

# Nederlandse Pension Fund Governance in de praktijk

## Inleiding

Op 1 januari 2007 is de nieuwe Pensioenwet van kracht geworden. Deze stelt in zeer algemene termen dat goed bestuur moet worden gewaarborgd. Er worden suggesties gegeven waarop dit kan worden gedaan, maar pensioenfondsen zijn vrij in de wijze waarop hier invulling aan wordt gegeven. In de zomer van 2008 is er vanuit Nyenrode en INHolland een grootschalig onderzoek uitgezet onder belanghebbenden binnen de pensioenwereld. Dit onderzoek is uitgevoerd in opdracht van de Stichting Performance. Het hoofddoel van dit onderzoek was het in kaart brengen van de veranderingen in

de bestuursstructuur van pensioenfondsen: hebben deze plaatsgevonden, en zo ja: in welke mate?

Een tweede doel was het meten van de gepercipiëerde effectiviteit van de veranderingen: wat vinden bestuurders en deelnemersraadsleden hier zelf van? En hoe kijkt de (dienstverlenende) buitenwereld hier tegenaan?

Met de antwoorden op deze vragen brengen we de huidige governance situatie in Nederland duidelijk in kaart. De uitkomsten zijn niet alleen relevant voor de pensioenwereld zelf, maar ook voor beleidsmakers op dit gebied. We hopen hiermee bij te dragen aan

Prof. dr. Jaap  
Koelewijn (r)<sup>1</sup>  
Drs. Dirk  
F. Gerritsen (l)<sup>2</sup>



een voortdurende discussie omtrent het nut van een professionelere pension fund governance.

Het artikel is als volgt opgebouwd. We beginnen met een review van belangrijke literatuur op het gebied van pension fund governance. Vervolgens wordt de onderzoeksmethodologie en de steekproef besproken, waarna de onderzoeksresultaten naar voren komen. Het geheel wordt afgesloten met conclusies.

### Literatuurreview

Pension Fund Governance (PFG) krijgt in de academische literatuur steeds meer aandacht. Recent is er een aantal artikelen over verschenen, de belangrijkste bevindingen zullen beknopt in deze sectie worden besproken.

In een studie van de hand van Ambachtsheer et al. (1998) is een link gelegd tussen PFG en de resultaten van 80 Amerikaanse en Canadese pensioenfondsen in de periode 1993-1996. Zij concludeerden dat pensioenfondsen – zelfs na correctie voor extra kosten en risico's – jaarlijks een *underperformance* van 60 basispunten lieten zien ten opzichte van de benchmark. In 2005 hebben Ambachtsheer et al. (2008) dit onderzoek herhaald en hierbij is meer gefocust op de governance aspecten. Zij concludeerden dat fondsen met de beste governance jaarlijks 2,4% meer rendement op beleggingen behalen dan de fondsen met de slechtste governance. Aan governance wordt in dit onderzoek een waarde gehangen op basis van 45 vragen aan pensioenfondsbestuurders. Met betrekking tot deze governance is er door Ambachtsheer et al. gevraagd naar waar de aandachtspunten op het gebied van PFG zich bevonden. Op het toezichtterrein gaven de meeste respondenten (44%) aan dat zij kwesties op het gebied van het principaal/agent probleem het belangrijkste vonden. Op managementgebied identificeerde een ruime meerderheid (73%) dat strategische planning en managementeffectiviteit meer aandacht behoeven. Ook de deskundigheid van het bestuur wordt als belangrijke *issue* aangemerkt. In het verlengde hiervan liggen ook de delegatie van taken door het bestuur en de beleggingen en risicomanagement. Een minder deskundig bestuur heeft vaker moeite met het onderscheiden van delegatie en management. Een duidelijke uitbesteding zal daaronder lijden, en de beleggingsdoelen zullen bij een minder deskundig bestuur niet altijd helder zijn uiteengezet.

Voor wat betreft deze deskundigheid, wordt waargenomen dat de strategische planning is toegenomen in de periode tussen beide studies. Het selectieproces van nieuwe bestuursleden daarentegen is nog steeds niet op voldoende hoog niveau, en ook zelfevaluatie is eerder uitzondering dan regel. Zwak toezicht kan er verder toe leiden dat er geen oplossing komt aan de tegengestelde financiële belangen van de verschillende belanghebbenden.

