnstructuur zodat geen winst of verlies op rente(hedges) gemaakt wordt. De kritische dekkingsgraad wordt bepaald op basis van een deterministisch scenario. De kritische dekkingsgraad hangt af van de stand van de rente. Immers, bij een lage rente mag bijvoorbeeld meer overrendement verwacht worden dan bij een hoge rente en bij een lage rente is de pensioeninkoop duurder dan bij een hoge rente. Het rendement op de beleggingen verandert ook door gebruik te maken van een andere rentecurve. Scenarioanalyse kan helpen inzicht te krijgen in het verband tussen rente en de kritische dekkingsgraad.

## Wanneer ben je in crisis en wanneer ben je er weer uit

De nadruk bij het crisisplan ligt op het voorkomen van te grote impact van een crisis op het pensioenfonds. Onderdeel daarvan is de bepaling wanneer sprake is van een crisis. Wat ons betreft is de definitie wanneer de crisis voorbij is minstens zo belangrijk. De aanleiding hebben we in 2010 gezien: na goede rendementscijfers op aandelen kwam een flink aantal fondsen uit de situatie van een dekkingstekort en werd er al snel weer gesproken over indexatie of zelfs inhaalindexatie. In een aantal gevallen gebeurde dit bij (nominale) dekkingsgraden tussen de 105% en 110%.

Tot slot zegt een dekkingsgraad veel maar lang niet alles. Meet een crisis en het herstel daarvan dus niet alleen af aan de stand van de dekkingsgraad maar ook aan de hand van de economische omgeving. De aard van de crisis bepaalt mede in welke mate en in welke volgorde de inzet van maatregelen effectief is. Dit komt in de standaardopzet en 'good practices' niet altijd terug. Daarnaast heeft de kredietcrisis ons ook geleerd dat het in tijden van crisis niet altijd eenvoudig is om goede beslissingen daadwerkelijk uit te voeren. Uitvoering is soms lastig omdat het op bepaalde momenten bijvoorbeeld niet mogelijk is om de gewenste aan- en verkopen van beleggingen en derivaten goed uit te voeren, of omdat de ontwikkelingen zo snel gaan dat de voorbereide plannen zelfs voor een bestuur met een effectieve uitvoerder niet uitvoerbaar blijken.

## Conclusies en aanbevelingen

Het opstellen en vastleggen van een crisisplan is een zeer nuttige en aan te bevelen exercitie. Het geeft inzicht, vergroot de slagvaardigheid in tijden van crisis en helpt bij de communicatie over pensioen voor de deelnemers. Om een kader te scheppen voor de discussies bij het opstellen van een crisisplan zijn kwantitatieve analyses met behulp van scenariomodellen aan te bevelen (o.a. bij het vaststellen van de kritische dekkingsgraad). Men dient echter wel te beseffen dat geen crisis hetzelfde is en iedere crisis zal om een andere uitvoering van het plan vragen.

Vanuit de positieve grondhouding doen wij de volgende aanbevelingen voor verdere verbetering van het uitwerken van, en het werken met een crisisplan:

- Rekenen met vaste parameters past niet bij het concept crisis.
- Een crisisplan is pas serieus te nemen als er aandacht is voor herstel en de kansen op herstel.
- Speel het crisisplan na op een aantal historische periodes. Dit toetst of het plan voldoende concreet is en in welke gevallen het crisisplan zijn doel bereikt.

De opgedane kennis en ervaring zullen we goed kunnen gebruiken bij het vertalen van de crisisplannen naar de context van het pensioenakkoord, waarin een financieel crisisplan wellicht zelfs op individueel niveau gemaakt moet worden.

## Referenties

Boender, G., Bosma, B., & Bovenberg, A.L., "Het gebruik van ALM-modellen, *Netspar NEA papers 43* (2011).

DNB (2011), "Good practices crisisplannen", "[hier](#)" te downloaden.

## Te citeren als:

Martijn Vos, 2012, "Crisisplan en economische scenario's", in Koedijk en Slager (red.), 2012, "Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan", [crisisplan.blogspot.com](http://crisisplan.blogspot.com).

# 4. Liquiditeitsproblemen

## Jelle Beenen

*Een nieuw inzicht is dat pensioenfondsen, ook al zijn het langetermijnbeleggers, op korte termijn in liquiditeitsproblemen kunnen komen. Jelle Beenen analyseert hoe liquiditeitsaanspraken kunnen ontstaan en hoe het pensioenfonds hierop kan anticiperen en sturen.*

### Er is meer dan de lange termijn

Er wordt vaak gezegd dat pensioenfondsen van nature langetermijnbeleggers zijn. De reden hierachter is natuurlijk dat (veel) verplichtingen van pensioenfondsen bestaan uit kasstromen die pas na tientallen jaren vanaf nu betaald moeten gaan worden. Een langetermijnverplichtingenstructuur maakt je echter nog geen langetermijnbelegger.

Een pensioenfonds heeft ook kortetermijnverplichtingen. Juist in crisistijden kunnen deze kortetermijnverplichtingen fors toenemen en leiden tot liquiditeitsproblemen. In het ergste geval kunnen deze liquiditeitsproblemen leiden tot een gedwongen verkoop van beleggingen, precies op het moment dat deze vanwege een crisis laag gewaardeerd zijn. Het pensioenfonds kan dan de waardedalingen niet als een langetermijnbelegger uitzitten. Het is dan ook zaak van tevoren mogelijke scenario's met betrekking tot liquiditeit goed te doordenken en maatregelen te nemen. Zo wordt zoveel mogelijk voorkomen dat betalingen voortkomend uit kortetermijnverplichtingen resulteren in verkoop tegen onaantrekkelijke prijzen.

### Liquiditeitsaanspraken

Aanspraken op de liquiditeit van een pensioenfonds kennen in principe drie verschijningsvormen:

- **Betalingsverplichtingen.** Hieronder vallen de pensioenuitkeringen, kosten die het pensioenfonds maakt (o.a. vermogensbeheerfees) en betalingen als gevolg van derivatenposities.
- **Verplichtingen om onderpand te leveren.** Om het tegenpartijrisico bij derivaten te beperken is het goed gebruik om met de tegenpartij onderpand uit te wisselen. Als een derivaat onder invloed van marktomstandigheden op verlies staat voor het pensioenfonds, moet het pensioenfonds het onderpand (ter grootte van het verlies) aan de tegenpartij leveren. Verder ontvangt het pensioenfonds onderpand als het aandelen of obligaties uitleent. Echter, als de waarde van de uitgeleende aandelen of obligaties afneemt, moet een gedeelte van het onderpand teruggestort worden.
- **Zogenaamde commitment calls.** Als het pensioenfonds een illiquide belegging als vastgoed, infrastructuur of een directe participaties ('private equity') aangaat, wordt er een belofte - een zogenaamd commitment - ter grootte van een bepaald bedrag afgegeven aan een beheerder. Zodra deze beheerder een passende belegging (gebouw, project, onderneming) gevonden heeft doet de beheerder een *commitment call*. Het pensioenfonds moet dan geld overmaken naar de beheerder zodat deze de belegging kan kopen. Commitment calls kunnen verwacht worden over de levensduur van de commitment (vaak meer dan 10 jaar). Commitment calls kunnen zwaar wegen op het liquiditeitsrisico van een fonds. Dat bleek bijvoorbeeld in 2008/2009, toen men complete 'private equity'-portefeuilles over kon nemen en nog geld toe kreeg. De eigenaren van deze 'private equity'-portefeuilles konden na de crisis de commitmentverplichtingen niet meer aan. En moesten daar koste wat het kost van af.

