

Samenvatting van RBA scriptie: Pension fund governance and investment performance during the 2007-2008 financial crisis

Auteur
Younes El Gartit¹

Een aantal grote boekhoudschandalen heeft wereldwijd geleid tot een roep om betere regulering van de *corporate governance* van beursgenoteerde bedrijven. In Nederland heeft dit in 2004 geresulteerd in de invoering van de Corporate Governance Code.²

Die modernisering van de *corporate governance* alsmede sterk gedaalde aandelenkoersen in 2001 en 2002 hebben vervolgens pensioenfondsen in de schijnwerpers geplaatst. De Stichting van de Arbeid (STAR) heeft principes voor goed pensioenfondsbestuur (*pension fund governance*) opgesteld. Deze principes hebben als doel de kwaliteit, zorgvuldigheid en transparantie van pensioenfondsen in Nederland te vergroten. De STAR-principes zijn per 1 januari 2008 van kracht.³

De STAR principes zijn georganiseerd rond drie thema's: (1) Bestuur, (2) Verantwoording, en (3) Intern toezicht. De principes zetten onder meer de standaard voor transparantie, verantwoording aan belanghebbenden, deskundigheid van het bestuur en evaluatie van de prestaties van het bestuursorgaan.

De vraag die terecht gesteld kan worden is: Wat kunnen we verwachten van deze inspanning om het pensioenfondsbestuur te verbeteren? Dit onderzoek richt zich op deze vraag door de relatie tussen *pension fund governance* en de beleggingsresultaten⁴ van Nederlandse pensioenfondsen tijdens de financiële crisis van 2007-2008 te onderzoeken.

Dit doe ik door het ontwikkelen van de STAR-governance-index (SGI), die als maatstaf voor de kwaliteit van het pensioenfondsbestuur wordt gebruikt. De SGI is direct gekoppeld aan de STAR principes voor pensioenfondsbestuur, waarbij geldt dat een pensioenfonds een hogere indexscore krijgt toegekend naarmate aan meer STAR principes voldaan wordt. Wanneer een pensioenfonds bijvoorbeeld een verantwoordingsorgaan heeft ingesteld, krijgt het 1 punt toegekend, anders o. Naast het bepalen van een totaalscore, ken ik ook deelscores toe op de onderdelen Bestuur, Verantwoording en Intern toezicht. Tot slot analyseer ik ook het effect van andere specifieke governance kenmerken, zoals de omvang van het bestuur en beleggingscommissie, de verhouding



tussen mannen en vrouwen in het bestuur en de leeftijd van bestuurders.

Over het geheel gezien vind ik geen significante relatie tussen *pension fund governance* (SGI score) en de totale 'excess returns' tijdens de financiële crisis. Op zichzelf is dit resultaat niet verrassend. Anderen, waaronder Gupta et al. (2013)⁵ vonden, gebruikmakend van een governance index dat bedrijven met een sterke governance niet beter presteerden tijdens de financiële crisis.

Te bediscussiëren valt of het gebruik van totaalrendement als maatstaf in combinatie met het gebruik van een brede governance index niet onderhevig is aan "ruis" en daarmee voorbijgaat aan de specifieke kenmerken van de relatie tussen pensioenfondsbestuur en beleggingsresultaat.

Deze redenering wordt ondersteund doordat ik significante resultaten vind bij het relateren van de SGI score aan de beleggingsrendementen op specifieke assets classes. Hieruit ontstaat het beeld dat pensioenfondsen met een betere governance significant betere beleggingsresultaten behaalden.

Deze relatie is het sterkst voor de asset class vastgoed. Een mogelijke verklaring is dat vastgoed een complexere investering vormt voor pensioenfondsen in vergelijking met aandelen en vastrentende waarden. Het voor-

deel van een sterk pensioenfondsbestuur kan mogelijk alleen worden aangetoond voor deze complexere asset class. Dit argument is in lijn met Stewart en Yermo (2008)⁶ die stellen dat hoe geavanceerder de beleggingsstrategie hoe strikter de governance (toezicht) zou moeten zijn.

Eén manier waarop dit zou kunnen werken, is dat goede governance het nemen van buitensporige (onbeheersbare) risico's voorkomt. Uit de resultaten blijkt dat de accountability SGI (maatstaf voor verantwoording) sterk gerelateerd is aan betere beleggingsresultaten. Onderzoek van Pollmann, Potters en Trautmann (2014)⁷ toont inderdaad aan dat het afleggen van verantwoording het nemen van buitensporige risico's vermindert in een situatie waarin een agent (pensioenfondsbestuur) handelt namens een opdrachtgever (deelnemers).

Tot slot blijkt dat de omvang van het bestuur negatief gerelateerd is aan de beleggingsresultaten. Dit is in lijn met wat wordt beschouwd als goede governance praktijk. Voor de omvang van een beleggingscommissie geldt echter het tegenovergestelde. Dit kan te maken hebben met de expertrol, waardoor de potentiële extra lasten van een grotere commissie worden gecompenseerd door de aanvullende expertise, die een betere besluitvorming mogelijk maakt. ■

Noten

- 1 Younes El Gartit MSc RBA werkt als toezichthouder bij de Nederlandsche Bank. In het artikel geuite opinies zijn van de auteur en komen niet noodzakelijk overeen met de posities van De Nederlandsche Bank.
- 2 Commissie corporate governance, 2003, De Nederlandse corporate governance code. Rapport op www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=1049.
- 3 Per 1 januari 2014 is de Code pensioenfondsen in werking getreden welke in de plaats is gekomen van de Principes voor goed pensioenfondsbestuur. Rapport op www.stvda.nl/nl/publicaties/nota/2000-2009/2005/20051216.aspx.
- 4 Beleggingsresultaat wordt gemeten als (time-weighted return – (self reported) benchmark return).
- 5 Gupta, K., C. Krishnamurti en A. Tourani-Rad, 2013, Is corporate governance relevant during the financial crisis?, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol. 23: 85-110.
- 6 Stewart, F., en J. Yermo, 2008, Pension fund governance; Challenges and potential solutions, *OECD Journal: Financial Market Trends*, nr. 95 vol. 2008/2: 1-42.
- 7 Pollmann, M. M., J. Potters en S.T. Trautmann, 2014, Risk taking by agents: The role of ex-ante and ex-post accountability, *Economics Letters*, vol. 123 nr. 3: 387-390.

***VBA beleggingsprofessionals,
van harte gefeliciteerd met
jullie 55-jarig bestaan!***



We use our investment management expertise to help people achieve a lifetime of financial security.