Een ander recent onderzoek in Amerika is uitgevoerd door Harper (2008). Harper gaat verder in op de relatie tussen het bestuur en de resultaten. Hierbij wordt gefocust op de samenstelling van het bestuur en op de grootte ervan. Er is geen relatie te vinden tussen samenstelling (*buitenstaander, benoemd, gekozen en ambtshalve*) en de beleggingsresultaten. Wél is er invloed van de samenstelling op de dekkingsgraad. Ambtshalve leden zorgen voor een hogere dekkingsgraad. De grootte van het bestuur is ook van invloed op de dekkingsgraad. Hoe groter het bestuur, hoe lager de dekkingsgraad wordt. Verklaringen die hiervoor worden aangedragen zijn een verlies aan focus, eventueel aangetrokken niet-gekwalificeerde leden en de vergrote kans op dubbele agenda's. Ammann en Zing (2008) concluderen op basis van onderzoek onder Zwitserse pensioenfondsen dat een fulltime aanstelling van de CEO positief bijdraagt aan het beleggingsresultaat. Dit kan worden veroorzaakt door de steeds complexer wordende pensioen- en beleggingswereld. Andere governanceaspecten die positief uitwerken op het beleggingsresultaat zijn het zetten van duidelijke doelen (bijvoorbeeld een minimum rendementseis) en een duidelijke beleggingsstrategie (voorbeelden zijn een strategie gebaseerd op ALM en het maken van realistische schattingen van de beleggingsopbrengsten). Niet alle onderzochte governance onderdelen hadden een positieve uitwerking op het beleggingsresultaat.

In de literatuur, maar ook door divisiedirecteur Toezicht Beleid bij De Nederlandsche Bank Klaas Knot ("Als je er als pensioenfonds bewust voor kiest om klein te blijven, heb je wel iets uit te leggen" in: Het Financieele Dagblad, 29-10-2007) wordt gesuggereerd dat grote fondsen efficiënter werken dan kleine. Schaalgrootte met bijbehorende voordelen kan hieraan ten grondslag liggen. Hierbij valt te denken aan een betere onderhandelingspositie bij het uitbesteden van beleggingen, aan het mogelijk maken van een professioneel managementteam, maar ook aan

lagere uitbestedingskosten per deelnemer doordat de totale kosten over een groter aantal deelnemers kan worden gespreid. Huang en Mahieu (2008) vinden bewijs voor deze stelling bij Nederlandse pensioenfondsen: grote pensioenplannen zijn er beter toe in staat om consequent de benchmark te verslaan dan kleine fondsen. Ook Ambachtsheer et al. (1998) en Molenkamp en Zweekhorst (2004) trokken reeds de conclusie dat grootte van het fonds een determinant was voor de prestaties van het fonds.

Ambachtsheer (2007) geeft tot slot in een *working paper* in 2007 aan dat een goed geleide pensioenorganisatie moet voldoen aan de volgende vier eisen:

- Onafhankelijk opereren, met als enige doel pensioenen te leveren op een kostenefficiënte manier
- Een professionele bestuursstructuur waar zowel aandacht moet zijn voor vertegenwoordiging vanuit diverse belanghebbenden maar ook voor competenties.
- Cultuur gericht op goede prestaties, met daarbij remuneratie op voldoende niveau om goede mensen aan te kunnen trekken
- De grootte moet voldoende zijn om schaalvoordelen te kunnen realiseren.

Er blijkt dus een relatie te zijn tussen governance en beleggingsresultaten. De relatie is niet eenduidig, daar niet alle governance aspecten positief bijdragen aan de financiële resultaten van een pensioenfonds.

### Onderzoeksmethodiek

Uit het literatuuronderzoek is gebleken dat een goede governance betere financiële resultaten tot gevolg kan hebben, waarmee de noodzaak van een goede governance wordt onderbouwd. In dit onderzoek is onderzocht hoe de governance van Nederlandse pensioenfondsen er momenteel voor staat. Een eventueel verband met financiële resultaten wordt hierbij niet onderzocht. Maar gezien de in het voorgaande aangetoonde relatie, hopen we dat een zich steeds verder ontwikkelende governance ook positieve financiële implicaties zal hebben.

Voor dit onderzoek is een enquête uitgezet richting een aantal groepen belanghebbenden binnen de pensioen- en verzekeringswereld. Dit zijn bestuurders, leden van de deelnemersraad, vermogensbeheerders, uitvoerders en actuarissen. Om er zorg voor

te dragen dat zoveel mogelijk personen werkzaam in deze branches konden deelnemen, is er bij het verspreiden van de uitnodiging voor deelname aan de enquête gebruikgemaakt van verschillende distributiepartners, te weten IPE/IPN (Investment and Pensions Nederland), Bureau Bosch, Stichting Pensioen Opleidingen (SPO) en het Actuarieel Genootschap (AG).

Het exacte aantal personen dat de uitnodiging heeft ontvangen is niet te geven, omdat doublures in databestanden een vertroebeld beeld zouden kunnen geven. Uiteindelijk is er een respons geweest van 480 mensen uit de pensioenwereld, waarmee dit één van de grootste onderzoeken door en voor de Nederlandse pensioensector is. De deelnemers zijn als volgt in te delen (zie tabel 1).