## Liquiditeitsbronnen

Voor het voldoen aan liquiditeitsaanspraken staan een pensioenfonds de volgende liquiditeitsbronnen ter beschikking:

- **Premies.** Premies vormen een stabiele bron van liquiditeit. Ook extra sponsorbijdragen (door de werkgever) in tijden van lage dekkingsgraad vallen hieronder.
- **Kas: contanten en deposito's.** In het algemeen zal een pensioenfonds de hoeveelheid kas beperkt houden vanwege de lage rendementsverwachting. Als een pensioenfonds beleggingen vormgeeft door 'off-balance' derivaten, kunnen wel substantiële kasposities als onderpand aangehouden worden. Zonder deze kasposities zou men namelijk blootstaan aan risico zonder dat daar kapitaal tegenover staat ('leverage'). Deze kasposities zijn daarom in principe niet beschikbaar als liquiditeitsbron.
- **Staatsobligaties.** Staatsobligaties kunnen voor contanten verkocht worden en zo liquiditeit leveren. Staatsobligaties worden ook als onderpand voor derivaten en bij het uitlenen van aandelen en obligaties geaccepteerd. Met de invoering van central clearing in de nabije toekomst, moeten de waardefluctuaties in derivatenposities voortaan verplicht dagelijks contant worden verrekend. Het belang van staatsobligaties als onderpand neemt daarmee af.
- **Liquide beleggingen.** Liquide aandelen kunnen gemakkelijk verkocht worden voor contanten. Het is echter niet prudent om aandelen van kleine bedrijven of bedrijven uit ontwikkelende economieën als liquide te beschouwen. Beleggingen in grondstoffen kunnen ook gemakkelijk verkocht worden. Obligaties van solide bedrijven zijn redelijk liquide, maar hoog renderende obligaties en obligaties uitgegeven door overheden van opkomende landen moeten niet onder liquide beleggingen gerekend worden.
- **Distributies.** Beleggingen leveren ook kasstromen op. Dividend op aandelen is hiervan een voorbeeld, hoewel dat in de praktijk meestal direct herbelegd wordt. Uit niet-liquide beleggingen als vastgoed, infrastructuur, en 'private equity' komen ook aanzienlijke kasstromen (distributies) voort. Deze komen zowel voort uit de objecten waarin is geïnvesteerd (huren, tol, etc.) als uit de verkoop van de objecten (IPO's, beëindiging fonds) zelf. Vooral de laatste zijn niet gemakkelijk te voorspellen.
- **Kredietfaciliteiten bij banken.** Dit is een liquiditeitsbron die in nood aangeboord kan worden om gedwongen verkoop van met name laaggewaardeerde illiquide beleggingen te voorkomen.

### Liquiditeitsmanagement

Voor het goed beheersen van de liquiditeit van het pensioenfonds, is het zaak ervoor te zorgen dat de bovengenoemde liquiditeitsbronnen meer dan voldoende zijn om aan de bovengenoemde aanspraken op liquiditeit te voldoen. Hiertoe wordt een kasstroomprognose opgesteld. Probleem hierbij is dat met name de aanspraken vanuit derivatenposities en de commitments met erg veel onzekerheid omgeven zijn. Men kan de kasstroomprognose met statistische verwachtingen modelleren. Dat zal redelijk werken onder normale omstandigheden.

Maar dat is niet prudent voor crisissituaties. In een crisissituatie kan bijvoorbeeld de dollarkoers extreem sterk stijgen. Het is prudenter om uit te gaan van meer extreme waarden dan de statistische verwachting. In feite maakt gaat men uit van een stress-scenario voor de liquiditeitsbehoefte. Voor de inschatting van onderpandverplichtingen kan bijvoorbeeld de waarde genomen worden die slechts in 5% van de gevallen overschreden zal worden ('Value at Risk'). Voor een stress-scenario wordt dan ook geen diversificatie tussen derivaten in verschillende markten (rente, valuta, aandelen, etc.) verondersteld. Juist in crisissituaties hebben markten de neiging tot grote samenhang (oopenstapeling van ellende) en zal er dus weinig diversificatie zijn. Voor *commitment calls* wordt voor de zekerheid aangenomen dat die het komende jaar fors (3-5 maal) hoger zullen liggen dan in een normaal jaar. Bij uitleenprogramma's moet men zich

er van bewust zijn dat het onderpand in een crisissituatie minder liquide kan blijken dan hetgeen uitgeleend is. Kredietfaciliteiten worden niet meegenomen in de stress-analyse, omdat dit in feite zelf al een 'noodmaatregel' is. Bovendien kunnen de faciliteiten in een crisis misschien niet gebruikt worden omdat de bank die de kredietfaciliteit verleent heeft inmiddels zelf ook in problemen geraakt is. Distributies voorkomend uit verwachte verkopen kunnen beter niet worden meegenomen als liquiditeitsbron in een crisis. De lage prijzen tijdens een crisis zorgen er vaak voor dat verkopen van de beleggingsobjecten door de beheerder uitgesteld worden tot na de crisis.

Deze kasstroomanalyse moet regelmatig uitgevoerd worden. De uitkomst moet zijn dat de bronnen van liquiditeit de aanspraken in ruime mate overtreffen. Uiteindelijk heb je een extra buffer nodig voor de onvoorspelbare weerbarstige praktijk in een crisis. In een crisisplan kan een niveau (bijvoorbeeld bronnen = 150%-200% van aanspraken) opgenomen worden, en indien de beschikbare liquiditeit beneden deze grenswaarde zakt, dan moeten maatregelen worden genomen.

## Conclusie

Juist in een crisis kan een pensioenfonds geconfronteerd worden met aanzienlijk hogere aanspraken op de liquiditeit en minder toegang tot liquiditeitsbronnen. Een goede analyse van de liquiditeitssituatie in stress-scenario's helpt ervoor te zorgen dat het langetermijnbeleggingsbeleid niet ondermijnd wordt door gedwongen verkopen tegen lage waarderingen.

- Analyseer liquiditeitssituaties in stress-scenario's.
- Het is zaak van tevoren mogelijke scenario's met betrekking tot liquiditeit goed te doordenken en maatregelen te nemen.
- Voorkom zoveel mogelijk dat betalingen die voortkomen uit kortetermijnverplichtingen resulteren in verkoop tegen onaantrekkelijke prijzen.

## Te citeren als:

Jelle Beenen, 2012, "Liquiditeitsproblemen", in Koedijk en Slager (red.), 2012, "Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan", [crisisplan.blogspot.com](http://crisisplan.blogspot.com).