Tabel 1. De verdeling van de deelnemers aan het onderzoek

Functie	Aantal
Pensioenfondsbestuurders	167
Leden deelnemersraad	55
Vermogensbeheerders	118
Uitvoerders	86
Actuarissen	54

Deze vijf doelgroepen zijn onder te verdelen in internen en externen. Internen zijn mensen binnen het pensioenfonds/ verzekeraar (bestuurders en deelnemersraadsleden) en externen zijn personen die werkzaam zijn bij een andere organisatie die diensten aanbiedt aan een pensioenfonds. De respons varieert per groep (zie tabel 1). Om aan elke groep toch een gelijk gewicht toe te kennen is er voor gekozen om in het vervolg van het rapport – ook in de verdere responsomschrijving van deze sectie – gebruik te maken van groepsgewogen gemiddelden.

De internen hebben we naar achtergrondkenmerken gevraagd, om op deze manier een beter beeld te krijgen van de deelnemers van het onderzoek.

Tabel 2. Verdeling van de respondenten

Vermogen (in € mln)	Pensioen-fonds-bestuurders	Deel-nemers-raad	Totaal internen (Gelijk-gewogen)
0-100	18%	18%	18%
100-500	38%	24%	31%
500-1000	17%	7%	12%
1000-5000	19%	18%	19%
5000-groter	8%	33%	20%
Totaal aantal	167	55	

In Nederland waren er aan het einde van het 3<sup>e</sup> kwartaal 2008 667 onder toezicht staande pensioenfondsen.<sup>3</sup> Gezien de respons van 167 pensioenfondsbestuurders kan worden gesteld dat in deze enquête een significant deel van de pensioenfondsen vertegenwoordigd is. De fondsen onderverdeeld naar grootte geeft het beeld zoals weergegeven in tabel 2. De 667 fondsen zijn volgens DNB voornamelijk ondernemingspensioenfondsen (84%). In het huidige PFG onderzoek is er een meer gelijke verdeling tussen ondernemingspensioenfondsen en bedrijfstakpensioenfondsen, zie tabel 3.

Tabel 3. Verdeling van de deelnemende pensioenfondsen/verzekerde regelingen, vergeleken met het totaal aantal geregistreerde pensioenfondsen in Nederland. Additionele bron: DNB Register (3<sup>e</sup> kwartaal 2008)

Type pensioenfonds	Bestuurders	Deel-nemers-raad	Gelijk-gewogen
Ondernemings-pensioenfonds	71%	42%	56%
Bedrijfstakpensioenfonds	28%	58%	43%
Beroepspensioenfonds	1%	0%	1%
Sociale wetgeving			0%
Verzekerde regeling	1%	0%	0%
Totaal aantal	167	55	222

Vervolgens is gevraagd naar de basisregeling die het fonds verzorgt. Defined Benefit is het meest voorkomend, gevolgd door Collectief Defined Contribution.

Tabel 4. De verzorgde basisregeling door de ondervraagde pensioenfondsen

Basisregeling	Bestuurders	Deel-nemers-raad	Gelijk-gewogen
Defined Benefit	66%	47%	57%
Collectief Defined Contribution	27%	40%	34%
Individueel Defined Contribution	3%	6%	4%
Verzekerde regeling	4%	7%	6%
Totaal aantal	167	55	

Als laatste beschrijvende statistiek is er onderzocht of de dekkingsgraad zich hoger of lager dan de vereiste nominale dekkingsgraad bevond. Opvallend is dat ruim 18% van de internen (bestuurders en deelnemersraadsleden) geen idee had wat de vereiste dekkingsgraad eind 2007 ongeveer was.

Tabel 5. De financiële situatie van de deelnemende fondsen

	Bestuurders	Deel-nemers-raad	Gelijk-gewogen
Geen tekort, vereiste dekkingsgraad bekend	65%	55%	60%
Geen tekort, vereiste dekkingsgraad niet bekend	31%	35%	32%
Tekort, vereiste dekkingsgraad bekend	1%	6%	3%
Tekort, vereiste dekkingsgraad niet bekend	4%	6%	5%
Totaal aantal	167	55	

De externe partijen bestaan uit vermogensbeheerders, uitvoerders en actuarissen. Omdat de focus van het onderzoek op de pensioenfondsen en verzekeraars ligt, hebben we de externen niet naar achtergrondgegevens gevraagd.

De respondenten is via internet 10-15 vragen en stellingen voorgelegd, afhankelijk van het type respondent. De vragen concentreren zich rondom de veranderingen in de governancestructuur bij de fondsen. Gevraagd is naar de effectiviteit van de veranderingen, zowel zoals gepercipieerd door internen, als waargenomen door externen.

De literatuur suggereert dat fondsgrootte een belangrijke determinant is voor de performance van het fonds. In het vervolg van het onderzoek zal er daarom ook in dit rapport onderscheid worden gemaakt tussen kleine en grote fondsen op basis van beheerd

vermogen, waarbij er gefocust wordt op mogelijke verschillen in governancebeleving tussen deze twee categorieën.

Resultaten worden significant genoemd wanneer het resultaat binnen het 95%-betrouwbaarheidsinterval valt. Internen en externen worden bij de meeste vragen gepoold weergegeven. Voor die gevallen is een gelijkgewogen gemiddelde bepaald.

### Resultaten

Het doel van de enquête is het vaststellen van de stand van zaken op het gebied van Pension Fund Governance. Welke veranderingen zijn door de pensioenfondsen en verzekeraars ingevoerd, en hoe kijken de bestuurders en deelnemersraadsleden hier tegenaan? Minstens zo interessant is om te constateren hoe 'outsiders' hier tegenaan kijken. Vindt bijvoorbeeld de actuaaris de doorgevoerde veranderingen net zo effectief als de bestuurder zelf?

Een aantal vragen hebben we aan zowel internen en externen kunnen stellen. Bij dit type vragen illustreren we verschillende inzichten (als die er zijn) tussen internen en externen. Andere vragen hebben we alleen aan één soort partij kunnen stellen.

De resultaten zijn onderverdeeld in twee onderdelen: de huidige situatie bij de fondsen en de doorgevoerde veranderingen.

Allereerst is de draagkracht voor het onderzoek onderzocht. De overgrote meerderheid van de belanghebbenden is ervan overtuigd dat er een relatie bestaat tussen (financiële) prestaties en de wijze van besturen van een pensioenfonds of verzekerde regeling. De uitvoerders zijn het minst overtuigd, hiervan geeft 75% aan dat er wél een relatie was. De deelnemersraadsleden waren het meest positief: 90% is van mening dat die relatie bestaat. In het vervolg van dit onderzoek is onderscheid gemaakt naar internen en externen.

#### *De huidige governance*

Zoals inmiddels aan de orde is gekomen, is de meerderheid van de pensioenwereld het ermee eens dat er een relatie is tussen de wijze van besturen en de financiële prestaties van een fonds. Volgens de Pensioenwet moesten pensioenfondsen de governance in 2007 hebben geïmplementeerd. Dat de governance op dit moment nog niet bij alle pensioenfond-

sen op hetzelfde niveau is geregeld, wordt onderkend door de vermogensbeheerders, uitvoerders en actuarissen. Maar liefst 83% van deze groep vindt dat er nog een groot verschil in governance is tussen de verschillende pensioenfondsen. Zij vinden de bedrijfstakpensioenfondsen de beste governance hebben, gevolgd door ondernemingspensioenfondsen. Beroepspensioenfondsen worden als derde genoemd en de verzekerde regelingen sluiten de rij.

De externen gaven in grote meerderheid aan dat grotere pensioenfondsen over het algemeen een betere governance hebben. Dit komt overeen met het beeld dat we krijgen van de internen: bedrijfstakpensioenfondsen hebben over het algemeen een groter beheerd vermogen dan de ondernemingspensioenfondsen.

Goed bestuur heeft alles te maken met het helder stellen van doelen. Deze doelen dienen vervolgens afgestemd te zijn op de verschillende belanghebbenden van het pensioenfonds. In het kader van het financiële doel van het fonds hebben we de pensioenfondsbestuurders de volgende keuzen voorgesteld: (a) een beter beleggingsresultaat halen dan gemiddeld andere Nederlandse fondsen; (b) het zo goed doen als de beste beleggers wereldwijd, of (c) de beleggingsdoelstelling van het fonds realiseren. 10% van de bestuurders waren het eens met stelling (a), 7% koos stelling (b) en 83% ging voor stelling (c). De grote meerderheid is tevreden wanneer het bereikt wat het fonds voor ogen staat. Toch gebruikt een zesde van de bestuurders andere Nederlandse of zelfs wereldwijde fondsen als benchmark voor het eigen optreden. Een mogelijk risicovolle strategie die daarbij de doelen van het eigen fonds van ondergeschikt belang kan maken. Er is hier geen onderscheid tussen verschillende grootten of typen pensioenfondsen.

Behalve beleggingsresultaat hebben pensioenfondsen nog een ander doel: het op peil houden van de dekkingsgraad. In dit kader hebben we internen gevraagd naar de dekkingsgraad ultimo 2007 en deze vergeleken met de vereiste dekkingsgraad op die datum. Zoals reeds gemeld, waren niet alle respondenten op de hoogte van de vereiste dekkingsgraad. Van de 63% van de bestuurders en deelnemersraadsleden die dit wél wisten, hebben we becijferd of er al dan niet een dekkingstekort was.

Tabel 6. *Verskil tussen de dekkingsgraad en de vereiste dekkingsgraad (beide ultimo 2007)*<sup>4</sup>

Verskil dekkingsgraad met vereiste dekkingsgraad	Ondernemingspensioenfonds	Bedrijfstakpensioenfonds
-1	3%	3%
0	25%	19%
+1	31%	37%
+2	23%	27%
+3	9%	12%
+4	6%	2%
+5	2%	0%

Eind 2007 bevonden zich weinig fondsen in onderdekking.