# 5. Dekkingsgraad en pensioenfondsdilemma's

## Jelle Mensonides

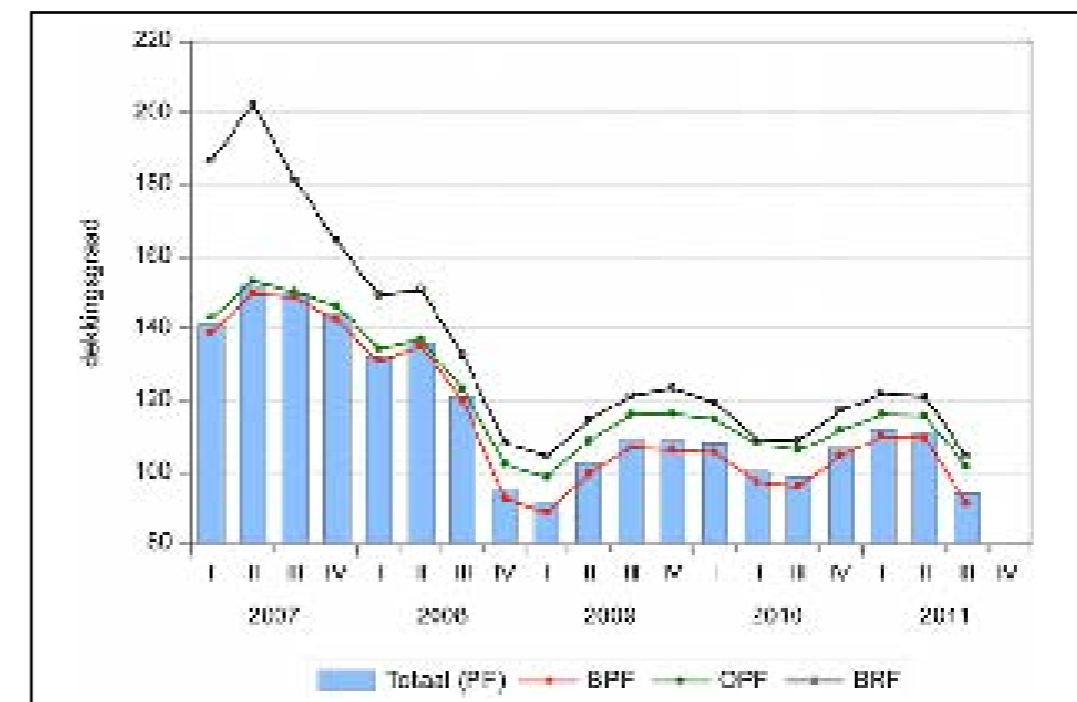
*Een gelauwerde term in het debat is de "pijngrens"; de dekkingsgraad waaronder het fonds maatregelen moet nemen. Uitgangspunt hierbij is bescherming van de solvabiliteit van het fonds. Maar waar ligt de pijngrens voor deelnemers, bestuur en uitvoerder? Jelle Mensonides werpt zijn licht op dit netelige onderwerp en stelt dat in een goed crisisplan vooraf al duidelijk moet zijn bij alle belanghebbenden welke risico's men in het uiterste geval nog wil dragen.*

De reservepositie van de pensioenfondsen is de afgelopen jaren in snel tempo verslechterd. De doelstelling van diverse pensioenfondsen is hierdoor in gevaar gekomen. De belangrijkste oorzaken zijn de krediet- en de eurocrisis. Weinig partijen waren hierop voorbereid. Voor de toezichthouder reden om van de pensioenfondsen te eisen dat er een financieel crisisplan moet worden opgesteld. Doel van dit crisisplan is dat de fondsen zich niet laten verrassen en de deelnemers van tevoren op de hoogte brengen van mogelijke beheersmaatregelen.

## Dekkingsgraad gedaald

Op twee manieren wordt de dekkingsgraad geraakt: via de inkomsten en door de huidige extreem lage rente waardoor de verplichtingen sterk zijn opgelopen. De dekkingsgraad van veel pensioenfondsen is hierdoor in een zeer snel tempo gedaald tot onder het wettelijk vereiste van 105%. De volgende grafiek geeft voor de verschillende fondsen een overzicht: bedrijfstakpensioenfonds (BPF), ondernemingspensioenfonds (OPF) en beroepspensioenfonds (BRF) en alle fondsen (Totaal (PF)).

Figuur 1: Ontwikkeling dekkingsgraad sinds 2007 voor BPF, OPF en BRF



Bron: DNB

De grote klap is in 2007 en 2008 toegebracht door de kredietcrisis. Na een beperkt herstel is de tweede slag uitgedeeld in de tweede helft van 2011 door de eurocrisis. De gemiddelde dekkingsgraad ligt eind het derde kwartaal 2011 op 94%.

## Renteveranderingen beïnvloeden dekkingsgraad

De invloed van de rente en de aandelenkoersen op het vermogen en op de verplichtingen kan met behulp van regressieanalyse worden geschat (zie bijlage). Dit is gedaan voor het totaal van de pensioenfondsen over de periode 2007 – 2011. Daaruit zijn enkele interessante conclusies te trekken. Ondanks dat veel pensioenfondsen renteafdekking hebben toegepast, blijken renteveranderingen per saldo nog een behoorlijke invloed te hebben op de gemiddelde dekkingsgraad van alle fondsen. Een daling van de rente met 1 procentpunt leidt per saldo tot een daling van de dekkingsgraad van 9,6 procentpunten. Dit is echter een cijfer voor alle pensioenfondsen. Voor individuele fondsen kan dit uiteraard verschillen. De verplichtingen dalen met 16,4 procent als de rente met 1 procentpunt stijgt. Hieruit kunnen we concluderen dat het gemiddelde *rente-hedge* percentage, het deel van de rentemismatch op de balans dat is afgedekt, zeg maar verzekerd is tegen rentedaling, 41 procent bedraagt  $\{(16,4 - 9,6)/16,4\}$ . De tweede conclusie is dat als de gemiddelde werelandaandelenindex met één procentpunt stijgt, de dekkingsgraad met 0,55 procentpunt toeneemt.

## Daling dekkingsgraad onder de loep

De dekkingsgraad is tussen 2007 en het derde kwartaal 2011 gedaald met 47 procentpunten. Met behulp van de vergelijkingen in de [zie bijlage](#) kan vervolgens worden berekend dat van deze teruggang bijna 16 procentpunten kan worden toegerekend aan de rentedaling en 23 procentpunten aan de koersbewegingen van aandelen (de marktfactoren). Het langlevensrisico kostte in die jaren ongeveer 7 procentpunten van de dekkingsgraad (bron: DNB). Het resterende verschil (per saldo één procentpunt) komt van andere factoren, zoals een andere beleggingssamenstelling dan in de berekening is meegenomen, kosten, tussentijdse premie- en beleidswijzigingen en schattingsfouten. De conclusie is dat ongeveer 84 procent van de daling van de dekkingsgraad van alle pensioenfondsen is veroorzaakt door marktfactoren. Als deze systematiek wordt toegepast voor de afzonderlijke pensioenfonds categorieën, dan bedraagt dit percentage bij de BPF 90%; bij de OPF 74% en bij de BRF 41%. Een verschillenanalyse zou interessant zijn maar voert hier te ver. De vraag is hoe groot de herstelkracht van de financiële markten is om deze terugval te redresseren en vooral over welke termijn dit mogelijk is.

## Pensioenfondsdilemma's

Nederlandse pensioenfondsen hebben met diverse dilemma's te kampen. Dilemma's die voortvloeien uit de bovenstaande beschouwing zijn:

- Meten is weten maar hoe goed meten we? De disconteringsvoet heeft enkele anomalieën die betrekkelijk eenvoudig kunnen worden opgelost (zie Mensonides en Frijns, 2011a, b). Het echte dilemma is hier dat een aanpassing van de waardering gevolgen heeft voor de inkomensverdeling en daardoor onderdeel van politieke besluitvorming wordt.
- Meer of minder risico's nemen in beleggen? Is het risicoprofiel van de verschillende vermogensvormen niet aan het verschuiven? Overheidsobligaties hebben niet meer die risicoloze status als vroeger.
- De rente heeft een grote invloed op beide zijden van de balans. Welk neerwaarts risico kan worden geaccepteerd als de rentehedge wordt verlaagd?
- Welke maatregelen moeten worden getroffen als de rente verder daalt?
- Het nemen van risico's wordt sterk bepaald door waargenomen verbanden uit het verleden. In een periode van een financiële crisis gelden soms heel andere relaties en moeten de risico's ook anders worden beoordeeld. Men moet bedacht zijn op onwaarschijnlijke gebeurtenissen met zeer grote gevolgen. Dat maakt het sturen op risico's veel lastiger.