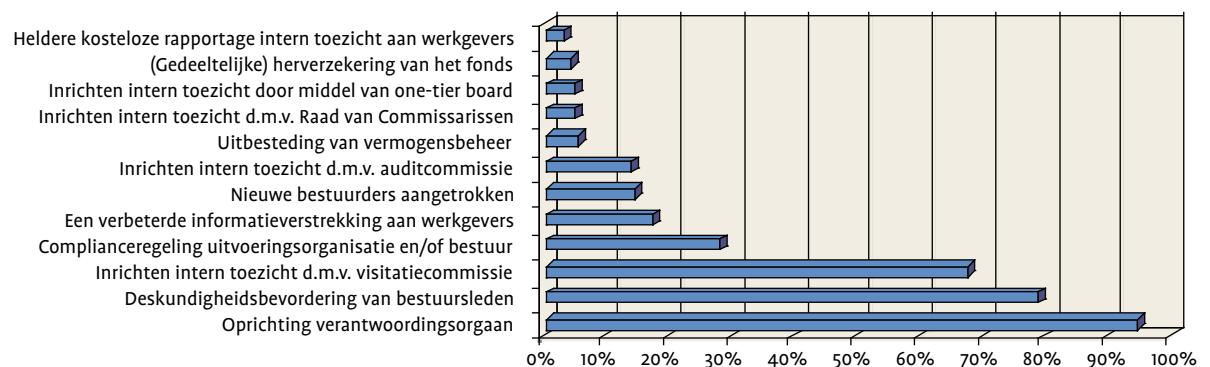
Pensioenfondsen zijn nog vrij in de manier waarop goed bestuur wordt gewaarborgd. Maar, volgens de wet, moeten er wel governance gerelateerde veranderingen worden doorgevoerd, tenzij dit al op orde was. De doorgevoerde veranderingen staan weergegeven in figuur 1.

Pensioenfondsen blijken in groten getale een verantwoordingsorgaan te hebben opgericht. Ook deskundigheidsbevordering van de bestuursleden heeft hoog op de agenda gestaan, alsmede het inrichten van een visitatiecommissie. Er is één fonds geweest dat geen veranderingen heeft doorgevoerd, en vier fondsen waar maar liefst 7 veranderingen hebben plaatsgevonden. Gemiddeld lag het aantal veranderingen op 3,4. Hier is geen statistisch verschil tussen ondernemings- en bedrijfstakpensioenfondsen

waarneembaar. Opvallend is dat fondsen die veel veranderingen hebben doorgevoerd, de veranderingen gemiddeld effectiever vinden dan fondsbestuurders die weinig veranderingen hebben doorgevoerd. De internen (bestuur en deelnemersraad) vinden de maatregelen bijzonder effectief, terwijl de buitenwereld hier sceptischer over blijkt te zijn. Ongeveer de helft van de externen geeft aan dat de veranderingen effectief zijn, terwijl ruim 80% van de internen dit vindt.

Aan de internen is gevraagd wat er op dit moment goed en slecht aan de governance is. Driekwart van de pensioenfondsbestuurders vindt het bestuur de sterkste schakel. Opvallend is dat de deelnemersraad het hier niet geheel mee eens is. 37% hiervan vindt het bestuur weliswaar de sterkste schakel, maar 21% vindt de deelnemersraad de sterkste schakel en 19% het verantwoordingsorgaan. De bestuurders hebben een minder hoge pet op van de deelnemersraad dan de deelnemersraad zelf heeft. Maar liefst 30% van de bestuurders vindt de deelnemersraad de zwakste schakel. Het intern toezicht en het verantwoordingsorgaan kunnen beide op ongeveer een zesde van de stemmen rekenen voor wat betreft de zwakste schakel. Een aantal deelnemersraden is ook kritisch over zichzelf: maar liefst 20% vindt zichzelf de zwakste schakel. Verder moeten ook de beleggingscommissie, het intern toezicht en het verantwoordingsorgaan het ontgelden.

Figuur 1. *De ondernomen stappen door pensioenfondsen*



Tabel 7. Sterkste en zwakste schakel bij pensioenfondsen (volgens deelnemersraad en bestuur)

Rank	%	Sterkste schakel	Rank	%	Zwakste schakel
1	57%	Bestuur	1	25%	Deelnemersraad
2	11%	Deelnemersraad	2	15%	Verantwoordingsorgaan
3	11%	Verantwoordingsorgaan	3	14%	Intern toezicht
4	9%	Adviserende actuaris	4	14%	Beleggingscommissie
5	5%	Intern toezicht	5	12%	Anders
6	3%	Anders	6	11%	Externe accountant
7	2%	Beleggingscommissie	7	6%	Bestuur
8	2%	Externe accountant	8	2%	Adviserende actuaris

De deelnemersraad wordt duidelijk als zwakste schakel beschouwd binnen de governance van de pensioenfondsen. De deelnemersraad is bij bedrijfstakpensioenfondsen verplicht. Wanneer belanghebbenden bij ondernemingspensioenfondsen hiertoe een verzoek indienen, is de deelnemersraad ook bij een ondernemingspensioenfonds verplicht. In onze steekproef was tweederde van de leden van de deelnemersraad (vertegenwoordiger van de) werknemer, en bijna een derde is gepensioneerd. Twee personen gaven aan in een andere hoedanigheid in de deelnemersraad te zitten.