- En tot slot, zet het pensioenfonds in op behoud van herstel mogelijkheden of op afgrenzing van neerwaarts beleggingsrisico?

Als een zeer groot deel van de daling van de dekkingsgraad wordt veroorzaakt door marktfactoren, zal het herstel daar ook vandaan moeten komen. Dit betekent dat een bestuur de dilemma's serieus moet afwegen: welke risico's wil men nemen teneinde herstel mogelijk te maken? Wellicht het grootste probleem is de druk vanuit de eigen professie ('peer group'): men wil of kan niet afwijken van wat anderen doen en denken. Dat kan leiden tot verstarring van het beleid.

## De pijngrens

Bij de evaluaties van de herstelplannen van de pensioenfondsen uit 2008 zal blijken dat de tussentijdse doelstellingen waarschijnlijk niet gehaald zullen worden binnen de huidige kaders. Goed bestuur vereist dat er dan maatregelen worden getroffen om de solvabiliteit voor de toekomst veilig te stellen. Zo zal de neergang van de dekkingsgraad die door andere dan marktfactoren wordt veroorzaakt, adequaat moeten worden gecompenseerd. Het bestuur zal de pijngrens van alle belanghebbenden tegenkomen en bewust moeten opzoeken: Welke risico's kan men nog dragen?

Kennis van die pijngrens biedt uiteindelijk meer ruimte om de hierboven genoemde marktfactoren op langere termijn hun werk te laten doen. Een toekomstvast pensioenfonds moet vanuit die optiek worden bestuurd. In de huidige bestuursstructuur kunnen deelbelangen leiden tot verlamming en bestaat de neiging noodzakelijke maatregelen voor zich uit te schuiven. Bij meer deelbelangen aan de bestuurstafel zal dit probleem versterkt kunnen worden. Naarmate het bestuur zwakker is, zal de toezichthouder terecht meer druk uitoefenen.

- Stel pijnlijke herstelmaatregelen als gevolg van structurele oorzaken niet uit.
- Ken uw belanghebbenden, waar zit hun pijngrens: welke risico's kunnen belanghebbenden nog dragen? Marktfactoren domineren de daling van de dekkingsgraad. Maak als bestuur de afweging - gegeven de kennis over de pijngrens van alle belanghebbenden - welke risico's te nemen om herstel mogelijk te maken.

Schrijver dankt Jean Frijns voor zijn waardevolle suggesties. Schrijver blijft uiteraard alleen verantwoordelijk voor de inhoud.

## Referenties

Mensonides, J. en Frijns, J (2011a), "Begrenzing marktwaarde pensioenverplichtingen", *ESB*, jaargang 96, 15 juli 2011, (4614 & 4615).

Mensonides, J. en Frijns, J (2011b), "Het vaststellen en het waarderen van de pensioenambitie", *ESB*, jaargang 96, 25 november 2011, (4623).

## Te citeren als:

Jelle Mensonides, 2012, "Dekkingsgraad en pensioenfondsdilemma's", in Koedijk en Slager (red.), 2012, "Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan", [crisisplan.blogspot.com](http://crisisplan.blogspot.com).

## 6. Risicomangement in crisistijd

### Geraldine Leegwater

*In dit hoofdstuk wordt beschreven hoe risico's, die kunnen resulteren in een crisissituatie, beheerst zouden kunnen worden. Het betreft specifiek risico's die gerelateerd zijn aan de beleggingsportefeuille. Hierbij wordt inzicht gegeven in twee groepen van risico's: risico's waar een risicopremie tegenover staat en risico's waar geen beloning tegenover staat. Voor beide wordt geprobeerd om handvaten te geven hoe een pensioenfondsbestuur deze risico's zou kunnen beheersen.*

In dit hoofdstuk wordt beschreven hoe risico's, die kunnen resulteren in een crisissituatie, beheerst zouden kunnen worden. Het betreft specifiek risico's die gerelateerd zijn aan de beleggingsportefeuille. Hierbij wordt inzicht gegeven in twee groepen van risico's: risico's waar een risicopremie tegenover staat en risico's waar geen beloning tegenover staat. Voor beide wordt geprobeerd om handvaten te geven hoe een pensioenfondsbestuur deze risico's zou kunnen beheersen.

### Risico's met risicopremie

In de beleggingsportefeuille van het pensioenfonds zijn risico en rendement onlosmakelijk met elkaar verbonden. Zonder risico geen rendement. Het beheersen van de risico's van de beleggingsportefeuille maakt deel uit van de kern van het pensioenfondsbeheer. Het gaat hierbij om het bewust lopen van risico omdat hier in verwachting een risicopremie tegenover staat. Bijvoorbeeld de premie op een belegging in aandelen of de kredietspread op een belegging in bedrijfsobligaties.

Risicomangement in de context van het crisisplan betekent in feite het maken van een bewuste afweging hoeveel risico in een financieel verslechterende situatie nog dragelijk is. Het maken van deze afweging op het moment dat de financiële positie eigenlijk ondraaglijk is geworden, is uitermate complex. Vraag is dus wat het bestuur aan risicomangement kan doen om te voorkomen dat de pijnlijke grenzen bereikt worden.

### Praktijkvoorbeelden:

In de praktijk zijn voorbeelden te vinden hoe dit kan. Het zijn varianten van beleggingsbeleid die meestal als kenmerk hebben het beperken van het zogenaamde staartrisiko: het reduceren van de volatiliteit van de beleggingsportefeuille in een extreme situatie. Voorbeelden zijn het beheersen van de verhouding tussen de laag-risico matchingportefeuille en de returnportefeuille, zoals het kopen van *swaptions* - financiële instrumenten waarmee het renterisiko kan worden gereduceerd - of het kopen van aandelenputs - instrumenten waarmee het neerwaarts risico van de aandelenportefeuille kan worden beperkt. Met behulp van een Asset Liability Management (ALM)-specialist kan de impact van verschillende vormen van bescherming doorgerekend worden. Het beoordelen van deze varianten op geschiktheid voor het pensioenfonds is complex en leidt vaak tot moeizame discussies. De volgende uitgangspunten kunnen helpen om deze risicomangementdiscussie te vereenvoudigen:

### Maak complexe voorstellen eenvoudig

De meeste vormen van bescherming zijn varianten op het reduceren van renterisiko danwel het reduceren van het risico van marktrisiko van het beleggen van aandelen. Houd dit in gedachte als uw adviseur met ogenschijnlijk interessante oplossingen komt! Breng de discussie daarom steeds terug tot de kernvraag: wat kost het reduceren van een eenheid renterisiko en wat kost het

reduceren van een eenheid aandelenrisico? Vergelijk vervolgens alle varianten volgens deze criteria. Neem hierbij ook een variant mee waarbij simpelweg minder belegd wordt in bestaande (risicovolle) beleggingen. Hierbij zijn "kosten" niet alleen de kosten van het kopen van de bescherming, zoals bijvoorbeeld de kosten van een aandelenput. Kosten zijn ook het (tijdelijk) opgeven van een risicopremie of de kosten van toename van complexiteit. Door te focussen op deze kernvraag kunt u voorkomen dat u in de verleiding wordt gebracht om complexe bescherming te kopen terwijl met eenvoudige varianten een vergelijkbaar resultaat kan worden behaald.