#### De ondernomen stappen en toekomstplannen

Op het gebied van toekomstige optimalisering van de governance zijn internen en externen eensgezind: meer dan de helft vindt dat de deskundigheid van het bestuur nog verder dient te worden bevorderd. Ongeveer een vijfde vindt dat de afbakening van de rolverdeling van het bestuur en de uitvoeringsorganisatie de grootste prioriteit heeft en een tiende vindt dat de meeste aandacht uit dient te gaan naar het transparant maken en oplossen van belangenverstrengelingen in het bestuur. De overige deelnemers aan de enquête waren gelijkverdeeld tussen het bevorderen van een evenredige vertegenwoordiging in het bestuur, een verhoging van de bezoldiging voor bestuursleden of een andere – door de respondent zelf in te vullen – optie.

Uit figuur 1 blijkt dat deskundigheidsbevordering, inrichten van intern toezicht en invoering van een complianceregelgeving al door veel fondsen is doorge-

voerd, wat erop duidt dat er werk wordt gemaakt van de toekomstige optimalisering.

Opvallend is dat hier belangrijke parallellen te leggen zijn met onderzoek van Ambachtsheer (2008). Ook daar werd rolverdeling en machtsverhouding tussen verschillende partijen aangegeven als een zeer belangrijk issue, net als het delegeren van taken en de deskundigheid van de bestuurders. Inzake deze deskundigheid ziet 98% van de externen een verschil in deskundigheid van fonds tot fonds. Een zeer hoog percentage dat zou kunnen duiden op grote verschillen tussen de fondsen.

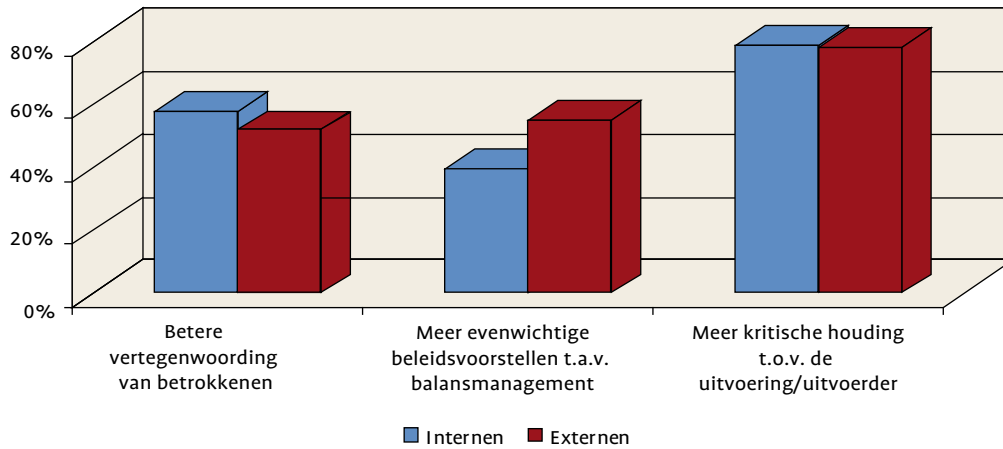
95% vindt fondsen met een actieve beleggingsadviescommissie deskundiger dan fondsen die dit niet hebben ingesteld. Wanneer we naar de huidige situatie kijken, blijkt 84% een commissie te hebben ingesteld. Opvallend is dat vooral de grote pensioenfondsen een beleggingsadviescommissie hebben ingesteld (80%), waarvan de meerderheid externen een plaats heeft gegeven in de commissie. Bij de kleinere pensioenfondsen (beheerd vermogen < € 100 mln.) heeft maar 60% een dergelijke commissie ingesteld, en daarbij is er in de meerderheid ook nog eens geen plek voor externen.

In de wijze van monitoren ziet een groot deel van de externen – 89% – een verschil tussen pensioenfondsen. In lijn met het voorgaande vindt zelfs 91% dat grote fondsen een betere monitoring hebben, iets dat bevestigd wordt door bijvoorbeeld het grotere aantal beleggingsadviescommissies waarbij externen worden ingeschakeld bij grote fondsen.