### Een harde ondergrens bestaat niet tenzij...

Het sturen op een keiharde ondergrens voor de dekkingsgraad is eigenlijk alleen mogelijk als het bestuur bereid is om de opwaartse kracht van risico nemen opgeeft. De keerzijde van alle risico's mijden is een gering rendement.. Als gekozen wordt voor het (tijdelijk) sturen op een harde ondergrens, dan komt het bestuur voor de vraag te staan wanneer men weer risico wil nemen met de portefeuille. Dit om te voorkomen dat een pensioenfonds in de valkuil van een blijvend lage dekkingsgraad terechtkomt. Dit is in de praktijk een lastige discussie, omdat het voorspellen van financiële markten bijzonder moeilijk is. Het vooraf vaststellen van de uitgangspunten die bepalen wanneer men weer bereid is risico te nemen kan deze discussie vereenvoudigen.

### Bepaal uw uitgangspunten en criteria vooraf

Als u kiest voor een beleggingsbeleid waarbij u vooraf vaststelt bij welke dekkingsgraad u uw strategisch beleggingsbeleid gaat herijken, bedenk dan ook vooraf wat de uitgangspunten en criteria zijn die gelden voor het vaststellen van de benodigde wijzigingen. Dit zal in essentie terug te brengen zijn tot de kansen op onderdekking en rendement, of het indexatiepotentieel. Veel van de criteria die worden gepresenteerd zullen varianten zijn op deze twee! Het voeren van een discussie over bijvoorbeeld het wijzigen van het belang in aandelen op het moment dat de dekkingsgraad is gedaald, wordt gemakkelijker als vooraf is besloten welke kansen op onderdekking nog acceptabel zijn of hoeveel indexatiepotentieel minimaal wordt nagestreefd.

Een bekend gezegde luidt dat je het dak beter kunt repareren als de zon schijnt. Dat geldt ook voor de financiële positie van een pensioenfonds. De huidige lage dekkingsgraden, waarvan bij veel pensioenfondsen sprake is, bieden helaas weinig ruimte om op grote schaal risicoreducerende maatregelen te financieren.

### Risico's zonder risicopremie

Naast het bewust nemen van risico om rendement in de beleggingsportefeuille te genereren, is er in de beleggingsportefeuille ook sprake van risico's waar in verwachting geen risicopremie tegenover staat. Waarschijnlijk heeft u in de afgelopen jaren geïnvesteerd in de beheersing van deze risico's. Het gaat bijvoorbeeld om liquiditeitsrisico, waarderingsrisico, onderpandrisico en tegenpartijrisico. Onder "normale omstandigheden" is de ingerichte beheersing waarschijnlijk adequaat. Maar bij veranderende omstandigheden in de financiële markten is het van belang om bewust alle risico's en beheersmaatregelen opnieuw te bespreken. Zo kan bepaald worden of aanvullende maatregelen gewenst zijn. Een uitgangspunt dat u hierbij kunt hanteren is dat u niet kunt voorspellen of en wanneer er zich een extreme gebeurtenis in de markten gaat voordoen. Maar dat u er wel vanuit kunt gaan dat in geval die gebeurtenis zich voordoet markten voor korte of langere tijd minder goed zullen functioneren. Het is wenselijk om in die situatie zo weinig mogelijk te hoeven handelen in de markten. Er zijn beheersmaatregelen mogelijk die hieraan bijdragen. Bijvoorbeeld door

voldoende liquiditeit aan te houden in de portefeuille zodat in extreme omstandigheden hieraan geen tekort ontstaat.

Een ander concreet voorbeeld is de rol van *collateral management*, het vragen van onderpand aan de tegenpartij, als beheersmaatregel om het tegenpartijrisico te reduceren. Dit is normaal gesproken een voldoende beheersmaatregel. Maar als u, dankzij de waardeontwikkeling van een *interest rate swap*, een grote hoeveelheid onderpand (*collateral*) heeft ontvangen, dan kan dat onderpand weer een bron van nieuwe risico's zijn. Als de betreffende tegenpartij omvalt, is het goede nieuws dat uw vordering gedekt is door het onderpand. Maar het omvallen zal gepaard gaan met chaos in de financiële markten. Als u in die marktsituatie het onderpand wilt herbeleggen omdat het niet voldoet aan uw strategische asset allocatie, dan is dit waarschijnlijk geen goed moment. Daarnaast zal de waarde van het onderpand zeer sterk in waarde variëren. Het beperken van de hoeveelheid ontvangen onderpand is een extra beheersmaatregel. Dit kan bijvoorbeeld door het noveren van interest rate swaps: met de tegenpartij wordt afgesproken dat de omvang en de rente van een bestaande swap zodanig worden aangepast dat de waarde van swap weer op nul staat.

In dit hoofdstuk is geprobeerd om een aantal handvaten mee te geven voor risicomanagement gerelateerd aan het crisisplan. Het is onmogelijk om hier alle mogelijkheden uit te diepen. Maar met het volgende in gedachte kunt u de discussie over risicomanagement wel vereenvoudigen:

- Gaat het over risico's waar in verwachting een risicopremie tegenover staat of om risico's die in verwachting niets opleveren? Beide type risico vragen om een andere aanpak!
- Risico staat voor onzekerheid. Zodra onzekerheid zeker is geworden, vormt het geen risico meer. Dit betekent dat risico's niet uitgesloten kunnen worden. Het instellen van beheersmaatregelen om risico's te reduceren wel.

### **Te citeren als:**

Geraldine Leegwater, 2012, "Risicomanagement in crisistijd", in Koedijk en Slager (red.), 2012, "Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan", [crisisplan.blogspot.com](http://crisisplan.blogspot.com).

## 7. Pensioenfondsbestuur in crisistijd

### **Kees Koedijk en Alfred Slager**

*De toezichthouder benadrukt in de beleidsregel voor het crisisplan de rol van het bestuur. Zo wordt expliciet gevraagd om het besluitvormingsproces in geval van een crisissituatie bij het fonds te benoemen. Welke eisen stelt het aan een bestuur? De sector heeft al veel tijd en energie gestoken in het opstellen van deskundigheidseisen; de opgestelde deskundigheidseisen voor pensioenfondsbestuurders bieden echter geen uitkomst. Daarom doen wij een schot voor de boeg in dit artikel.*

### **Financiële crisis vanuit het perspectief van de bestuurder**

"I know it when I see it". Een veel gebruikte Amerikaanse uitdrukking, die ook van toepassing lijkt op een economische en financiële crisis. We zijn goed in staat te benoemen wat het is, als we erin zitten, maar hebben moeite vooraf te definiëren wat een crisis is. Een goede beschrijving is echter wel het uitgangspunt, om het besluitvormingsproces in kaart te brengen.

Een crisis is een al dan niet onverwachte een situatie die de doelen, of zelfs de continuïteit van de organisatie bedreigt. Voor een pensioenfonds is dat meestal een sterke daling van de dekkingsgraad in korte tijd waardoor eerder bepaalde beleidsdoelen, zoals de minimale kans op indexatie of de maximale kans op korting onrealistisch worden.

Voor een bestuur kunnen meerdere fases in de ontwikkeling van een crisis worden onderscheiden. Er is sprake van grote mate van onzekerheid in korte tijd, zowel in de ontwikkelingen buiten het pensioenfonds, als aan de bestuurstafel – ieder idee dat de nabije toekomst kan worden ingeschat is een illusie. Hierdoor is er in korte tijd een sterk toenemende behoefte aan duiding en extra informatie, en wel om drie redenen:

- Zekerheden waarop eerdere besluiten zijn geformuleerd, zijn verdwenen, waardoor extra informatie wordt gezocht.
- Een crisis komt vaak naar voren uit een onverwachte hoek. *Sub-prime loans* en securitisatie waren tot 2008 onderwerpen voor fijnproevers, en zeker geen gedeelde kennis aan de bestuurstafel. Beslissers willen deze materie tot zich nemen, wat een extra behoefte aan informatie betekent.
- Tenslotte, omdat de crisis uit een onverdachte hoek lijkt te komen, wordt snel gezocht naar andere indirecte effecten, relaties en risico's waar eerst niet naar gekeken werd.

Duidelijk is dat een keuze of besluit moet worden genomen. De fondsdoelstellingen worden immers bij lange na niet gehaald en bij menigeen zal de behoefte groot zijn om corrigerende actie te ondernemen. Het inwinnen van additionele informatie zal de onzekerheid over de te nemen keuze vergroten. Het wordt tijdens het inwinnen van die informatie snel duidelijk dat er veel uitkomsten zijn en dat het toedichten van kansen aan mogelijke gebeurtenissen praktisch onmogelijk is. Kortom: een situatie van Keynesiaanse onzekerheid (cf. Skidelsky, 2009). Om de spanning voor bestuurders nog verder op te voeren, bestaat bij de bestuurders de perceptie dat de periode waarbinnen besluiten genomen moeten worden eindig is. Moeilijke keuzes kunnen niet vooruitgeschoven worden. Van te voren kan bepaald worden at als de financiële schokken een dekkingsgraad onder de 90 veroorzaken, de continuïteit van het fonds gevaar loopt. Het is onder dergelijke omstandigheden eerder een kwestie van weken dan maanden voor dit kan gebeuren.

## Hoe reageer je als bestuur?

Dit zijn ronduit bedreigende omstandigheden voor een bestuurder van elke organisatie. Globaal zijn er vier reacties:

1. Het bestuur grijpt in op basis van een vooraf bepaald raamwerk. De crisis was in de beleving van het bestuur niet te voorspellen, en juist daarom heeft het bestuur vooraf vastgelegd wat het in bepaalde situaties doet.
2. Het bestuur grijpt *ad hoc* in, op basis van inzichten die op dat moment gelden. Door aanpassingen door te voeren krijgt het bestuur in haar perceptie weer “grip” op de situatie, en kan het aan deelnemers tonen dat zij er bovenop zat.
3. Het bestuur grijpt bewust niet in. Het bestuur stelt dat deze crises te verwachten waren, en onderdeel is van beleggen.
4. Het bestuur draait en grijpt niet in en rationaliseert dit achteraf. Dit is de “fingers crossed” variant, waar zowaar een (on)bedoelde strategie achter kan zitten. Immers, als het weer goed komt, dan kunnen de bestuurders aangeven dat zij waarlijk langetermijn beleggers waren en het hoofd koel hielden. In het geval de uitkomst slecht is kan de schuld aan iemand anders worden gegeven. Zo weten een aantal pensioenfondsen al meer dan twee jaar dat er gekort moet worden; maar laten het aan de toezichthouder over om het besluit af te dwingen, en kunnen het zo als “buiten hun beïnvloedingssfeer” wegzetten.

## Onderliggende oorzaken

Om een fonds goed te kunnen (be)sturen, is het van belang te begrijpen wat ten grondslag ligt aan bovengenoemde reacties. Wat veroorzaakt welke uitkomst? We noemen er een paar. Ze hebben met elkaar gemeen dat de manier hoe een bestuur er mee omgaat iets zegt over de bestuurscultuur.

1. Afkeer tegen verlies nemen. Dit is een menselijke eigenschap, die dus ook aanwezig is in bestuurders. Er is dan sprake van een sterke aversie tegen het verkopen van beleggingen met gedaalde koersen. Pensioenfondsbesturen lopen hier ondermeer tegenaan door het herbalanceringsbeleid (het “recht trekken” van de beleggingsmix als die door koersschommelingen sterk gewijzigd is).
2. Andere culturen. Het verschil tussen vermogensbeheerder en pensioenfonds komt vaak op een geprononceerde manier naar boven. Om het zwart-wit te stellen: in de denkwereld van de vermogensbeheerder speelt mean reversion en overreactie een sterke rol: koersen neigen op termijn naar een gemiddelde (mean reversion); en op korte termijn reageren beleggers te sterk op informatie. Het advies van vermogensbeheerders na sterk gedaalde koersen zal vaak zijn om niets te doen, en de schommelingen te accepteren zoals ze zijn. In de tussentijd kan de solvabiliteit van het fonds wel erg onder druk komen te staan. Hoewel dit paradoxaal klinkt, moet een bestuur er van uit gaan dat het advies van een vermogensbeheerder zo beschouwd tijdens een crisis van minder van belang is, en dat men vooral moet praten met de risicomanager.
3. Slecht begrepen beleggingsuitgangspunten. Fondsen bepalen de uitgangspunten van hun beleggingsbeleid in normale tijden, maar in een crisis heb je te maken met uitzonderlijke tijden die de bestuurders confronteren met de kleine lettertjes van de uitgangspunten. “Wij zijn een langetermijnbelegger” betekent in zo’n situatie noodgedwongen herbalanceren; ook al wil het bestuur dit liever niet.
4. Vage afspraken die niet tot actie leiden. Zo worden tussen fonds en uitvoerder afspraken gemaakt om met elkaar in contact te treden als de dekkingsgraad sterk gedaald is. Wat dan echter niet geregeld is, is de vraag wat te doen. Vanuit de *behavioral finance* weten we dat het beter is om de zaken om te draaien: van te voren vastleggen wat er gaat gebeuren, en het bestuur dwingen tot actie om daar van af te wijken.

5. De druk van de *peer group* is van belang. In een periode van onzekerheid is informatie verzamelen en delen van groot belang. De interesse voor wat andere fondsen doen neemt dan sterk toe. Het goede hiervan is dat de informatie helpt de besluitvorming robuuster te maken. De slechte toepassing is dat het als excuus wordt gebruikt (“ABP dekt de rente niet af, waarom wij wel?”).
6. Dood of de gladiolen. Zelfs al zijn de richtlijnen goed doorgedacht, en vastgelegd, dan nog kan in de hitte van de strijd worden gezegd: deze crisis is zo bijzonder, hier moeten we van afwijken. Een variant is: de koersen zijn nu zo hard gedaald, we kunnen nu niets anders dan hopen op een herstel.
7. Zelfoverschatting. Als het spannend wordt, neemt de roep naar de sterke man toe. In een bestuurlijke context is dat de bestuurder of externe adviseur die het zelfverzekerdst overkomt, met stelligheid een visie geeft over waar de markten naar toe gaan, en dat misschien ook lardeert met verwijzingen die hij of zij in de vorige crises heeft opgedaan. Kortom, een echte veteraan. Professionals in de financiële sector blijken echter keer op keer notoir slechte voorspellers, die leiden aan zelfoverschatting. Als andere bestuurders geen weerwoord geven, worden de rangen binnen het bestuur snel gesloten, maar loopt het fonds het risico van tunnelvisie.

## Wat kan een bestuur nu doen?

Nu kennen we belangrijke symptomen en mogelijke oorzaken. Maar wat kun je als bestuurder nu doen om te voorkomen dat je in een ongewenst scenario belandt? De aanbevelingen op een rij:

- Benoem in het plan expliciet wat er moet gebeuren in welk scenario. Hiermee voorkom je uitstelgedrag en het vermijden van moeilijke beslissingen. Voordeel is dat er een automatische piloot is: als de dekkingsgraad daalt, dan bouwen we aandelen af zodat de kans op een dekkingsgraad onder de 90 gelijk blijft. Een bestuur formuleert zo vooraf een standaard aanpak voor zichzelf, en wordt door het instellen van deze “regels” gedwongen af te wijken. Een motivatie is niet nodig en maakt snel handelen mogelijk.
- Oefen crisisscenario's in normale tijden en leg het vast. Het bestuur kan in normale tijden “oefenen” voor abnormale tijden. Brandweermannen, ambulancepersoneel doen dit al, elke organisatie heeft bedrijfshulpverleners. Het zou een vast onderdeel van de bestuursopleidingsdagen kunnen zijn om dit te simuleren.
- Formuleer expliciete exitpunten over het beleggingsbeleid. Besef dat deze uitgangspunten onder druk komen tijdens een crisis en dat het uitspreken van de uitgangspunten vooraf paniekbeslissingen voorkomt. Motiveer beleggingsbesluiten met duidelijke voorwaarden wanneer, en in welke gevallen het besluit geëvalueerd moet worden. Zo wordt overmoed in besluitvorming geëxpliciteerd (zie bijvoorbeeld Stork, 2011), waardoor het bestuur met een realistischere mindset de crisis kan beheersen.