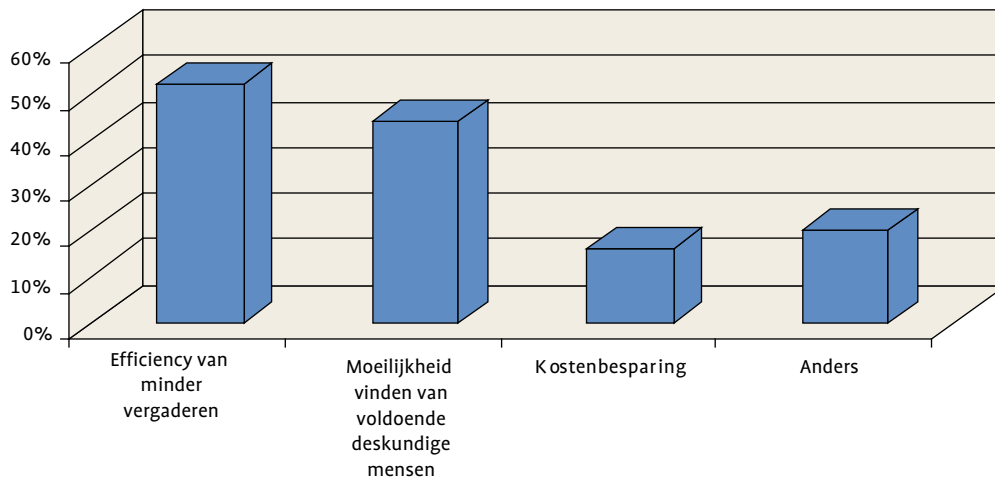
Een laatste voorgelegde vraag aan vermogensbeheerders, uitvoerders en actuarissen betreft het niet-realistisch en/of niet-objectief presenteren van bepaalde zaken, bijvoorbeeld een verandering van de benchmark. Volgens ruim de helft van de externen is dit het geval.

Inzake de principaal-agentproblematiek heeft de recente regeldruk richting de pensioensector reeds een positieve bijdrage geleverd. Bij zowel internen als externen vindt een kleine meerderheid dat de recente regelgeving heeft bijgedragen aan een betere vertegenwoordiging van betrokkenen. Over de gehele linie vindt een minderheid dat er nu ook meer evenwichtige beleidsvoorstellen ten aanzien van balansmanagement worden gedaan, opvallend is dat hier een groot verschil tussen internen en externen

Figuur 2. Heeft recente regelgeving bijgedragen aan ...?



Figuur 3. Reden om deelnemersraad onderdeel te laten zijn van het verantwoordingsorgaan



is: slechts 40% van de internen is het hiermee eens, tegen 55% van de externen. Ongeveer driekwart van de ondervraagden zijn kritischer geworden tegenover de uitvoering, een percentage dat gelijkligt bij in- en externen, zie figuur 2.

Pension fund governance vereist de oprichting van een verantwoordingsorgaan. Er zijn pensioenfondsen die uit efficiencyoverwegingen kiezen voor een verantwoordingsorgaan met een deelnemersraad. Andere kiezen hier principieel niet voor. De deelnemersraad adviseert bij een voorgenomen bestuursbesluit en zou daarna als onderdeel van het verantwoordingsorgaan het bestuur ter verantwoording kunnen roepen. In ongeveer de helft van de gevallen maakt de deelnemersraad onderdeel uit van het ver-

antwoordingsorgaan. Er konden meerdere redenen worden aangegeven, zie figuur 3.

Of de deelnemersraad al dan niet deel uit maakt van het verantwoordingsorgaan heeft geen invloed op de positie van sterkste/zwakste schakel binnen de governance.

Ondanks het feit dat er al stappen in de goede richting zijn gezet, verwacht 71% van de respondenten wettelijke veranderingen in de komende 1-3 jaar. Opvallend is dat slechts 63% van de bestuursleden en deelnemersraadsleden dit verwacht tegen 79% van de vermogensbeheerders, actuarissen en uitvoerders.



De respondenten verwachten dat de veranderingen vooral gedreven zullen worden door de toezichthouders. Ongeveer de helft van de respondenten spreekt deze verwachting uit. Een derde denkt dat het door de overheid zal worden gedreven, en een kwart denkt dat het proces door de pensioenfondssector in werking zal worden gesteld. Van de deelnemers en sponsors wordt op dit gebied zeer weinig verwacht.

### Conclusies en aanbevelingen

De enquête om tot dit rapport te komen is uitgezet in de zomer van 2008. De hoge respons illustreert dat het thema erg leeft in de pensioenwereld. Pensioenfondsen hebben recent een aantal veranderingen doorgevoerd in de governancestructuur. De belangrijkste bevindingen zijn in dit artikel aan de orde gekomen, puntsgewijs worden deze hieronder kort herhaald.