## Referenties

Robert Skidelsky, *The Return of the Master* (London: Penguin Books Ltd., 2009).

Marius van Winden en M. Rietdijk, *Slag om de toekomst* (Amsterdam: Balans, 2003).

Stork, Philip A., “Towards Better Risk Management for Dutch Banks” (“Naar Beter Risicomanagement bij Nederlandse Banken”), *Banking Code Monitoring Committee White Paper* (July 11, 2011). Beschikbaar via [SSRN](#).

## Te citeren als:

Kees Koedijk en Alfred Slager, 2012, “Pensioenfondsbestuur in crisistijd”, in Koedijk en Slager (red.), 2012, “Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan”, [crisisplan.blogspot.com](#).

# 8. Over rollen en verantwoordelijkheden

## Jan Bertus Molenkamp

*De normale governancestructuur bij pensioenfondsen lijkt goed voor de besluitvorming in normale tijden, maar werkt deze ook in tijden van crisis? Wie doet wat als de crisis aanklopt? Wat kan van tevoren al worden geregeld? En hebben we een crisisplan voor het systeemrisico?*

### Bestuur verantwoordelijk

Over de vraag waar rollen en verantwoordelijkheden ten tijde van een financiële crisis liggen kunnen we kort zijn: bij het bestuur van het pensioenfonds. Wie de ambitie heeft om zich in zonnige omstandigheden op het pluche te vleien, moet ook in stormachtige omstandigheden gedurende een crisis laten zien dat hij (zij) zijn (haar) mannetje (vrouwje) staat. Dat klinkt logisch en dat is het ook. Want het bestuur wordt geacht zich maximaal in te spannen voor de deelnemers. Bestuurders moeten er in de eerste plaats van doordrongen zijn dat ze in een dergelijke alarmsituatie beschikbaar moeten zijn. Het zijn simpele basisregels: het is Code Rood en al het andere heeft minder prioriteit.

Het bestuur moet initiatief nemen om een crisisplan op te stellen. Zo'n plan schetst aan de hand van verschillende rampscenario's een duidelijk beeld van de acties die nodig zijn op het moment dat de crisis zich aandient. Dat is positief. Hierdoor kunnen de verschillende geledingen in het pensioenfonds van tevoren bekend zijn met de afwegingen die zijn gemaakt en de wijze waarop handelend opgetreden moet worden. Het crisisplan zou in feite het mandaat moeten verschaffen om te handelen tijdens crises.

### Balans in governance

Onder het tegenwoordig alom heersende paradigma dat alles beheersbaar moet zijn is het crisisplan een logische stap. Helaas is de essentie van een crisis nou net dat we even niet 'in control' zijn. Papieren plannen zijn hooguit ondersteunend. Het streven dient gericht te zijn op een goede balans in de governance zodat deze effectief is in de crisis die we moeten beheersen. Je kunt bijvoorbeeld alles 'driedubbel' uitvoeren en beweren dat je zeer prudent en uitermate verstandig georganiseerd bent. Het is dan echter zeer goed mogelijk dat er sprake is van *overgovernance*, waardoor je juist in tijden van crisis extra gevoelig bent door trage besluitvorming.

"Een oorlogsplan is geldig totdat de eerste kogel wordt afgevuurd", is een bekende militaire wijsheid. Hoe goed je voorbereiding ook is, de crisis zal zich altijd anders voordoen dan van tevoren is bedacht. Ga daar gerust van uit.

### Praktische aanpak

We staan stil bij een aantal praktische punten die essentieel zijn om het pensioenfonds succesvol door de crisis te loodsen.

- Het moet helder zijn of er sprake is van een crisis en of het crisisplan in werking moet treden. Denk na over de criteria wanneer een dergelijk plan in werking moet treden en welke stappen genomen moeten worden.
- Omdat de normale governance structuur niet goed werkt in tijden van een crisis, is het belangrijk dat alle belanghebbenden vooraf op de hoogte zijn van diverse crisisscenario's en de mogelijk te ondernemen acties (instrumenten).

- Niet alle bestuurders hoeven zich continu met de crisis bezig te houden; het verdient aanbeveling om een crisisteam in het leven te roepen. Zo'n team bestaat idealiter uit mensen met een groot draagvlak in de organisatie, bijvoorbeeld de bestuursvoorzitter samen met de voorzitter van de beleggingscommissie. Leg bij voorkeur ook een lijn naar het pensioenbureau door iemand aan het crisisteam toe te voegen in een ondersteunende rol die gedurende het proces de contouren van een communicatieplan kan opstellen.
- Het crisisteam neemt noodzakelijke besluiten die passen bij het mandaat dat het heeft en documenteert die besluiten. Achteraf mogen anderen daar iets van vinden. Beslissers moeten beslissen, daarvoor zijn ze aangesteld. Andere organen in het pensioenfonds worden op de hoogte gehouden voor zover dat nodig is, maar hun instemming of toestemming zou niet vereist moeten zijn.
- Een mandaat dient zo eenvoudig mogelijk te zijn. Dat geldt eveneens voor mogelijke acties. Het gaat in een crisis in eerste instantie om de grote lijn en de richting.
- Het is verstandig om mogelijke acties tot in detail door te nemen. Dat vraagt van het pensioenfonds een gedegen voorbereiding: welke afspraken kunnen van tevoren worden gemaakt en aan wie worden (operationele) taken gedelegeerd?
- Uitvoerders kunnen helpen bij het crisisplan. Het totaaloverzicht dat bijvoorbeeld een fiduciair manager kan bieden, kan zowel bij de voorbereiding als in de fase van probleemanalyse een goede ondersteuning bieden
- Maak vooraf duidelijk welke onderdelen van het pensioenfonds en de uitvoerende organisatie (en mogelijk andere partijen) in actie moeten komen. Zorg ervoor dat het crisisteam eventuele voorbereide vervolgacties pas accordeert na analyse van de situatie.
- Maak helder wat je van business partners (administrateur, vermogensbeheerder, adviseurs etc.) verwacht ten tijde van een crisis, aangezien zij bij de implementatie een belangrijke rol zullen spelen.

Tot slot een praktisch punt van aandacht voor De Nederlandsche Bank. Er is een reëel risico dat als de crisis daadwerkelijk aanklopt alle pensioenfondsen op hetzelfde moment gelijksoortige acties gaan ondernemen, waardoor alleen maar een verdere verdieping van de crisis optreedt. Kortom, het eisen van een crisisplan door DNB maakt ook nieuwsgierig naar wat het crisisplan van DNB is wanneer dit systeem risico optreedt.

- Denk na over de criteria wanneer een crisisplan in werking moet treden en welke stappen genomen moeten worden.
- Zorg dat alle belanghebbenden vooraf op de hoogte zijn van crisisscenario's en instrumenten.
- Roep een crisisteam in het leven.
- Het crisisteam heeft mandaat om zelf noodzakelijke besluiten te nemen.
- Een mandaat en de mogelijke acties dienen zo eenvoudig mogelijk te zijn.
- Uitvoerders kunnen helpen bij het crisisplan.
- Expliciteer vooraf welke onderdelen van het fonds en de organisatie in actie moeten komen.
- Maak helder wat je van je business partners verwacht tijdens een crisis.

### Te citeren als:

Jan Bertus Molenkamp, 2012, "Over rollen en verantwoordelijkheden", in Koedijk en Slager (red.), 2012, "Crisisplan voor pensioenfondsen: Het grotere plan achter het crisisplan", [crisisplan.blogspot.com](http://crisisplan.blogspot.com).



# Bijlage

## Bijlage 1

*De relatie tussen de rente en aandelenkoersen op het vermogen en de verplichtingen van het pensioenfonds*

Bijlage bij [hoofdstuk 5](#), Jelle Mensonides

Hieronder worden de regressieresultaten weergegeven tussen het vermogen en verplichtingen van het totaal van de Nederlandse pensioenfondsen en de rente en koersveranderingen van aandelen. Het betreft de periode van het eerste kwartaal 2007 tot en met het derde kwartaal 2011. De analyse is uitgevoerd op kwartaalcijfers (bron: DNB).

$\dot{A} = 0,55 \dot{E} - 6,8 \Delta R + 1,1$	(1)	$R^2 = 0,77$
$\dot{L} = -16,4 \Delta R + 1,8$	(2)	$R^2 = 0,98$
$\Delta DG = DG (0,55 \dot{E} + 9,6 \Delta R - 0,7)$	(3)	

Toelichting: A: het vermogen. L: de verplichtingen. DG: de dekkingsgraad. E: de opbrengst van aandelen. Genomen is de Eurostoxx index, de S&P500 index en de Nikkei225 index met als weging 50, 40 en 10 procent. R: de gemiddelde rentetermijnstructuur, waarbij voor de bepaling van het gemiddelde de langere looptijden zwaarder wegen dan de kortere. Een stip boven de variabelen geeft aan een relatieve verandering; is een absolute verandering. Een R2 van 0.77 zegt dat 77% van de variantie van de variabele aan de linkerkant van het “= teken” wordt verklaard door de varianties van de factoren aan de rechterkant van dit teken. Het cijfer -6,8 in vergelijking (1) is de relatieve waardeverandering van het vermogen als gevolg van een absolute verandering van de rente met 1 procentpunt. Het cijfer voor de  $\Delta R$  kan worden geïnterpreteerd als de gemiddelde looptijd (‘duration’) van het vermogen, respectievelijk van de verplichtingen. Bij benadering geldt dat  $\Delta DG = DG \{A - L\}$ . Deze is gebruikt in vergelijking (3) waarbij (1) en (2) dienen als input.

Terug naar [hoofdstuk 5](#)

# Biografieën



## Jelle Beenen

Jelle Beenen is Business Leader Investment Consulting voor de Benelux bij Mercer en lid van Mercer's Alternatives Investment Committee. Na functies in de kwantitatieve derivatenresearch bij ABN AMRO Bank en Rabobank International was hij van 2000 tot 2008 werkzaam bij PGGM o.a. als hoofd Alternative Beta en hoofd Commodities & Quantitative Strategies. Jelle Beenen is gepromoveerd in de mathematische fysica aan het Imperial College van de Universiteit van Londen.



## Jaap van Dam

Als Managing Director Strategy is Jaap van Dam verantwoordelijk voor de strategische portefeuilleconstructie van PGGM Investments. Ook is hij lid van MT Front Office, ALM Comité en Investment Committee. Hiervoor werkte hij onder meer als beleggingsanalist bij de Algemene Bank Nederland, hoofd Fundsresearch bij bank Mees & Hope en hoofd Portefeuillestrategie en Research en CIO bij Vermogensgroep. Hij studeerde bedrijfseconomie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



## Kees Koedijk

Kees Koedijk is hoogleraar Financieel Management en decaan aan Tilburg University. Zijn toonaangevend onderzoek omvat financiering en beleggen, waarbij duurzaamheid en het besturen van pensioenfondsen de boventoon voeren. Sinds 2010 is hij lid van de Monitoring Commissie Code Banken. In datzelfde jaar was hij lid van de commissie Scheltema, die onderzoek deed naar de ondergang van de DSB Bank. Tevens had en heeft hij zitting in diverse beleggingsadviescommissies.



## Geraldine Leegwater

Drs. Geraldine Leegwater CFA is, sinds september 2004, CIO bij het ABN AMRO Pensioenbureau. Zij is verantwoordelijk voor het beheer van de beleggingsportefeuille van het ABN AMRO Pensioenfonds (ca 11 miljard Euro). Voordat zij CIO werd, was zij werkzaam bij ABN AMRO Asset Management (1998 – 2004). Geraldine is afgestudeerd als monetair econoom en Oosteuropadeskundige aan de Rijksuniversiteit Groningen.



### **Jelle Mensonides**

Jelle Mensonides is Financieel adviseur Institutioneel vermogensbeheer. Tussen 1992 en 2005 werkte hij bij ABP Vermogensbeheer. Daarvoor werkte hij onder meer bij de Generale Thesaurie van het Ministerie van Financiën (1981-1992) en bij het Centraal Planbureau (1975-1981). Hij studeerde Macro-economie aan de Rijksuniversiteit Groningen.



### **Jan Bertus Molenkamp**

Jan Bertus Molenkamp is sinds eind 2005 werkzaam bij Kempen Capital Management en is verantwoordelijk voor klantoplossingen. Hij begon zijn carrière in 1992 bij Klein Haneveld & Associates als ALM researcher en consultant. Van 1995 tot en met 2005 heeft hij verschillende functies uitgeoefend bij Mn Services. Van 2001 tot 2009 heeft hij tevens onderzoek gedaan op gebied van pensioenfondsen aan de Vrije Universiteit van Amsterdam.



### **Dirk Schoenmaker**

Prof. Dr. Dirk Schoenmaker is decaan van de Duisenberg school of finance. Hij is tevens hoogleraar Finance, Banking and Insurance aan de Vrije Universiteit Amsterdam. Vóór zijn aanstelling aan de Duisenberg school in 2009, werkte hij bij het Ministerie van Financiën en het Ministerie van Economische Zaken in Nederland. Hij was lid van het Europees Comité voor het bankwezen en de Financial Services Comité van de Europese Unie.



### **Alfred Slager**

Alfred Slager is directeur Applied Research aan Tilburg University en hoogleraar Pension Fund Management aan TiasNimbas Business School. Hij werkte bij eerder bij Fortis Investments als vermogensbeheerder, en bij diverse pensioenfondsen, onder meer als beleggingsstrateeg en beleidsadviseur bij PGGM, en Chief Investment Officer bij Stork Pensioenfonds. Hij doet onderzoek en publiceert over pensioenfondsen en beleggingen.



### **Martijn Vos**

Drs. Martijn Vos, RBA, is hoofd Pension Risk Management bij Ortec Finance bv., waar hij sinds 1995 werkt. Hij heeft gewerkt als consultant voor pensioenfondsen, verzekeraars, vermogensbeheerders en ondernemingen. Vanaf 2000 heeft hij zich met name gericht op strategische advisering van pensioenfondsen. Sinds 2003 zit hij in het Management Team. Als managing director is Martijn verantwoordelijk voor de activiteiten van Ortec Finance op het gebied van Pension Risk Management. Deze advisering vindt met name in Nederland, Zwitserland en de UK plaats.