- Grote meerderheid ziet een relatie tussen (financiële) prestaties en de wijze van besturen.
- Bedrijfstakpensioenfondsen hebben volgens externen de beste governance.
- Er is geen verschil tussen ondernemings- en bedrijfstakpensioenfondsen op het gebied van beleggingsdoel, dekkingstekort en aantal doorgevoerde governanceveranderingen.
- Bestuur sterkste schakel van het pensioenfonds, deelnemersraad zwakste schakel.
- Pensioenfondsen maken slagen richting optimalisering governance.
- Kleine fondsen vaker geen beleggingscommissie, ook vaker geen plek voor externen.
- Minstens de helft van de respondenten ziet een reeds een betere vertegenwoordiging van betrokkenen, meer evenwichtige beleidsvoorstellen t.a.v. balansmanagement en een kritischer houding t.o.v. de uitvoering.
- 71% van de pensioensector verwacht wettelijke veranderingen in de komende drie jaar. De verwachting in de sector is dat deze vooral zullen worden gedreven door de toezichthouders.

Er zijn nog andere aandachtspunten naar voren gekomen:

- Bestuurders vinden doorgevoerde veranderingen effectief, slechts helft van externen oordeelt zo. Kennelijk durven de externen een strengere oordeel te vellen over de veranderingen dan de partijen die de veranderingen hebben doorgevoerd.

- Ruim de helft van de externen vindt dat pensioenfondsen niet alle zaken realistisch/objectief presenteren. Wij kunnen dit zonder nader onderzoek niet goed verklaren.

Op basis van deze conclusies kunnen we een aantal aanbevelingen formuleren. De deelnemersraad dient onder de loep te worden genomen. Het is uit dit onderzoek niet duidelijk geworden of de deelnemersraad als instituut zwak beoordeeld wordt, of dat het de leden van de deelnemersraad zijn. Duidelijk is wel dat de deelnemersraad als zwakste schakel wordt genoemd. Een logische verklaring is dat de deelnemersraad een veel minder professioneel orgaan is dan het bestuur. Bestuurders besteden, vooral bij bedrijfstakpensioenfondsen, veel tijd aan hun werk. In dit opzicht is het lidmaatschap van een deelnemersraad een veel beperktere taak. Betreffende de gehele governance beoordelen de externen de veranderingen beduidend minder effectief. Dit moet voor de pensioenfondsbesturen als signaal worden opgevat dat men niet op de lauweren mag rusten. De deskundigheidsbevordering staat reeds hoog op de agenda, maar verdient nog steeds prioriteit. Daarbij komt dat het nog maar de vraag is of deskundigheid alleen het belangrijkste issue is. Het gaat ook om bevoegdheden. In de huidige discussie draait men om de hete brij heen. De veranderingen in governance hebben nog net geleid tot veranderingen in bevoegdheden.

Het bovenstaande geeft aan dat de sector er nog niet is en dat aandacht voor goede governance in de komende jaren nodig blijft, onder meer in de vorm van vervolgonderzoek. De uitkomsten van dit onderzoek vormen een goede basis voor verder onderzoek naar de relatie tussen de (veranderingen van de) governance en de financiële prestaties. Deze relatie is tot nu toe voornamelijk in Noord-Amerika onderzocht. Een onderzoek in de context van de Nederlandse pensioenwet zal daarom zeker een goede aanvulling zijn. Via dit onderzoekspad hopen we het uiteindelijke doel te bereiken: het bieden van handvatten bij het inrichten van de governance structuur om zo de economische voordelen te helpen realiseren en het maatschappelijk nut te vergroten.

## Literatuur

- Ambachtsheer, K. (2007) The Three Grades of Pension Fund Governance Quality: Bad, Better, Best *Working Paper*
- Ambachtsheer, K., R. Capelle en H. Lum (2008). The Pension Governance Deficit: Still With Us. *Rotman International Journal of Pension Management* 11 (Fall)
- Ambachtsheer, K., R. Capelle en T. Scheibelhut (1998). Improving Pension Fund Performance. *Financial Analyst Journal* (nov-dec)
- Ammann, M. en A. Zingg (2008). Performance and Governance of Swiss Pension Funds. *Journal of Pension Economics and Finance* (Nog te verschijnen)
- Harper, J.T. (2008) Public Sector Pension Governance in the United States: Up to the Task? *Rotman International Journal of Pension Management* 11 (Fall)
- Huang, X. en R. Mahieu (2008) *Performance Persistence of Dutch Pension Plans*. Working Paper Series
- Molenkamp, J.B. en C. Zweekhorst (2004). Z-scores bedrijfstakpensioenfondsen 1999-2003 geanalyseerd: *VBA journaal* 2 (September) p 37-41
- Munsters, R. (2008) The Conception of APG: Reorganizing Pension Delivery in The Netherlands. *Rotman International Journal of Pension Management* 11 (Fall)

## Noten

- 1 Hoogleraar corporate finance aan universiteit Nyenrode en lector aan Hogeschool Inholland
- 2 Als docent/onderzoeker verbonden aan Utrecht University School of Economics
- 3 DNB.nl, Register
- 4 Een -1 betekent hier dat de dekkingsgraad zich tussen de 100-110% bevond terwijl de vereiste dekkingsgraad 110-120% was, het verschil is een categorie. Analooq hieraan betekent +2 dat de dekkingsgraad twee categorieën hoger was dan de vereiste dekkingsgraad